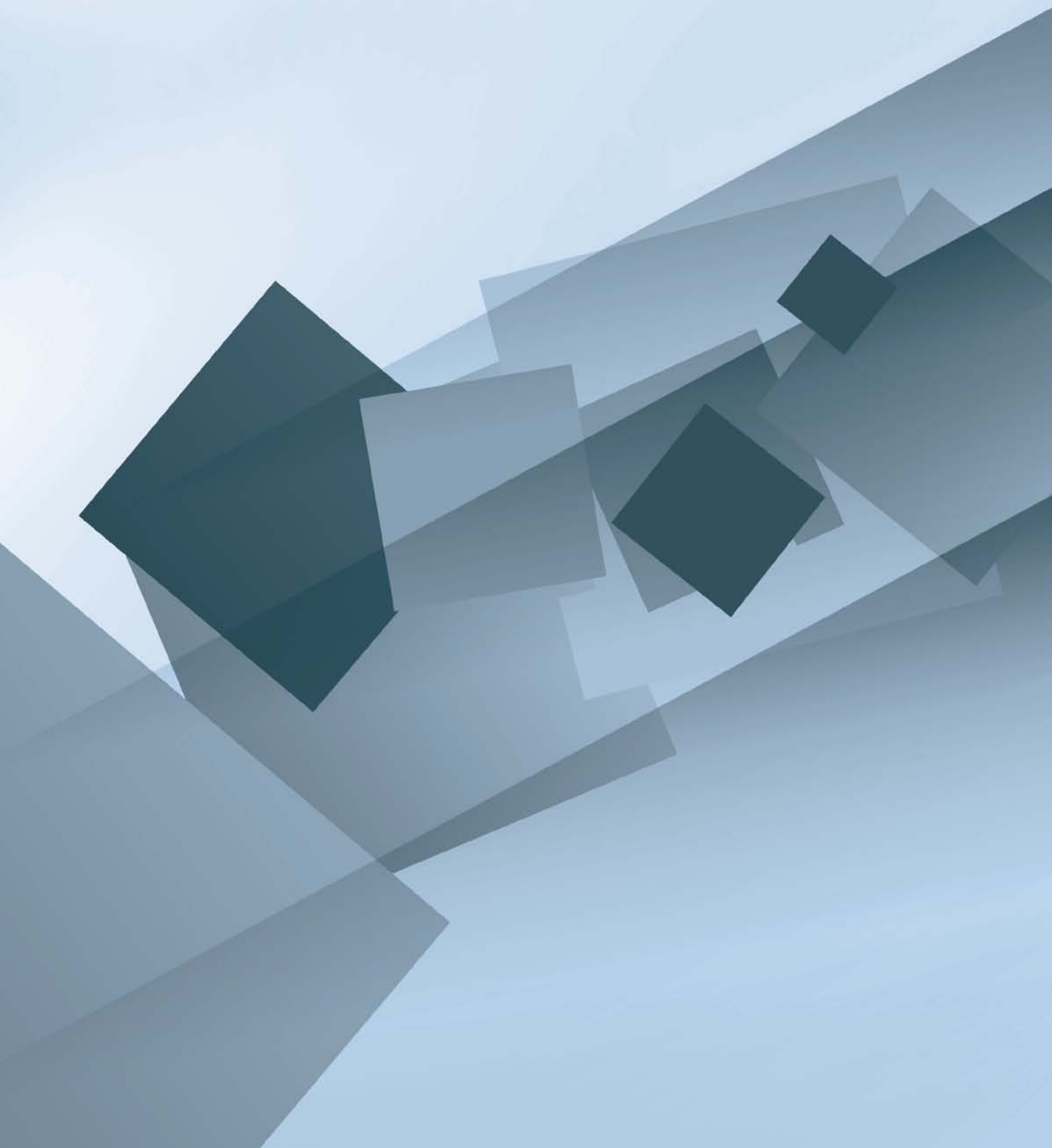




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2013



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
2013**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artes Gráficas San Miguel, S.A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	69
	Estudio empírico sobre las prohibiciones de las ventas en corto en Europa en 2011 y 2012	71
	Carlos Aparicio Roqueiro	
	Un análisis sobre el diseño y el impacto del impuesto a las transacciones financieras propuesto por la Comisión Europea	99
	Ramiro Losada	
	Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2011	129
	Sergio Rodríguez y Ángel Domínguez	
III	Novedades regulatorias	151
	Las empresas de asesoramiento financiero en España	153
	Maribel Herrero	
IV	Anexo legislativo	167
V	Anexo estadístico	171

Siglas y acrónimos

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

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

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	24
2.3	Perspectivas	34
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	37
3.2	Los mercados de renta fija	44
4	Los agentes de los mercados	49
4.1	Vehículos de inversión	49
4.2	Empresas de servicios de inversión	57
4.3	Sociedades gestoras de IIC	65
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	66

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Constitución de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)	27
Recuadro 2:	El sistema bancario en la sombra: últimas recomendaciones del FSB	35
Recuadro 3:	Modificación de la normativa en materia de folletos y requisitos de transparencia exigibles a los emisores de valores	43
Recuadro 4:	Directrices de ESMA sobre remuneraciones en el ámbito de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD)	54
Recuadro 5:	Adopción por la CNMV de las directrices de ESMA sobre requisitos de idoneidad	63

1 Resumen ejecutivo

- La actividad económica internacional se deterioró con cierta intensidad a lo largo del segundo semestre de 2012, sobre todo en las economías europeas, como consecuencia de los efectos contractivos de la política fiscal en algunas de ellas, del menor dinamismo del comercio exterior y de las consecuencias sobre la economía real que se derivan de los múltiples periodos de turbulencias en los mercados de deuda de los últimos años. En este último ámbito, la adopción de diferentes medidas de carácter nacional y europeo, junto con el avance en los procesos de saneamiento del sistema financiero de la zona, permitió un descenso sustancial de la incertidumbre de los agentes desde los meses centrales de 2012, que se ha prolongado hasta la actualidad¹. La ausencia de presiones inflacionistas en las áreas económicas más relevantes hizo posible que los tipos de interés oficiales permanecieran en mínimos históricos. Las previsiones más recientes indican que el PIB mundial crecerá a tasas del 3,5% en 2013 y del 4,1% en 2014, liderado por el avance de las economías emergentes.
- La evolución de los mercados financieros internacionales a lo largo de la segunda mitad de 2012 y los primeros meses de 2013 reflejó el descenso significativo de las tensiones presentes en los mercados, que alcanzaron niveles máximos en julio. Así, en los mercados de deuda revirtieron con intensidad algunas de las tendencias habituales en momentos de turbulencias, produciéndose descensos sustanciales en los tipos de interés cotizados en el mercado secundario para las emisiones de las economías más frágiles y leves aumentos en los de las economías más sólidas, y, en los mercados de renta variable, las revalorizaciones de los principales índices fueron prácticamente constantes desde los meses centrales de 2012. En los mercados primarios de deuda también se observó un cierto dinamismo que fue particularmente relevante en el sector corporativo privado. Es también destacable el descenso del contagio del riesgo de crédito entre los sectores públicos de las diferentes economías europeas.
- El PIB de la economía española se contrajo un 1,9% anual en el último trimestre de 2012, situándose el retroceso medio de la actividad en el conjunto del ejercicio en el 1,4% (-0,9% y -0,6% en los mismos periodos en la zona del euro). La tasa de inflación, que se situó en máximos del 3,5% en octubre de 2012 como consecuencia de la subida del IVA y del encarecimiento de los precios energéticos, se ha reducido de forma notable desde entonces (el 2,8% en febrero), dejando el diferencial con la zona del euro hasta niveles ligeramente superiores a un punto porcentual. El empleo cayó un 4,4% en 2012 y la tasa de paro se incrementó hasta el 26% de la población activa a finales del ejercicio, en un marco de descenso de los costes laborales unitarios. Por su parte, el déficit de

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

las AAPP, excluyendo las ayudas al sector financiero, se aproximó al 7,0% del PIB en 2012 (9,4% del PIB en 2011). El importe de dichas ayudas ascendió al 3,3% del PIB. Las previsiones de los principales organismos indican que la economía española permanecerá en recesión en 2013 y mostrará un ligero avance de su actividad en 2014.

- El sistema financiero español continúa inmerso en un proceso de recapitalización y reestructuración, que se intensificó desde junio con la petición de asistencia financiera a la UE, y por el cual las entidades ya han empezado a segregar sus activos problemáticos a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB). El negocio del sector continuará viéndose afectado a corto plazo por el escaso dinamismo de la actividad doméstica.
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 45% en el conjunto de 2012 hasta los 12.646 millones de euros, en consonancia con la debilidad de la actividad. Su endeudamiento se redujo un 4,1%, hasta los 296 mil millones de euros.
- Los mercados de renta variable domésticos han mostrado un incremento sustancial de las cotizaciones desde los últimos días de julio de 2012, que ha tendido a prolongarse en los primeros meses de 2013, en un marco de mejoría notable de las condiciones de liquidez en el mercado de acciones y de descenso de su volatilidad. Así, el Ibex 35, que perdió un 4,7% de su valor en el conjunto de 2012, ha avanzado un 5,5% en el primer trimestre del año, en conformidad con el comportamiento mostrado por otros índices europeos de referencia. Las revalorizaciones han sido prácticamente generalizadas entre los diferentes índices y sectores del mercado bursátil doméstico, si bien los volúmenes negociados continuaron siendo históricamente reducidos. El aumento de las tensiones en los mercados financieros domésticos a finales de julio propició que la CNMV, junto con la autoridad supervisora de valores italiana, decidiera nuevamente prohibir la operativa de ventas en corto sobre los valores. En el caso español, esta medida se prorrogó hasta el 31 de enero de 2013.
- Los mercados de renta fija domésticos, que vivieron momentos de gran tensión a mediados de 2012, mostraron síntomas notables de estabilización durante los últimos meses del ejercicio pasado, situación que se han mantenido a lo largo del primer trimestre de 2013. En línea con el descenso de la incertidumbre, se han observado descensos sustanciales de los tipos de interés a corto y largo plazo de los diferentes agentes de la economía y de sus primas de riesgo de crédito. En particular, el tipo de interés del bono español de deuda pública a diez años se situaba en el 4,9% a mediados de marzo, casi tres puntos porcentuales por debajo de los niveles máximos registrados a finales de julio (7,6%), y el diferencial de tipos de interés respecto al bono alemán caía hasta los 344 p.b. (tras los 635 p.b. de máximo). Además, se observó una desvinculación significativa entre los movimientos de los precios de la deuda pública española y los de las acciones. En los mercados primarios, las emisiones de deuda registradas en la CNMV crecieron un 23,8% en 2012 hasta los 357,8 mil millones de euros, aunque perdieron intensidad en los primeros meses de 2013.

- El patrimonio de los fondos de inversión se redujo un 6,3% en 2012, hasta los 124 mil millones de euros, como consecuencia exclusivamente de los reembolsos efectuados por los partícipes (el rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo). Las condiciones de liquidez de estas instituciones continuaron mejorando a lo largo del año y dieron lugar a un descenso del volumen de activos de liquidez reducida sobre el patrimonio total de los fondos de 1,3 puntos porcentuales, hasta situarse en el 4,3% a finales de 2012. En este marco, los beneficios de las gestoras se incrementaron un 4,1% por la contención de los gastos y el aumento de otros ingresos no relacionados con la gestión de IIC. La industria ha empezado el año con un tono más favorable como consecuencia de un cierto trasvase de fondos desde los depósitos bancarios, pero sus perspectivas continúan siendo algo complejas debido a la limitada capacidad de ahorro de los hogares.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en 2012 se vio profundamente afectada por las turbulencias presentes en los mercados financieros, que redujeron notablemente los volúmenes contratados, principal fuente de ingresos de estos intermediarios financieros. En este marco, el beneficio agregado antes de impuestos del sector descendió un 78%, hasta los 50,3 millones de euros, y el número de entidades en pérdidas se mantuvo constante, si bien el volumen de dichas pérdidas fue muy superior. En 2012 continuó a la baja el número de entidades registradas, si bien el proceso de reestructuración del sistema bancario está teniendo un impacto limitado en términos societarios. Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo muy holgadas.
- El informe contiene cinco recuadros monográficos:
 - En el primer recuadro se describen las principales características de la constitución y los mecanismos de funcionamiento de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).
 - El segundo recuadro expone los puntos más relevantes de los análisis efectuados sobre las cinco áreas de interés que ha detectado el FSB en el ámbito de las actividades relacionadas con la banca en la sombra.
 - El tercer recuadro resume las principales modificaciones de la normativa en materia de folletos y requisitos de transparencia exigibles a los emisores de valores.
 - El cuarto recuadro analiza los elementos más relevantes de las directrices que ha aprobado ESMA en relación a la remuneración de gestores de fondos alternativos en el ámbito de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD).
 - Finalmente, el quinto recuadro detalla las directrices publicadas por ESMA en 2012 orientadas a la clarificación de determinados aspectos de los requisitos de idoneidad previstos por la MiFID y describe las decisiones adoptadas por la CNMV para que las entidades cumplan con dichas directrices.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

En los últimos meses, el entorno financiero internacional ha mostrado ciertos signos de mejoría...

El entorno financiero internacional ha mostrado ciertos signos de mejoría desde el tercer trimestre de 2012, particularmente en las economías europeas más afectadas por la crisis de la deuda, que se han traducido, en términos generales, en revalorizaciones de los instrumentos de renta variable y en descensos notables en las primas de riesgo de estas economías. Los flujos de capitales hacia las economías emergentes también han dado señales de fortaleza. Los programas de ajuste puestos en marcha por los diferentes Estados, junto con los procesos de reestructuración de los sistemas financieros más afectados por la crisis económica y las diferentes decisiones adoptadas a escala europea en favor de la estabilidad financiera de la zona, han originado un descenso relevante de la incertidumbre de los agentes participantes en los mercados.

...mientras que el avance de la actividad ha seguido siendo débil, particularmente en Europa.

En este marco, la evolución de la actividad económica, que sorprendió favorablemente en el tercer trimestre del año, volvió a dar ciertos signos de debilidad en los últimos meses de 2012. El crecimiento del PIB en el conjunto de 2012 fue desigual entre las principales áreas económicas. Los avances fueron más pronunciados en EEUU y en Japón, con tasas cercanas al 2%, y en las economías emergentes, que en conjunto mostraron un crecimiento superior al 5%. En Europa, se observó una cierta dicotomía entre las economías del núcleo duro, particularmente Alemania y Francia, que mostraron un comportamiento relativo mejor en los primeros trimestres de 2012, y las de la periferia, que prácticamente se mantuvieron en recesión a lo largo de todo el año (véase cuadro 1).

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 1

	2009	2010	2011	2012	FMI ¹	
					2013P	2014P
Mundial	-0,7	5,3	3,9	3,2	3,5 (-0,1)	4,1 (-0,1)
EEUU	-3,0	2,4	1,8	2,2	2,0 (-0,1)	3,0 (0,1)
Zona del euro	-3,8	2,0	1,6	-0,5	-0,2 (-0,3)	1,0 (-0,1)
Alemania	-5,1	4,0	3,1	0,9	0,6 (-0,3)	1,4 (0,1)
Francia	-3,0	1,6	1,7	0,0	0,3 (-0,1)	0,9 (-0,2)
Italia	-5,5	1,8	0,6	-2,2	-1,0 (-0,3)	0,5 (=)
España	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,5 (-0,1)	0,8 (-0,2)
Reino Unido	-3,9	1,8	0,9	0,0	1,0 (-0,1)	1,9 (-0,3)
Japón	-5,5	4,7	-0,5	1,9	1,2 (=)	0,7 (-0,4)
Emergentes	2,8	7,5	6,3	5,1	5,5 (-0,1)	5,9 (=)

Fuente: FMI, Thomson Datastream y Eurostat.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2013 respecto a octubre de 2012.

La inflación de las economías avanzadas continuó en niveles reducidos...

Tras los fuertes descensos de los primeros meses de 2012, las tasas de inflación de las principales economías avanzadas se han mantenido relativamente estables² desde la segunda mitad de 2012, en tasas que oscilaban a principios de 2013 entre el 1,6% de

2 En la zona del euro, el descenso de la tasa de inflación anual ha sido más intenso desde octubre de 2012 al pasar del 2,5% en dicho mes al 1,8% en febrero de 2013.

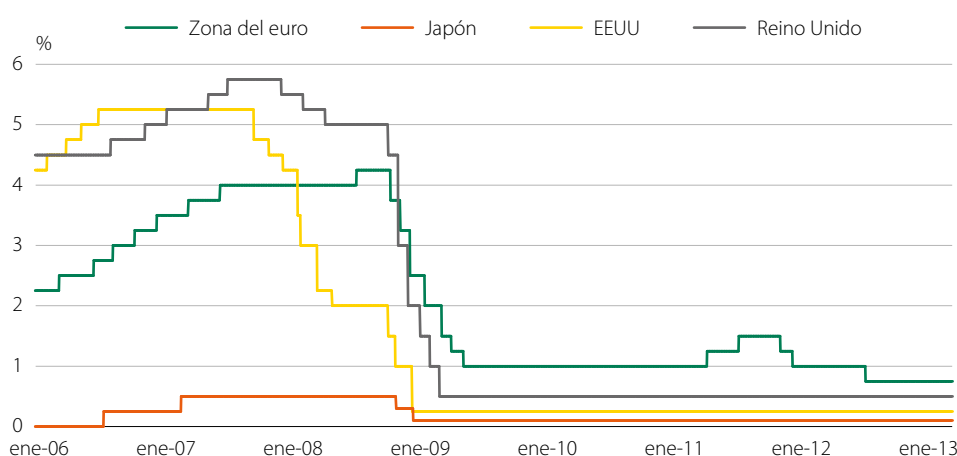
EEUU y el 2,7% del Reino Unido. En Japón, la variación anual de los precios era nula. La estabilidad en el crecimiento de los precios de consumo tuvo su origen tanto en el escaso vigor de la demanda interna en la mayor parte de las economías como en la menor presión de los precios de las materias primas, particularmente energéticas. Las tasas subyacentes también se mantuvieron sin grandes cambios y solo en algunas economías crecieron de forma puntual como consecuencia de la introducción de diferentes medidas impositivas o sobre algunos precios administrados.

El anclaje de las expectativas de inflación en niveles reducidos en la mayor parte de las economías permitió que, en términos generales, los tipos de interés oficiales permanecieran sin cambios desde mediados de 2012 o que descendieran aún más, como en el caso de la zona del euro³. Así, a finales de febrero, en EEUU, la zona del euro, el Reino Unido y Japón estos tipos de interés se situaban en niveles históricamente reducidos (del 0-0,25%, 0,75%, 0,5% y 0,1%, respectivamente). Como viene ocurriendo a lo largo de los últimos ejercicios, son las medidas de política monetaria no convencional, que fundamentalmente han tomado la forma de programas de compra de instrumentos financieros, las que han mostrado un mayor dinamismo.

...permitiendo que los tipos de interés se mantuvieran en mínimos históricos en las principales economías avanzadas.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 1



Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 15 de marzo.

Las tensiones presentes en los mercados financieros internacionales se han reducido sensiblemente desde el tercer trimestre de 2012, particularmente en Europa. La mejora de las condiciones financieras, que se han traducido en descensos de las primas de riesgo soberano más elevadas, en incrementos de las cotizaciones bursátiles y en una cierta apertura de los mercados de deuda para las entidades financieras europeas, que les ha permitido reducir su exposición a la financiación del Eurosistema, es producto de diversos factores. Algunos están relacionados con la decisión del BCE de hacer «lo que sea necesario» en favor del mantenimiento de la moneda única, y en particular, de la publicación de un programa de deuda soberana bajo determinadas condiciones, y también de algunas decisiones adoptadas en el seno europeo, como aquellas relacionadas con el impulso hacia una unión bancaria y fiscal de la

Las medidas implementadas a escala nacional y europea han reducido sensiblemente las tensiones en los mercados financieros internacionales desde el tercer trimestre de 2012...

3 En los primeros días de julio de 2012, el BCE rebajó el tipo de interés oficial de la zona del euro en 25 p.b. hasta el 0,75%.

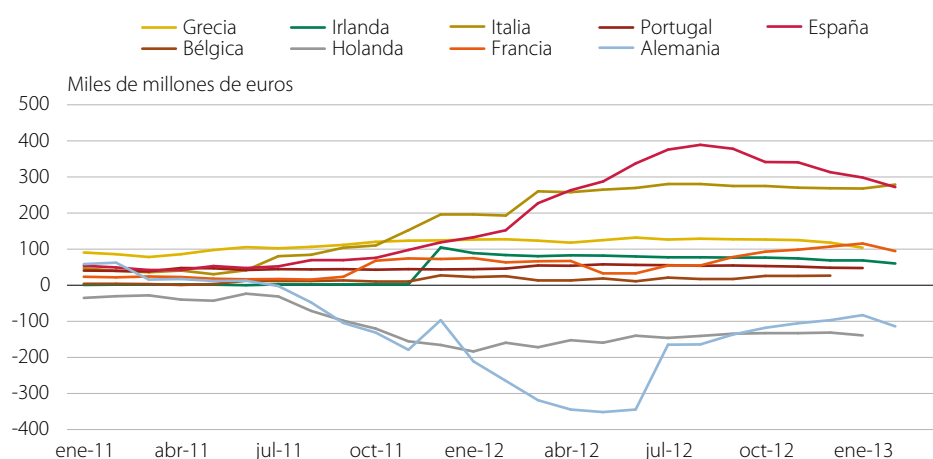
zona. También han sido determinantes los programas de ajuste fiscal puestos en marcha por un número elevado de economías de la zona.

...y permitiendo una ligera reducción de la dependencia de la financiación del Eurosistema por parte de las entidades financieras de la zona.

La financiación bruta de las entidades financieras europeas procedente del Eurosistema ha descendido ligeramente a lo largo de los últimos meses en consonancia con la mejora de las condiciones de financiación del sistema bancario europeo en los mercados de deuda, si bien se mantiene aún en niveles muy elevados (por encima de 1,1 billones de euros). Como se observa en el gráfico 2, el desglose por países de la evolución de la financiación neta del Eurosistema apunta a una menor dependencia de las entidades financieras españolas y a una cierta estabilidad en las italianas. A pesar de que las entidades han devuelto cerca de 236 mil millones de euros del importe total obtenido en las dos operaciones especiales de financiación a largo plazo (LTRO) celebradas el 22 de diciembre de 2011 y el 1 de marzo de 2012, el coste de este tipo de financiación continúa siendo muy atractivo para un conjunto amplio de entidades europeas, para las que los mercados primarios de deuda no funcionan con total normalidad.

Financiación (neta) del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Bloomberg, Banco de España y Banco Central de Grecia. Datos hasta febrero para España, Italia, Francia, Alemania e Irlanda y datos hasta enero para el resto de los países, salvo Bélgica (diciembre). En el caso de Grecia, se proporciona información sobre el pasivo neto de las OIFM (Otras Instituciones Financieras Monetarias) contraído con el Banco de Grecia, ya que incorpora no solo las operaciones de financiación con el Eurosistema, sino también el esquema de emergencia del Banco de Grecia (ELA: *Emergency Liquidity Assistance*) que sustituyó provisionalmente a las operaciones de financiación con el Eurosistema.

La moderación de las tensiones ha permitido descensos notables de las rentabilidades de los bonos de deuda pública de las economías más frágiles...

En los mercados de deuda pública a largo plazo, la reducción de las tensiones a lo largo de los últimos meses de 2012 y los primeros de 2013 se tradujo en una disminución de los tipos de interés de los bonos de las economías europeas más afectadas por la crisis y en un ligero repunte de los tipos de interés de los bonos de aquellas economías consideradas como activo refugio en los periodos de mayores turbulencias. Así, como se observa en el gráfico 3, los mayores descensos en las rentabilidades fueron protagonizados por los bonos portugués e irlandés, que a mediados de marzo se situaban cerca del 6% y por debajo del 4%, respectivamente. Estas economías han reanudado sus emisiones de deuda pública en los mercados primarios⁴

4 En general, las emisiones se han efectuado con un plazo de vencimiento inferior a cinco años, salvo una efectuada en Irlanda a diez años.

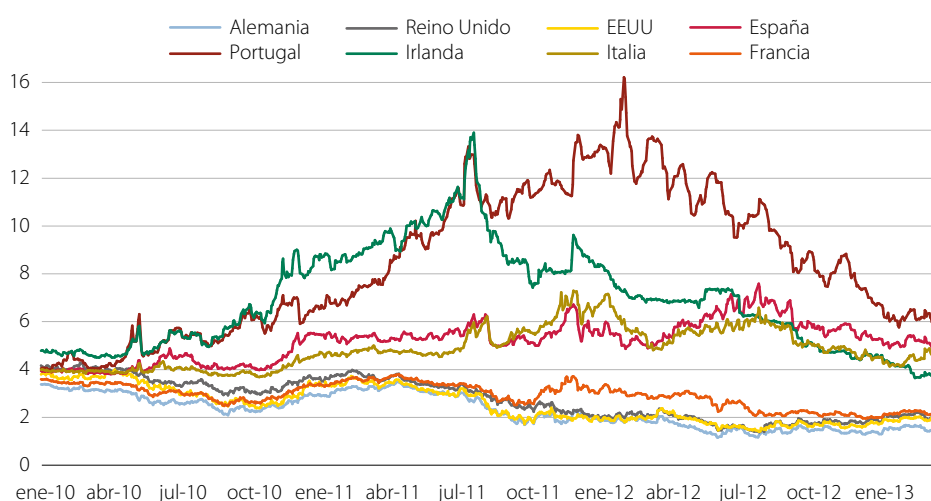
con éxito, tras los programas de asistencia financiera europea. Las rentabilidades de los bonos soberanos español e italiano, afectados con mayor intensidad por el último periodo de turbulencias en los mercados, se redujeron más de dos puntos porcentuales desde los máximos de mediados de 2012, hasta situarse en el 4,9% y el 4,6%, respectivamente, a mediados de marzo.

Finalmente, los tipos de interés de las economías más sólidas, que en los momentos de mayor tensión de 2012 habían alcanzado mínimos históricos cercanos al 1,15% en el caso del bono alemán a diez años, al 1,38% en el caso del bono británico y al 1,40% en el del bono estadounidense, tendieron a estabilizarse e incluso a aumentar ligeramente en las primeras semanas de 2013. A mediados de marzo, las rentabilidades de estos bonos oscilaban entre el 1,5% del bono alemán y el 2% del bono estadounidense.

...y ligeros ascensos en aquellos de las economías más sólidas...

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

GRÁFICO 3



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

En línea con la evolución de las rentabilidades, las primas de riesgo soberano de un conjunto amplio de economías europeas, evaluadas tanto a través de los diferenciales de tipos de interés como de los CDS, se han reducido sensiblemente a lo largo de los últimos meses. Como se observa en el gráfico 4, las primas de riesgo soberano de los CDS a cinco años en España e Italia⁵ descendían hasta niveles inferiores a los 300 p.b. a mediados de marzo tras los máximos cercanos a los 600 p.b. de mediados de 2012, y hasta niveles inferiores a los 200 p.b. en otras economías europeas más sólidas. Para algunas de ellas, estos niveles de los CDS eran similares a los existentes antes de producirse los primeros episodios de turbulencias en los mercados de deuda europeos en 2010.

...propiciando, en último término, una fuerte caída de las primas de riesgo de crédito soberano.

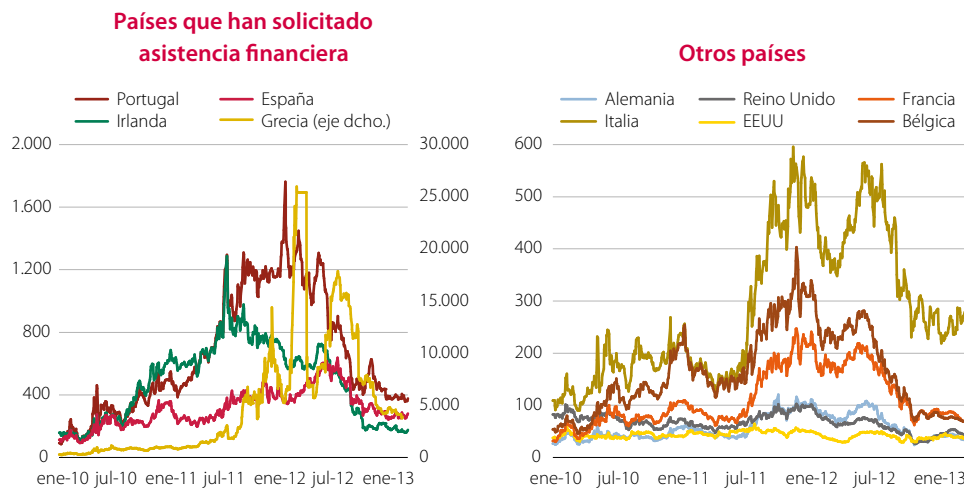
5 En Italia, la incertidumbre política generada tras los resultados de las elecciones del 24 y 25 de febrero y la posterior rebaja de la calificación de la deuda italiana anunciada por la agencia Fitch el 8 de marzo (desde A- hasta BBB+ con perspectiva negativa) revirtieron parte del descenso de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo de esta economía y de su prima de riesgo. La incertidumbre política mencionada, junto con la ausencia de un programa de reformas estructurales, constituye un shock adverso para la economía italiana, inmersa en una profunda recesión, y justifican, según la agencia, el descenso de su calificación.

...y un descenso del contagio del riesgo de crédito soberano.

En este marco de descenso del riesgo de crédito, los diferentes indicadores de contagio también han señalado un descenso notable de dicho contagio entre los diferentes sectores públicos de la zona, y también entre el sector financiero y el soberano (véase gráfico 5).

Primas de riesgo soberano, CDS a 5 años

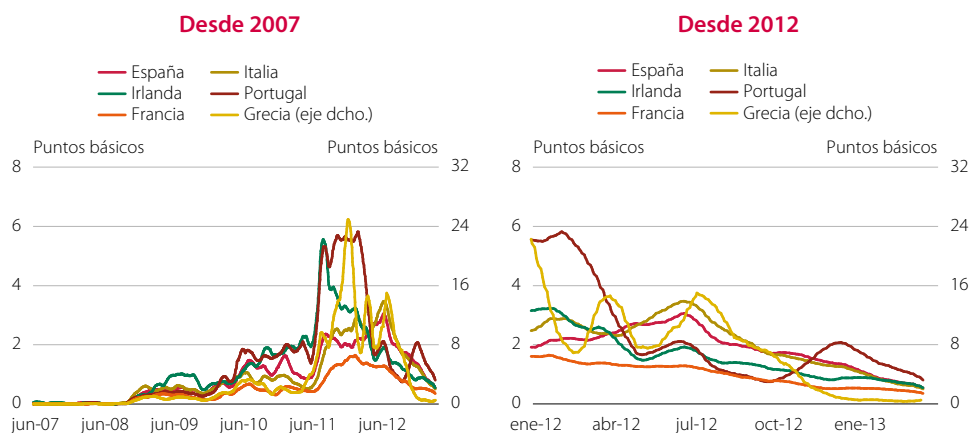
GRÁFICO 4



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

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro¹

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo de 2013.

- Se define como el impacto en el CDS del bono soberano alemán que resulta de un *shock* contemporáneo en el CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia y equivalente al 1% del nivel del CDS en cuestión en ese momento. Se calcula como el producto de dos componentes. El primer componente mide el grado de contagio de un país a otro y se aproxima como el porcentaje de variación del CDS del bono soberano alemán exclusivamente explicado por una variación contemporánea en el CDS del bono soberano de uno de los seis países anteriormente mencionados. Este porcentaje se calcula a partir de la descomposición de la varianza del error de predicción estimado mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con dos variables –la variable impactada (variación del CDS del bono soberano alemán) y la variable generadora del *shock* (variación del CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia)–, y dos retardos. La estimación se implementa mediante una ventana móvil de los cien periodos anteriores al primer periodo de predicción. El segundo componente mide el nivel del riesgo de crédito del emisor del *shock*, aproximado por su CDS. Finalmente, la serie obtenida como el producto de estos dos componentes es suavizada mediante una media móvil de treinta sesiones hábiles.

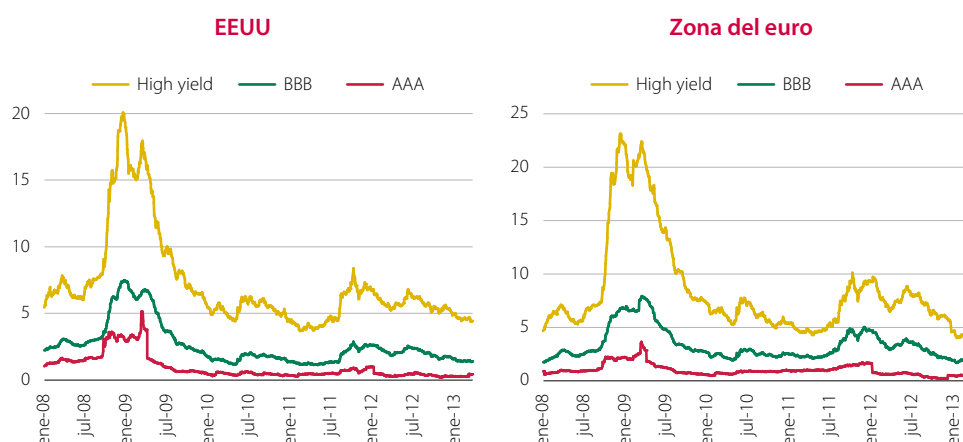
El desarrollo de la crisis de deuda soberana en Europa a lo largo de los últimos ejercicios no solo ha dado lugar a un fenómeno de huida a la calidad hacia instrumentos de deuda soberana emitidos por las economías más sólidas, sino que también ha propiciado un fuerte incremento de las adquisiciones de deuda del sector corporativo privado. Como se observa en el gráfico 6, el crecimiento de las compras de deuda corporativa se ha traducido en una contención de los *spreads* de estos instrumentos, incluso en los momentos de mayores turbulencias, y en un notable crecimiento de las emisiones en los mercados primarios de estas entidades tanto en EEUU como en Europa.

Continúa el dinamismo en los mercados de deuda corporativa...

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 6

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos básicos¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

¹ En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

En los mercados internacionales de deuda, el volumen de emisiones netas ascendió a 4,6 billones de dólares en 2012, un 22,2% menos que en 2011. El descenso del volumen emisor se debió principalmente al retroceso de las emisiones netas del sector público (un 17%, hasta los 3,6 billones de dólares) como consecuencia de los diferentes programas de ajuste fiscal puestos en marcha en un conjunto amplio de economías y, en menor medida, del escaso dinamismo de las emisiones efectuadas por las entidades financieras en la primera parte del año. Como se observa en el gráfico 7, el volumen de emisiones en términos netos (es decir, descontando los vencimientos) de las entidades financieras de EEUU y de Europa permaneció en terreno negativo en 2012, si bien se observó una mejora gradual del mismo a lo largo del segundo semestre del año, como consecuencia del descenso de las tensiones en los mercados financieros en este periodo de tiempo. Por tipo de instrumento, se produjo una recuperación notable de las emisiones brutas de deuda de elevada calidad crediticia (*investment grade*), de menor calidad crediticia (*high yield*) y también de las titulizaciones (ABS), sobre todo en EEUU. El comportamiento más dinámico en los mercados primarios de deuda se produjo en el sector corporativo no financiero de todas las áreas geográficas contempladas. El volumen total de deuda emitido por el sector empresarial se duplicó en 2012, hasta superar el billón de dólares. El 37% de las emisiones del sector correspondieron a entidades no financieras estadounidenses y el 32%, a entidades europeas.

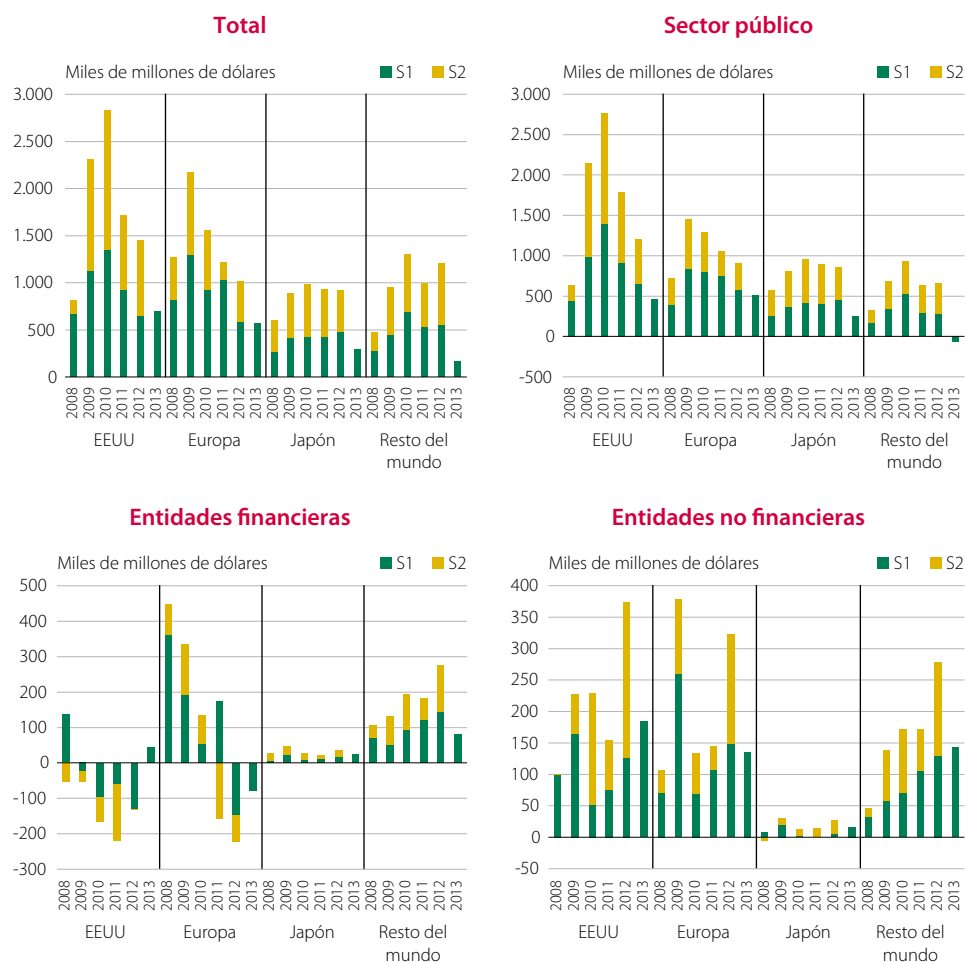
...y se observa una ligera recuperación en las emisiones de las entidades financieras. Las emisiones del sector público continúan a la baja.

En los primeros meses de 2013 se mantienen estas tendencias en los mercados primarios de deuda.

La información correspondiente a los primeros meses de 2013 apunta a una cierta continuidad de estas tendencias, es decir, de moderación en las emisiones de deuda pública, de una cierta mejora de las emisiones efectuadas por el sector bancario y de dinamismo de las emisiones del sector corporativo.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 7



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2013 son hasta el 15 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los principales índices de renta variable han comenzado el año con incrementos de sus cotizaciones, más intensos en EEUU y Japón,...

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que en 2012 presentaron, en términos generales, revalorizaciones superiores al 10%, han continuado al alza en los primeros meses de 2013, con mucha más intensidad en el conjunto de índices estadounidenses y japoneses. Así, en el periodo transcurrido hasta mediados de marzo, los índices estadounidenses se revalorizaban cerca de un 10% y los japoneses más de un 20%. En EEUU la mayor fortaleza relativa de su actividad económica, junto con el acuerdo alcanzado en torno a la cuestión del denominado precipicio fiscal y los mayores estímulos efectuados por la Reserva Federal⁶, habrían

6 Los más importantes estarían relacionados con el anuncio en septiembre del tercer programa de expansión cuantitativa de su balance (QE3), la renovación del plan de compras de deuda pública en diciembre y, especialmente, su decisión de mantener los tipos de interés en niveles muy bajos mientras la tasa de paro sea superior al 6,5%.

sido los factores subyacentes a la evolución de los índices. En Europa, los crecimientos de los índices oscilaban entre el 0,7% del Mib 30 italiano y el 10% del FTSE 100 británico (véase cuadro 2). En general, el descenso de la incertidumbre de los agentes a lo largo de los últimos meses ha permitido revalorizaciones de cierto nivel en estos índices, si bien la debilidad del crecimiento económico, acentuada tras los datos del cuarto trimestre de 2012, continúa siendo un lastre para las cotizaciones bursátiles.

La volatilidad de los mercados de renta variable internacional se ha mantenido en niveles reducidos a lo largo de los últimos meses, si bien ha mostrado un comportamiento ligeramente alcista en los índices europeos desde los primeros días de febrero. Con todo, los niveles observados en términos tanto de volatilidad histórica como de volatilidad implícita siguen estando en línea con aquellos observados en periodos de ausencia de turbulencias en los mercados.

...en un entorno de volatilidad reducida.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 2

									I-13 (hasta el 15 de marzo)		
%	2009	2010	2011	2012	I-12	II-12	III-12	IV-12	% s/ trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual ²
Mundo											
MSCI World	27,0	9,6	-7,6	13,2	10,9	-5,8	6,1	2,1	7,9	7,9	9,4
Zona del euro											
Euro Stoxx 50	21,1	-5,8	-17,1	13,8	6,9	-8,6	8,4	7,4	3,4	3,4	4,5
Euronext 100	25,5	1,0	-14,2	14,8	8,3	-4,7	5,0	6,0	6,4	6,4	8,8
Dax 30	23,8	16,1	-14,7	29,1	17,8	-7,6	12,5	5,5	5,7	5,7	12,4
Cac 40	22,3	-3,3	-17,0	15,2	8,4	-6,6	4,9	8,5	5,6	5,6	6,9
Mib 30	20,7	-8,7	-24,0	10,2	7,9	-11,3	8,6	6,0	0,7	0,7	-2,8
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	-6,5	-11,3	8,5	6,0	5,5	5,5	1,6
Reino Unido											
FTSE 100	22,1	9,0	-5,6	5,8	3,5	-3,4	3,1	2,7	10,0	10,0	8,8
Estados Unidos											
Dow Jones	18,8	11,0	5,5	7,3	8,1	-2,5	4,3	-2,5	10,8	10,8	9,7
S&P 500	23,5	12,8	0,0	13,4	12,0	-3,3	5,8	-1,0	9,4	9,4	11,1
Nasdaq-Composite	43,9	16,9	-1,8	15,9	18,7	-5,1	6,2	-3,1	7,6	7,6	6,3
Japón											
Nikkei 225	19,0	-3,0	-17,3	22,9	19,3	-10,7	-1,5	17,2	20,8	20,8	24,0
Topix	5,6	-1,0	-18,9	18,0	17,3	-9,9	-4,2	16,6	22,3	22,3	21,3

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB español descendió un 0,8% en el cuarto trimestre de 2012, dejando el retroceso en el conjunto del año en el 1,4%,...

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional referidos al último trimestre de 2012 revelaron una aceleración de la contracción de la economía española de cinco décimas hasta el 0,8% en términos intertrimestrales, y de tres décimas, hasta el 1,9% interanual. En el conjunto de 2012, la caída real del PIB ascendió al 1,4%, frente al crecimiento del 0,4% en 2011. El empeoramiento de la actividad doméstica estuvo en línea con la evolución de la zona del euro, que intensificó su caída en cinco décimas, hasta el 0,6% intertrimestral, y tres décimas, hasta el 0,9% interanual.

...como consecuencia del mayor retroceso de la demanda doméstica,...

La mayor caída de la actividad nacional durante el cuarto trimestre de 2012 tuvo su origen en una contribución más negativa de la demanda doméstica, que ascendió a 4,7 p.p. (-4 p.p. en el tercer trimestre). Este mayor descenso de la demanda nacional fue generalizado entre sus componentes. El consumo privado descendió un 3% interanual (-2,1% en el trimestre precedente), parcialmente condicionado por el adelanto de las compras al tercer trimestre ante el incremento del IVA en septiembre. El consumo público aumentó una décima su caída interanual, hasta el 4,1%. Finalmente, la formación bruta de capital fijo aceleró su contracción en cinco décimas, hasta el 10,3% interanual, debido al mayor descenso de la inversión en bienes de equipo, de casi 1 p.p. hasta el 7,9% interanual, frente a una mayor moderación de la contracción de la inversión en construcción, concretamente de una décima, que se situó en el 12,3% interanual.

...que anuló la aportación positiva del sector exterior.

La mayor aportación positiva de la demanda exterior compensó parcialmente la evolución negativa de la demanda interna y se situó en 2,8 p.p. (2,4 p.p. en el trimestre previo). Este comportamiento fue el resultado de una mayor disminución de las importaciones, del -3,4% al -5,4% interanual, en sintonía con la debilidad de la demanda interna, y, en menor medida, de la moderación del crecimiento de las exportaciones, en 1 p.p. hasta el 3,2%, debido a la desaceleración en la Unión Europea, el principal mercado para las exportaciones de la economía española.

	2009	2010	2011	2012	FMI ¹		CE ²	
					2013P	2014P	2013P	2014P
PIB	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,5	0,8	-1,4	0,8
Consumo privado	-3,8	0,7	-0,9	-2,2	-2,4	0,7	-2,7	-0,2
Consumo público	3,8	1,5	-0,5	-3,7	-5,5	-1,4	-5,4	-1,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-17,9	-6,2	-5,3	-9,1	-5,8	-1,3	-6,6	-1,0
Construcción	-16,6	-9,8	-9,0	-11,5	-7,6	-1,2	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	-23,6	2,7	2,4	-6,6	-4,2	-1,8	-3,0	0,1
Exportaciones	-9,8	11,2	7,7	3,0	3,9	4,1	4,2	5,7
Importaciones	-16,8	9,3	-0,8	-5,0	-3,1	1,6	-3,8	2,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	2,5	0,3	2,3	2,5	2,1	0,9	2,6	1,3
Empleo³	-6,3	-2,5	-1,7	-4,4	-2,4	1,6	-3,1	0,0
Tasa de paro	18,0	20,1	21,6	25,0	27,0	26,0	26,9	26,6
Índice de precios de consumo	-0,3	1,8	3,2	2,4	2,0	1,4	1,7	1,0
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-0,8	0,4	1,0	1,0	2,5
Saldo de las AAPP (% PIB)⁴	-11,2	-9,7	-9,4	-10,0	-6,4	-6,7	-6,7	-7,2
Deuda pública (% PIB)	53,9	61,5	69,3	83,9	93,2	98,7	95,8	101,0
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁵	-93,7	-88,9	-91,8	-92,9	-92,1	-88,8	n.d.	n.d.

Fuente: Banco de España, FMI e INE.

1 Las previsiones del FMI corresponden a enero de 2013.

2 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a febrero de 2013.

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

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011 y 2012, por una cuantía del 0,5% y el 3,3% del PIB, respectivamente.

5 El dato de la PII neta de 2012 corresponde a la previsión del FMI en enero de 2013.

n.d.: dato no disponible.

Desde la perspectiva de la oferta, todas las ramas de actividad, a excepción de las primarias, presentaron un comportamiento negativo durante el último trimestre de 2012. La industria desaceleró su caída en cinco décimas hasta el 2,9% interanual. En el caso de la industria manufacturera, la caída fue dos décimas superior a la registrada en el trimestre previo, hasta el 3,6% interanual. La construcción moderó su descenso interanual en cuatro décimas hasta el 8,5%. Por su parte, el sector servicios intensificó su contracción en seis décimas hasta el 1,2% interanual. Las mayores caídas correspondieron a las actividades financieras y de seguros y a las asociadas con el comercio, el transporte y la hostelería. Por último, el sector primario desaceleró en cinco décimas su crecimiento, hasta el 1,9% interanual.

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas de actividad, a excepción de las primarias, presentaron un comportamiento negativo en el último trimestre del año.

La tasa de inflación española, que alcanzó máximos del 3,5% en octubre como consecuencia de la subida del IVA y de algunos precios administrados, junto con un nuevo encarecimiento de los precios energéticos, se ha reducido progresivamente hasta el 2,8% registrado en febrero (2,7% en enero). Por su parte, la infla-

La tasa de inflación se ha reducido sensiblemente desde los máximos de octubre debido a la moderación de la tasa energética.

ción subyacente, que también alcanzó máximos del 2,5% en octubre, descendió hasta el 2,1% en diciembre y se incrementó ligeramente, hasta el 2,3%, en febrero de 2013. El diferencial de inflación general de España con la zona del euro, que se mantuvo en terreno negativo en la primera mitad de 2012, se anuló en agosto y desde entonces ha aumentado progresivamente hasta situarse en 1,1 puntos porcentuales en febrero.

En el mercado laboral, el empleo caía a tasas del 4,7% en el último trimestre de 2012 y la tasa de paro ascendía al 26%.

Los datos más recientes sobre empleo y paro continúan en la línea de los últimos años, confirmando la fragilidad del mercado laboral doméstico. Así, el empleo aceleró su caída una décima hasta el 4,7% interanual en el último trimestre de 2012 (-4,4% en el conjunto del año), lo que supone una destrucción neta de 805 mil puestos de trabajo en un año. Por su parte, la tasa de paro ascendió al 26% en el último trimestre de 2012 (25% en el tercer trimestre y 22,9% en el cuarto trimestre de 2011) y el número de hogares con todos sus miembros activos en paro aumentó en 258.700, hasta 1.833.700. Los costes laborales unitarios continuaron cayendo en 2012 (-3,4%) como consecuencia del avance de la productividad por ocupado (3,2%) y el ligero descenso de la remuneración por asalariado (-0,3%).

El déficit de las AAPP ascendió al 10% del PIB en 2012, del que 3,3 p.p. correspondieron a las ayudas de las entidades de crédito.

De acuerdo con el avance de los datos de ejecución presupuestaria, el déficit conjunto de las AAPP en 2012, excluyendo las ayudas al sector financiero, ascendió a 70.822 millones de euros, un 6,7% del PIB, inferior al saldo deudor registrado en 2011, de 95.266 millones (9% del PIB), sin considerar también el efecto de tales ayudas⁷. La distribución del déficit por administraciones reveló un mayor desfase por parte del Estado (del 3,8% del PIB, frente al 3% del PIB en 2011), seguido de las CCAA (del 1,7% del PIB, por debajo del 5% del PIB en 2011), las Corporaciones Locales (0,2% del PIB, frente al 0,8% del PIB en 2011) y la Seguridad Social (del 1% del PIB, inferior al 0,1% del PIB en 2011). Las ayudas a las entidades de crédito supusieron el 3,3% del PIB en 2012 (el 0,5% del PIB en 2011), elevando el déficit de las AAPP hasta el 10% del PIB (frente al 9,4% del PIB en 2011). Por su parte, la deuda agregada de las AAPP se elevó hasta el 84,1% del PIB en 2012 desde el 69,3% del PIB en 2011⁸.

7 En marzo, Eurostat, la oficina estadística de la UE, situó el déficit de las AAPP españolas durante el pasado ejercicio, excluidas las ayudas al sector financiero, en el 6,98% del PIB.

8 El incremento de 14,8 p.p. de la ratio de deuda pública sobre PIB en 2012 tuvo su origen fundamentalmente en el desfase entre los gastos y los ingresos públicos (incluida la carga de intereses para financiar la deuda y las ayudas a las entidades de crédito), pero también intervinieron otros factores. Entre ellos destacan: i) el préstamo recibido del MEDE a través del FROB, para recapitalizar las entidades de crédito del Grupo 1 y para la aportación de capital a la SAREB; ii) el Fondo para la Financiación de Pago a Proveedores (FFPP); iii) la contribución de España al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF); iv) las emisiones del Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE); y, v) la caída del PIB nominal, del 1,1% en 2012. Cabe señalar que la creación del Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) no supone un aumento adicional de la deuda pública, ya que los recursos captados por el Estado a través de este fondo se destinan a financiar las amortizaciones de deuda viva de las CCAA, así como sus necesidades de financiación, consolidando, por tanto, las relaciones cruzadas entre el Estado y las CCAA.

Recuadro 1: «Constitución de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB)»

La SAREB se constituyó en noviembre de 2012 para cumplir uno de los objetivos contemplados en el memorando de entendimiento de asistencia al sector financiero doméstico acordado entre las autoridades españolas y europeas en julio de 2012¹. Su función principal es la adquisición, gestión eficiente y venta ordenada de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades de crédito que reciban ayudas públicas. Se trata, por tanto, de optimizar el valor de estos activos en función de su diferente naturaleza y minimizar su impacto negativo sobre los agentes de la economía española.

Se crea como sociedad anónima no cotizada cuya supervisión recae sobre el Banco de España y cuya duración máxima estipulada es de quince años². En cuanto a su estructura de financiación, sus recursos propios están compuestos por capital y deuda subordinada, mientras que la financiación ajena procede de la emisión de deuda avalada por el Estado³. Esta última es adquirida como contraprestación por las entidades de crédito que transfieren sus activos a la SAREB y puede ser utilizada como colateral en las operaciones de financiación del BCE. La deuda emitida por la SAREB podrá cotizar en AIAF.

El consejo de administración está integrado por quince miembros (cinco de ellos independientes, de los cuales cuatro nombrados por el FROB y el resto propuestos por los inversores privados), cuyo régimen se asimila al establecido para los consejeros de las entidades de crédito en el RD 1245/1995. Estas condiciones también se hacen extensibles a los directores generales y asimilados. Para realizar el seguimiento de la actividad de la SAREB, se crean una serie de comités y una Comisión de Seguimiento.

En un primer momento, ante las dificultades operativas que supone desplegar una gestión eficaz de los recursos en un periodo relativamente breve, los servicios de gestión de los activos transferidos serán efectuados por las entidades de crédito cedentes, que no tendrán facultad discrecional sobre los activos. La prestación de tales servicios será asignada progresivamente a proveedores de servicios elegidos mediante licitación.

La desinversión de activos de la SAREB podrá realizarse mediante fondos de activos bancarios (FAB). Se trata de patrimonios separados, sin personalidad jurídica, constituidos por agrupaciones de activos y pasivos de la SAREB. Cada FAB podrá configurarse en compartimentos independientes, contra los cuales podrán emitirse valores o asumirse otras obligaciones. Los FAB se registrarán en la CNMV y su gestión se reserva a las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos (SGFTA) que adapten su régimen jurídico a la Ley 9/2012 y su normativa de desarrollo y cuya supervisión continuará recayendo en la CNMV.

La SAREB deberá cumplir con las obligaciones generales de formulación de cuentas anuales según la Ley de Sociedades de Capital, si bien no podrá formularlas abreviadamente. Adicionalmente, elaborará un informe de actividad de periodicidad semestral que contenga los datos esenciales de su actuación durante ese pe-

riodo, el grado de cumplimiento de su plan de negocio y las razones que expliquen las posibles desviaciones del mismo. El informe se remitirá al Banco de España y a la Comisión de Seguimiento, que podrán requerir que sea completado con la información adicional que consideren necesaria. La SAREB deberá facilitar al público en general la información legalmente requerida referida a sus cuentas anuales y al informe de actividad.

Los activos a transferir a la SAREB por las entidades de crédito consisten en los bienes inmuebles adjudicados cuyo valor contable neto de provisiones supere los cien mil euros, los préstamos a promotores inmobiliarios cuyo valor contable neto exceda de doscientos cincuenta mil euros y las participaciones en el capital de sociedades inmobiliarias que permitan ejercer el control conjunto o una influencia significativa sobre ellas. Asimismo, se faculta al FROB para ordenar la transferencia de créditos al consumo o a pymes, de préstamos hipotecarios residenciales y los activos cuyo deterioro ponga en riesgo la viabilidad de la entidad. El ejercicio de tal facultad requerirá un informe previo del Banco de España. En un principio, el valor de los activos totales transmitidos a la SAREB no será superior a 90 mil millones de euros, y se abre la posibilidad de ampliar esta limitación previo informe favorable del FROB.

La determinación del precio de transferencia de los activos adquiridos por la SAREB corresponde al Banco de España, que lo calcula con base en una estimación del valor económico de los activos y unos recortes adicionales⁴. La aplicación de estos ajustes adicionales hace que los precios de transferencia calculados para las adquisiciones de la SAREB no constituyan necesariamente una referencia válida para determinar el valor de los activos inmobiliarios de las entidades de crédito no participantes en esta segregación. El precio de transferencia medio estimado por el Banco de España es un 63% inferior al valor contable bruto para los activos adjudicados (mayor en el caso del suelo, del 79,5%, seguido por las promociones en curso, del 63,2%, y las viviendas terminadas, del 54,2%). En el caso de los préstamos inmobiliarios, el recorte medio es inferior, del 45,6%, con descuentos medios entre el 32,4%, para proyectos terminados, y el 53,6%, para créditos destinados al desarrollo de suelo urbano.

La rentabilidad sobre el capital (ROE) prevista durante la vida de la SAREB en un escenario conservador se estima en el 14% anual. La SAREB adquirió activos de las entidades del Grupo 1 con un valor contable bruto de 71 mil millones de euros, 54 mil millones en concepto de préstamos inmobiliarios y 17 mil millones en inmuebles adjudicados⁵. En contraprestación, las entidades cedentes recibieron títulos de deuda emitidos por la SAREB por importe de 37 mil millones de euros. La diferencia entre este importe, que refleja el valor efectivo o el precio de transferencia de los activos traspasados, y el valor contable bruto de los activos produjo un desfase patrimonial de 34 mil millones de euros, que fue cubierto por una inyección de capital público (a través del FROB) financiada, a su vez, mediante recursos aportados por el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), por un importe total de 37 mil millones de euros. El traspaso de estos activos, entre los que se encuentran préstamos inmobiliarios dudosos, tuvo su reflejo en un notable descenso del saldo de créditos dudosos del conjunto de entidades de crédito en el mes de diciembre y, por tanto, de la tasa de

morosidad. Así, este saldo se redujo en dicho mes en 24 mil millones de euros, hasta los 167 mil millones, y la tasa de morosidad disminuyó en un 1%, hasta el 10,4%.

- 1 La SAREB se crea mediante la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y su norma de desarrollo, el RD 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos.
- 2 La participación del Estado (a través del FROB) en el capital de la SAREB nunca podrá ser superior al 50%. En consecuencia, esta sociedad no se consolida como administración pública, ya que figura dentro de la categoría de institución financiera no monetaria, en el sector «Otros intermediarios financieros» donde se encuentran, por ejemplo, los fondos de titulización o las sociedades de valores.
- 3 Con el fin de recibir los activos problemáticos de las entidades del Grupo 1 (bancos nacionalizados) y del Grupo 2 (entidades con déficit de capital que reciben ayudas públicas pero siguen ostentando titularidad privada), la SAREB se dotó de fondos propios por 4.800 millones de euros, compuestos en un 25% por capital (1.200 millones de euros, un 55% aportado por inversores privados y el resto por el FROB) y deuda subordinada (3.600 millones de euros en bonos obligatoriamente convertibles en acciones, un 54% de los cuales se distribuyó entre inversores privados y el resto fue adquirido por el FROB). Los recursos propios captados equivalen al 9,4% del valor efectivo de los activos gestionados actualmente (51.000 millones de euros).
- 4 La estimación del valor económico de los activos toma como referencia el escenario base de la prueba de resistencia de la consultora Oliver Wyman finalizada en septiembre de 2012, que contemplaba un horizonte de valoración de dos años. El establecimiento de recortes viene justificado por la mayor duración del plan de negocio de la SAREB, de quince años, la volatilidad de mercado de los activos transferidos, los costes de explotación y financiación de los mismos, los descuentos asociados a la venta de carteras en bloque, los costes de ejecución, los costes de recuperación de los préstamos deteriorados y los gastos generales.
- 5 El valor contable bruto de los activos transferidos por las entidades del Grupo 2 a la SAREB en febrero de 2013 fue de 20 mil millones de euros. El valor de transferencia de dichos activos ascendió a 14 mil millones de euros. Su adquisición fue financiada mediante la emisión de deuda *senior* por parte de la SAREB.

El sistema financiero español, cuyo negocio continuó lastrado por el escaso dinamismo de la actividad doméstica, ha estado inmerso en un proceso de recapitalización y reestructuración, que se intensificó desde junio con la petición de asistencia financiera a la UE. Las entidades de crédito que presentaron las mayores necesidades de capital en las pruebas de resistencia realizadas en verano de 2012 segregaron a finales de año sus activos problemáticos a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, por un importe efectivo total cercano a 51 mil millones de euros (véase recuadro 1). De las necesidades de capital identificadas, 56 mil millones de euros en el escenario adverso, 39 mil millones de euros corresponden a ayudas públicas materializadas en la compra de acciones y deuda subordinada por el FROB⁹.

Las entidades de crédito españolas continúan inmersas en un intenso proceso de reestructuración,...

El saneamiento del sector impactó negativamente en la cuenta de resultados de las entidades durante 2012, como consecuencia de las pérdidas registradas por la constitución de provisiones para cubrir el deterioro de los activos (los financieros y, en menor medida, los no financieros). Así, el resultado antes de impuestos agregado de

...caracterizado por notables pérdidas por el deterioro de activos financieros y no financieros...

9 El resto de las medidas que completarían el volumen total de las necesidades de capital detectadas, entre las que destacan aquellas relacionadas con la gestión de instrumentos híbridos y de deuda subordinada o los esfuerzos privados en la captación de fondos, pueden consultarse en el informe del FMI *Spain: Financial Sector Reform – Second Progress Report*, de marzo de 2013.

las entidades de depósito en el conjunto de 2012 revelaba pérdidas cercanas a 85 mil millones de euros, a pesar de la leve mejoría del margen bruto, que ascendió a 59 mil millones frente a los 57 mil millones en 2011, y de la reducción de los gastos de explotación en dos mil millones de euros, hasta 27 mil millones. En 2013 es previsible una mejora gradual de la cuenta de resultados del sistema bancario español, como consecuencia de la segregación de los activos problemáticos de las entidades más débiles y de la recapitalización del sistema.

...y descensos pronunciados en la financiación a las empresas y a los hogares.

La financiación a los sectores no financieros del sector privado de la economía continuó descendiendo a lo largo de la segunda mitad de 2012 y principios de 2013 a tasas cada vez más elevadas¹⁰. En conjunto, dicha financiación retrocedía un 5,3% en términos interanuales en enero (-2,2% en enero de 2012), como consecuencia del descenso de la financiación a las sociedades no financieras (-6,3%) y, en menor medida, a los hogares (-3,7%). En términos absolutos, el saldo de financiación a estos sectores se ha reducido en 150 mil millones de euros a lo largo del último año. En la zona del euro, los datos más recientes revelan una cierta contracción del crédito en el segmento de empresas y de familias para consumo, aunque menos intensa que en España, e incluso una cierta expansión del crédito a familias para la adquisición de vivienda. La contracción en el crédito bancario a las sociedades no financieras españolas continúa viéndose aliviada parcialmente por la apelación a los mercados de capitales, particularmente los de renta fija. Así, el saldo vivo de valores de deuda aceleró su crecimiento interanual hasta el 13,5% en enero (en contraste con la caída interanual del 8,5% en el crédito bancario en ese mes).

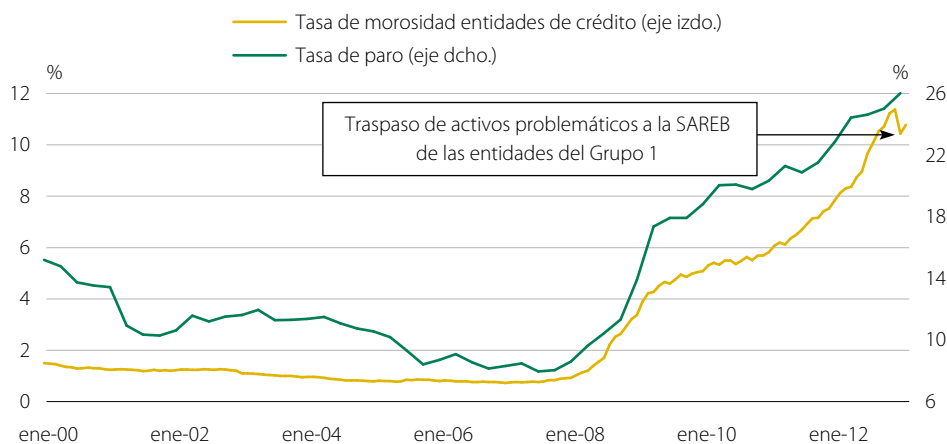
La tasa de morosidad de las entidades descendió un 1% en diciembre, hasta el 10,4%, por el inicio del traspaso de activos problemáticos a la SAREB.

La tasa de morosidad de las entidades de crédito repuntó en enero cuatro décimas hasta el 10,8%, tras el descenso del mes anterior como consecuencia del primer traspaso de activos problemáticos a la SAREB (véase gráfico 9). En aquel mes, la tasa de morosidad descendió hasta el 10,4% desde el 11,4% de noviembre, que supuso el valor máximo de la serie histórica disponible. Por finalidad de crédito, las tasas de morosidad asociadas a las actividades inmobiliarias y de construcción continuaron registrando los valores más altos a finales de 2012, del 29,6% y del 24,5%, respectivamente, tras un descenso de entre uno y dos puntos porcentuales en el último trimestre de aquel año como consecuencia del trasvase de este tipo de activos a la SAREB. Por su parte, la tasa de morosidad del resto de actividades productivas ascendió 1,2 p.p. en el mismo periodo, hasta el 8,7%. En cuanto a la ratio de morosidad de los hogares, esta aumentó hasta el 4,9% en diciembre de 2012 (4,4% en septiembre) debido principalmente al incremento en la mora de la financiación sin garantía hipotecaria (del 6,8% en septiembre hasta el 8,1% en diciembre) y, en menor medida, al aumento en la morosidad de los créditos con garantía hipotecaria (tres décimas en el cuarto trimestre de 2012, hasta el 4,3%).

10 Las cifras comentadas incluyen los préstamos transferidos a la SAREB. La absorción por esta sociedad de un saldo elevado de créditos al sector privado hace necesaria su inclusión en el análisis de la financiación de la economía.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta enero de 2013 para la tasa de morosidad y hasta diciembre de 2012 para la tasa de paro.

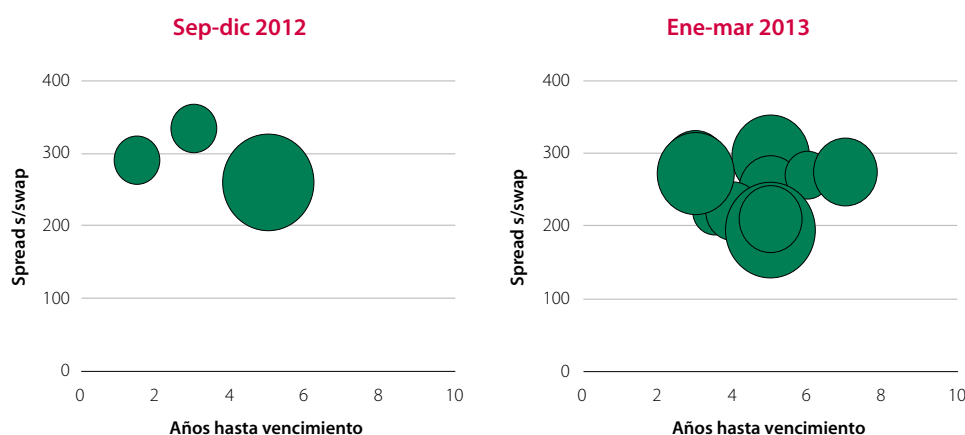
1 Sobre la población activa.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas empeoraron en la primera mitad de 2012 como consecuencia de las tensiones en los mercados financieros. Sin embargo, la posibilidad de realizar emisiones de deuda avaladas por el Estado y el incremento del recurso a la financiación del Eurosistema permitieron que dichas entidades pudieran afrontar sus necesidades de recursos con cierta normalidad. Además, en los últimos meses se ha observado una cierta reapertura en los mercados internacionales de deuda para las entidades más saneadas, que se ha traducido en un incremento notable en el número y el volumen de emisiones no aseguradas a un plazo mayor y un menor coste.

Las condiciones de financiación de las entidades de depósito han mejorado recientemente, si bien su dependencia del Eurosistema continúa siendo muy estrecha.

Emisiones de deuda de entidades financieras españolas¹

GRÁFICO 10



Fuente: Dealogic.

1 Bonos *senior* y cédulas hipotecarias. Emisiones a tipo de interés variable. El tamaño de la burbuja es proporcional al volumen de la emisión.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 45,4% en el conjunto de 2012 hasta los 12.646 millones de euros (véase cuadro 4), en línea con la debilidad de la actividad doméstica. Este comportamiento tuvo su

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras disminuyó un 45% en 2012...

origen en la fuerte disminución de los beneficios de las sociedades pertenecientes al sector del comercio y los servicios, de un 51% hasta los 4.632 millones de euros, y en el incremento de las pérdidas de las sociedades del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, que superaron los 5.100 millones de euros. El mejor comportamiento en términos relativos se observó en las empresas energéticas, cuyo beneficio apenas disminuyó un 3% en 2012. Los beneficios agregados de las empresas industriales pasaron de 2.767 millones de euros en 2011 a 2.467 millones en 2012.

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 4

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	2S11	2S12	2S11	2S12	2S11	2S12
Energía	26.643	27.949	17.144	17.588	10.741	10.421
Industria	6.716	7.237	4.455	4.845	2.767	2.467
Comercio y servicios	29.557	28.924	15.500	14.176	9.453	4.632
Construcción e inmobiliario	5.095	5.079	2.207	1.579	-166	-5.108
Ajustes	231	63	354	197	353	234
TOTAL AGREGADO	68.242	69.252	39.660	38.385	23.148	12.646

Fuente: CNMV.

1 Resultados acumulados en el año.

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

...y su endeudamiento lo hizo un 4,1% hasta los 296 mil millones de euros.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se redujo en 2012 un 4,1% hasta los 296.300 millones de euros, un 60% del cual se concentró en las empresas de la construcción y las inmobiliarias y un 37%, en las empresas energéticas (véase cuadro 5). La ratio de apalancamiento agregada se redujo ligeramente, al pasar de 1,44 a 1,40 entre 2011 y 2012. Por sectores, se observaron descensos de la ratio de apalancamiento en todos ellos salvo en el de la construcción y las actividades inmobiliarias. 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 mantuvo prácticamente estable en 4,3, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) tendió a empeorar entre 2011 y 2012. Este último indicador se deterioró en todos los sectores contemplados salvo en las empresas del sector industrial, si bien, en niveles, el indicador más reducido se observó en las empresas de la construcción y los servicios inmobiliarios.

Estabilización de la ratio de endeudamiento de los hogares y descenso de su patrimonio. Las notables desinversiones en depósitos, deuda y fondos de inversión de mediados de 2012 han tendido a atenuarse.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al tercer trimestre de 2012 apuntan a un mantenimiento de las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias en relación a la renta bruta disponible en niveles algo superiores al 120% y al 15%, respectivamente. La estabilidad de estos cocientes se debió a la disminución del crédito de los hogares y de sus ingresos en proporciones similares. Por su parte, continuó reduciéndose la riqueza neta de las familias, como consecuencia de la pérdida de valor de sus activos inmobiliarios. En relación

a las decisiones de inversión de los hogares, cabe señalar la intensificación de sus desinversiones financieras, que en el tercer trimestre de 2012 ascendían al 0,9% del PIB¹¹. Las mayores desinversiones se produjeron en los depósitos a plazo, en los instrumentos de renta fija y en los fondos de inversión. Este comportamiento, que contrasta notablemente con el carácter tradicionalmente inversor de los hogares españoles (véase gráfico 11), parece haberse atenuado en los últimos meses de 2012, a la vista de la recuperación de los depósitos bancarios.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 5

Millones de euros		2008	2009	2010	2011	2012
Energía	Deudas	82.608	100.572	98.283	95.853	91.233
	Deudas/patrimonio	0,89	1,08	0,95	0,92	0,85
	Deudas/EBITDA ¹	2,82	3,46	2,81	3,27	3,26
	EBIT ² /carga financiera	3,67	3,38	4,15	3,30	3,14
Industria	Deudas	15.645	15.953	14.948	17.586	16.836
	Deudas/patrimonio	0,69	0,69	0,58	0,63	0,62
	Deudas/EBITDA	2,71	3,05	2,11	2,54	2,33
	EBIT/carga financiera	3,41	3,15	5,00	3,90	3,98
Construcción e inmobiliario	Deudas	119.788	104.762	99.917	83.716	76.213
	Deudas/patrimonio	3,77	4,08	3,42	2,98	3,50
	Deudas/EBITDA	31,87	22,48	11,18	15,00	15,01
	EBIT/carga financiera	0,01	0,31	0,98	0,52	0,33
Comercio y servicios	Deudas	112.322	108.579	115.413	113.142	113.466
	Deudas/patrimonio	2,14	1,78	1,60	2,01	1,99
	Deudas/EBITDA	3,58	3,70	3,38	3,78	3,92
	EBIT/carga financiera	2,86	3,28	3,94	2,45	2,06
Ajustes ³		-20.802	-1.908	-1.792	-1.404	-1.378
TOTAL AGREGADO	Deudas	309.561	327.958	326.769	308.893	296.320
	Deudas/patrimonio	1,63	1,63	1,43	1,44	1,40
	Deudas/EBITDA	4,63	4,82	3,84	4,29	4,28
	EBIT/carga financiera	2,01	2,42	3,12	2,30	2,09

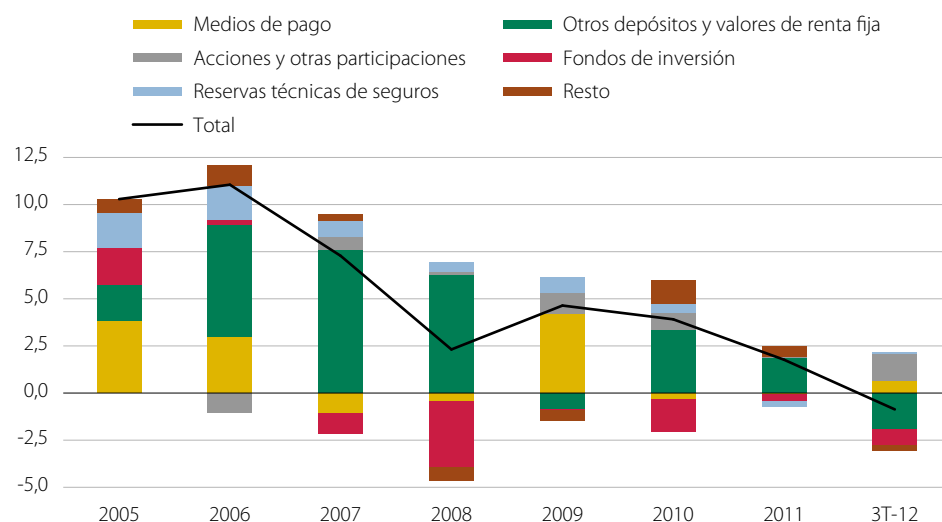
Fuente: CNMV.

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.

11 Datos acumulados de cuatro trimestres.



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

2.3 Perspectivas

El FMI pronostica un crecimiento mundial del 3,5% en 2013 y del 4,1% en 2014...

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en enero, revelan que el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,5% en 2013 y al 4,1% en 2014, retomando un ritmo similar al de 2011. La actividad de las economías avanzadas aumentaría un 1,4% este año, una tasa similar a la de 2012, y un 2,2% en 2014, mientras que la de las economías emergentes avanzaría un 5,5% este ejercicio y cerca de un 6% en 2014, algo por debajo del 6,3% de 2011.

...en un escenario amenazado por la posibilidad de reanudación de las tensiones en los mercados de deuda soberana y por los retos en materia fiscal en las economías más relevantes.

Los principales riesgos que se ciernen sobre estas previsiones continúan siendo a la baja, a pesar del mejor tono presente en los mercados financieros internacionales. En Europa aún no se pueden descartar nuevos episodios de turbulencias asociados a la crisis de deuda soberana, lo que pone de manifiesto la necesidad de finalizar el saneamiento del sistema financiero de la zona y de avanzar en aquellos proyectos integradores a escala europea, tales como la unión bancaria y fiscal. La necesidad de consolidación fiscal continúa siendo un reto de medio y largo plazo que no afecta solo a las economías europeas, sino también a otras avanzadas como EEUU o Japón. Por su parte, los riesgos que afrontan las economías emergentes son de diferente naturaleza, si bien, en términos generales, se puede afirmar que la tarea más importante para la mayoría de ellas está relacionada con la adopción de políticas económicas que logren un modelo de crecimiento más equilibrado en relación a la posible generación de desequilibrios internos y a la exposición a *shocks* en la demanda global.

En España, se mantendrá la atonía de la actividad en los próximos trimestres, en un marco caracterizado por un intenso ajuste fiscal y por la reestructuración del sistema bancario.

En cuanto a la economía española, las previsiones del FMI correspondientes al mes de enero apuntaban a un descenso de la actividad del 1,5% en 2013 y a un incremento de la misma del 0,8% en 2014. Estas cifras suponen una revisión ligeramente a la baja en relación a las previsiones publicadas anteriormente, en octubre. A pesar de la mejoría de las condiciones presentes en los mercados financieros domésticos observada en los últimos meses, el grado de incertidumbre que rodea el escenario macroeconómico previsto continúa siendo muy elevado, como consecuencia de la

prolongada debilidad del mercado laboral doméstico y de la necesidad de finalizar diversos ajustes en la economía (sector inmobiliario, sector financiero, proceso de desapalancamiento, etc.). En general, el proceso de reforma y reestructuración del sistema bancario español, junto con la adopción de medidas de carácter menos contractivo en un marco de mantenimiento del compromiso de ajuste fiscal, son factores que pueden reducir estos riesgos a la baja.

**Recuadro 2: «El sistema bancario en la sombra:
últimas recomendaciones del FSB»**

El sistema bancario en la sombra, más conocido como *shadow banking*, ha sido definido como el sistema de intermediación financiera conformado por las entidades y las actividades que están fuera del sistema bancario tradicional. Este tipo de intermediación puede tener efectos muy positivos para la economía, ya que amplía el conjunto de posibilidades de inversión y de financiación de los agentes. Sin embargo, tal y como la crisis reciente ha puesto de manifiesto, la operativa y el elevado volumen de las transacciones realizadas por algunas entidades han puesto en riesgo la estabilidad financiera del sistema, de forma análoga a como lo ha hecho el sistema bancario tradicional. El incremento del riesgo sistémico asociado al *shadow banking* tuvo su origen tanto en la actividad directa de este sistema como en la indirecta, a través de las conexiones con el sistema bancario. A pesar de ello, el *shadow banking* no ha constituido uno de los focos centrales de la regulación prudencial, por lo que no ha estado sujeto a los mismos controles y requisitos que las entidades y transacciones llevadas a cabo en el ámbito bancario tradicional.

Tras las peticiones realizadas por el G-20 en las cumbres de Seúl (2010) y Cannes (2011), el Financial Stability Board, con la colaboración de otros organismos internacionales, está elaborando un conjunto de recomendaciones en el ámbito de la regulación y la supervisión de esta actividad con el fin de evitar y/o minimizar los riesgos identificados. En este contexto, el FSB ha identificado cinco áreas que, con base en la experiencia reciente, se consideran claves para mitigar el riesgo sistémico asociado al sistema bancario en la sombra. Estas áreas son las siguientes:

- i. La mitigación de las repercusiones que puede tener el *shadow banking* sobre el sistema bancario tradicional.
- ii. La reducción de la fragilidad de los fondos del mercado monetario (MMF, en sus siglas en inglés), ante los incrementos masivos de los reembolsos.
- iii. La valoración y la reducción del riesgo sistémico causado por otras entidades diferentes de los fondos del mercado monetario que operan dentro del sistema bancario en la sombra.
- iv. La valoración y la alineación de los incentivos asociados a la titulización.
- v. La eliminación de los riesgos e incentivos procíclicos asociados a las operaciones de financiación con garantías, esencialmente los repos y el préstamo de valores.

El análisis de estas cinco áreas de interés por parte de diferentes instituciones ha desembocado en la publicación de varios informes. Por una parte, el 18 de noviembre de 2012, el FSB publicó dos documentos a consulta¹ con una serie de recomendaciones relativas a la regulación de las entidades que conforman el sistema bancario en la sombra (apartado iii) y a las operaciones de préstamo de valores y repos (apartado v). Por su parte, IOSCO publicó en octubre y noviembre del último año sus recomendaciones finales en relación a las áreas ii (fondos monetarios) y iv (titulización²), respectivamente, mientras que el Comité de Basilea para la supervisión bancaria (BCBS, en sus siglas en inglés) está trabajando en el desarrollo de recomendaciones en el ámbito del apartado i, que serán publicadas a mediados del presente año.

En relación a las actividades relacionadas con la titulización, el documento de IOSCO, después de efectuar una consulta a los distintos agentes implicados, realiza una serie de recomendaciones con el objetivo de alinear los incentivos entre los distintos agentes implicados, aumentar la confianza en este tipo de mercados y eliminar en la medida de lo posible los impedimentos a la actividad transfronteriza. Para ello, establece como medida adecuada el requisito de retención del riesgo por parte del originador, que ya es obligatoria en muchas jurisdicciones, y recomienda aumentar y mejorar la publicación de información mediante, por ejemplo, tests de estrés periódicos a los activos subyacentes, así como promover la estandarización de este tipo de productos, siguiendo las iniciativas promovidas por la propia industria.

IOSCO también ha publicado una serie de recomendaciones para mejorar el funcionamiento de los fondos del mercado monetario, especialmente en relación a los problemas que han experimentado en momentos de retiradas masivas de fondos, como ha sucedido en los últimos años. En primer lugar se establece la necesidad de que estos fondos estén catalogados dentro de las instituciones de inversión colectiva, debiendo cumplir, por tanto, toda la legislación correspondiente a dichas instituciones. Además, se recomienda a las autoridades que se encarguen de que los fondos del mercado monetario estén obligados a valorar sus activos a precio de mercado (frente al de coste amortizado) y a disponer de un mínimo de activos líquidos para poder satisfacer posibles reembolsos y evitar las ventas forzadas.

En su documento relacionado con las entidades diferentes de los fondos del mercado monetario que conforman el *shadow banking*, el FSB plantea una clasificación de las entidades sobre la base de un marco de cinco funciones económicas predefinidas (no por su forma o nombre «legal»), debiendo las autoridades correspondientes establecer una serie de obligaciones y requisitos a las entidades según pertenezcan a uno u otro grupo. Todas las políticas llevadas a cabo deberán, si es necesario, ser reformuladas para una aplicación consistente entre las diferentes jurisdicciones.

Los riesgos planteados por el mercado de préstamo de valores y repos también han sido analizados por parte del FSB, que ha establecido una serie de recomendaciones para mejorar su funcionamiento. Dichas recomendaciones se basan esencialmente en el aumento de la transparencia, estableciendo obligaciones de

publicación de datos por parte de los distintos agentes implicados; en el cambio de regulación de ciertos aspectos, esencialmente en los *haircuts* aplicados a las transacciones, que deberían basarse en el riesgo a largo plazo y podrían introducir suelos en el caso de observarse un posible riesgo de prociclicidad; y en aspectos estructurales de estos mercados, como un mayor uso de las cámaras de contrapartida central y la adopción de cambios en la ley de bancarrota dada su dificultad de implementación.

Según el calendario previsto por el FSB, la publicación del documento completo con las recomendaciones definitivas relativas a las cinco áreas de interés está prevista para septiembre de este año.

- 1 *A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities* (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118a.pdf) y *Policy Recommendations to Address Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos* (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_121118b.pdf).
- 2 *Policy Recommendations for Money Market Funds* (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD392.pdf>) y *Global Developments in Securitisation Regulation* (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD394.pdf>).

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados domésticos de renta variable iniciaron un periodo de fuertes revalorizaciones en sus cotizaciones desde finales de julio de 2012, tras el anuncio del BCE de nuevas medidas orientadas a mantener la estabilidad financiera de la zona del euro que mitigaban, al menos parcialmente, el potencial impacto negativo asociado a la consecución del proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero doméstico. En el primer trimestre de 2013, los precios de las acciones continuaron creciendo, aunque su evolución estuvo condicionada por un cierto aumento de la incertidumbre política, particularmente en Italia. En estos meses se observó, además, una mejoría notable de las condiciones de liquidez del mercado y unos niveles de volatilidad reducidos, en un marco en el que los volúmenes de contratación continuaron siendo similares a los mínimos observados desde el inicio de la crisis. A su vez, la relajación de las tensiones en los mercados financieros permitió el levantamiento, el 1 de febrero de 2013, de la prohibición relacionada con la operativa de ventas en corto en vigor desde el 23 de julio de 2012¹².

Notable incremento de las cotizaciones bursátiles desde finales de julio de 2012, acompañado de una mejoría de la liquidez y un descenso de la volatilidad del mercado. Los volúmenes contratados siguieron siendo reducidos.

Así, el Ibex 35 se revalorizó un 5,5% en el primer trimestre del año, tras el fuerte repunte del segundo semestre de 2012 que, no obstante, no pudo compensar el retroceso de los primeros meses, dejando una caída anual del Ibex 35 en 2012 del 4,7% (véase cuadro 6). En cuanto a los índices bursátiles referidos a las empresas de mediana y pequeña capitalización, que experimentaron una evolución contrapuesta durante 2012, se observó un avance en ambos en los primeros meses de 2013, mayor

El repunte de las cotizaciones se prolongó en el primer trimestre de 2013 en la mayoría de los índices de renta variable domésticos...

12 Para más información véase <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={41e79f71-3fe9-48a7-8bee-a679032dd6cd}>

en el caso de las empresas de pequeña capitalización. De este modo, en el primer trimestre del año estos índices aumentaban el 5,7% y el 11,9%, respectivamente (aumento del 13,8% y caída del 24,4%, respectivamente, en 2012). Los índices referentes a los valores latinoamericanos negociados en los mercados bursátiles domésticos presentaban una evolución dispar durante el primer trimestre de 2012, que se reflejó en un descenso del 2% en el FTSE Latibex All-Share y en un avance del 4,6% en el FTSE Latibex Top, tras caídas del 10,7% y del 2,6%, respectivamente, en 2012.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 6

Índices	2009	2010	2011	2012	III-12 ¹	IV-12 ¹	I-13 (hasta el 15 de marzo)		
							% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	8,5	6,0	5,5	5,5	2,3
Madrid	27,2	-19,2	-14,6	-3,8	8,2	6,1	5,7	5,7	2,7
Ibex Medium Cap	13,8	-5,6	-20,7	13,8	4,0	12,6	5,7	5,7	10,1
Ibex Small Cap	17,6	-18,3	-25,1	-24,4	11,0	-6,0	11,9	11,9	-10,7
FTSE Latibex All-Share	97,2	9,0	-23,3	-10,7	2,6	-6,7	-2,0	-2,0	-21,1
FTSE Latibex Top	79,3	9,7	-17,1	-2,6	-1,2	-2,9	4,6	4,6	-11,6
Sectores²									
Servicios financieros e inmobiliarios	47,3	-31,7	-18,9	-4,7	11,5	5,4	3,6	3,6	-2,1
Banca	50,0	-33,1	-20,3	-4,8	11,2	5,0	3,3	3,3	-2,5
Seguros	18,9	-26,4	12,5	-2,0	27,8	8,5	17,9	17,9	10,3
Inmobiliarias y otros	-31,8	-53,3	-47,5	-14,4	36,5	31,7	-3,0	-3,0	0,3
Petróleo y energía	-2,7	-8,6	-2,7	-16,0	5,8	10,6	6,7	6,7	-0,3
Petróleo	12,4	10,2	14,9	-35,4	19,4	1,6	11,9	11,9	-10,5
Electricidad y gas	-8,4	-14,2	-10,8	-5,4	0,1	15,2	4,5	4,5	4,0
Mat. básicos, industria y construcción	22,5	-15,2	-14,3	-8,0	4,6	8,8	3,6	3,6	-2,9
Construcción	17,7	-14,9	-6,9	-9,3	4,0	14,6	3,0	3,0	-1,6
Fabricación y montaje de bienes de equipo	9,9	-29,2	-12,2	-8,8	4,7	6,7	2,1	2,1	-0,4
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	36,4	-9,1	-33,7	-8,7	-0,6	3,2	-2,7	-2,7	-18,8
Ingeniería y otros	92,7	-0,1	-29,0	3,8	14,5	-4,8	5,2	5,2	2,1
Tecnología y telecomunicaciones	22,8	-12,8	-20,9	-18,3	1,1	-0,3	11,5	11,5	-5,7
Telecomunicaciones y otros	23,3	-12,8	-20,8	-23,0	0,1	-1,5	12,4	12,4	-9,1
Electrónica y <i>software</i>	3,0	-12,0	-21,3	39,4	7,7	7,9	6,0	6,0	29,6
Bienes de consumo	26,3	17,0	5,7	55,6	16,5	9,1	-0,2	-0,2	40,3
Textil, vestido y calzado	38,3	28,6	12,7	66,2	18,5	9,1	-3,0	-3,0	45,4
Alimentación y bebidas	7,0	25,3	-6,3	25,0	7,0	12,2	-4,1	-4,1	12,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,5	-22,2	-7,3	68,3	23,1	4,4	14,8	14,8	60,6
Servicios de consumo	32,3	-0,1	-24,2	12,7	2,4	13,0	17,5	17,5	19,0
Autopistas y aparcamientos	36,2	-10,1	-3,7	5,7	7,6	8,5	8,0	8,0	8,8
Transporte y distribución	3,8	55,3	-34,9	29,7	-4,9	20,2	40,2	40,2	49,8

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

En relación a la evolución de las cotizaciones por sector, en el primer trimestre del año el sector más dinámico fue el de servicios de consumo (17,5%, tras avanzar un 12,7% en 2012), seguido de tecnología y telecomunicaciones (11,5%, en contraste con la caída del 18,3% en 2012), petróleo y energía (6,7%, frente al descenso del 16% en 2012), materiales básicos, industria y construcción y servicios financieros e inmobiliarios (ambos sectores avanzaron un 3,6%, frente a sendos retrocesos en 2012 del 8% y del 4,7%). El sector de bienes de consumo fue el único que experimentó un descenso durante el primer trimestre del año, si bien fue muy leve (del 0,2%, en contraste con un aumento del 55,6% en 2012). Un mayor nivel de detalle revela que los subsectores que registraron mayores crecimientos en el primer trimestre de 2013 correspondieron a transporte y distribución (dentro del sector de servicios de consumo), seguros (sector de servicios financieros e inmobiliarios), productos farmacéuticos y biotecnología (sector de bienes de consumo), telecomunicaciones y otros (sector de tecnología y telecomunicaciones) y petróleo (sector de petróleo y energía), con avances que oscilaron entre el 11% y el 41%. La mayoría de los subsectores contemplados presentaron revalorizaciones en el primer trimestre de 2013, con excepción de los subsectores de alimentación y bebidas y de textil, vestido y calzado (dentro del sector de bienes de consumo), inmobiliarias y otros (sector de servicios financieros e inmobiliarios) y minerales, metales y transformación de productos metálicos (sector de materiales básicos, industria y construcción). No obstante, todas las caídas de los anteriores subsectores fueron inferiores al 5%.

...y de los sectores.

En los primeros meses de 2013, la ratio entre el precio y los beneficios por acción¹³ (PER) del Ibex 35 moderaba el avance experimentado durante el segundo semestre de 2012, producido como consecuencia del fuerte repunte de los precios desde el tercer trimestre de 2012 y, en menor medida, de la caída en los beneficios esperados. El modesto avance del PER de la bolsa española en el primer trimestre del año estuvo en línea con la evolución de los PER de las bolsas de las principales economías avanzadas, manteniendo la posición intermedia entre los PER de estos índices en la que se situó desde el tercer trimestre de 2012. Así, el PER del Ibex 35 ascendía a 12,1 en marzo, ligeramente por encima del 11,7 de finales de 2012 y notablemente superior a los niveles de cierre de 2011 (9,2).

La ratio PER del Ibex 35 se incrementó con menos intensidad en los primeros meses de 2013...

El *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, se mantuvo relativamente estable desde el último trimestre de 2012, después del notable descenso registrado en el tercer trimestre de 2012, en el cual los movimientos al alza en el PER y a la baja en la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo fueron más intensos. Como consecuencia de estas variaciones, este indicador se situaba en 3,4 a mediados de marzo, ligeramente por encima de los valores de finales de 2012 (3,3) y considerablemente por debajo de los de junio de aquel año (5,2). Con todo, este indicador se situaba cerca del valor promedio histórico desde 1999 (3,2).

...mientras que el earning yield gap se estabilizó, tras el fuerte descenso que mostró en el tercer trimestre de 2012.

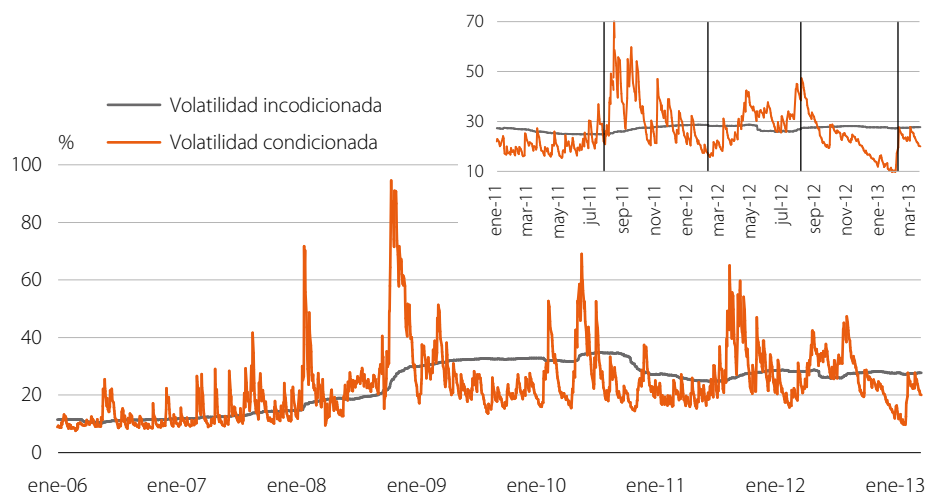
La volatilidad del Ibex 35, que había descendido notablemente desde el máximo alcanzado a finales de julio de 2012 (próximo al 50%) hasta finales de año, mostró un comportamiento algo más errático en los primeros meses de 2013, pero se mantuvo en niveles reducidos en términos históricos (ligeramente por encima del 20%).

Fuerte descenso de la volatilidad del mercado desde los máximos de mediados de 2012...

13 Según los beneficios previstos a un año.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 12



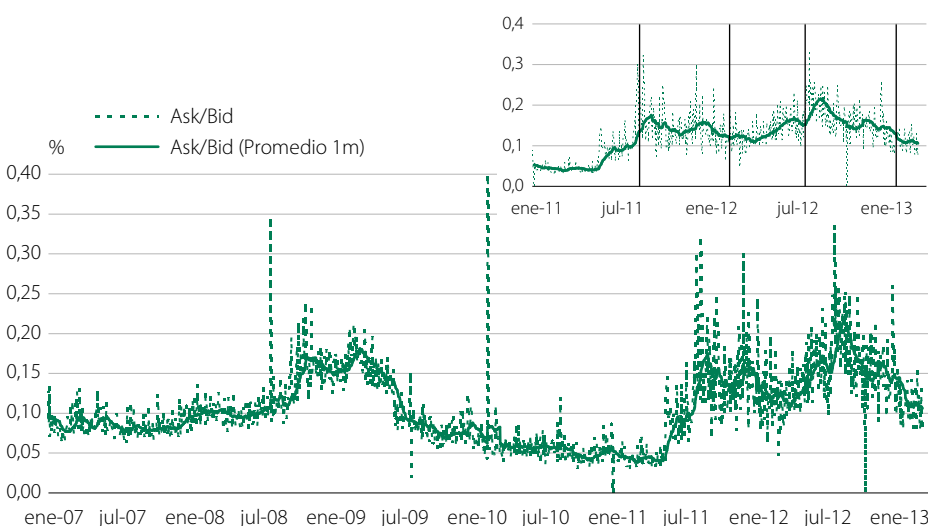
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva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

...y mejora notable de la liquidez.

En el primer trimestre de 2013, se reanudó la tendencia de mejora en las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el diferencial entre precios de compra y venta (*bid-ask spread*), que tuvo lugar en los meses de septiembre y octubre de 2012 y que se interrumpió durante los dos últimos meses de aquel año, como muestra la relativa estabilidad de este indicador en dicho periodo (véase gráfico 13). Así, esta magnitud se situaba en el 0,11% en marzo, desde el 0,15% de finales de 2012 y el 0,21% en agosto del mismo año, e igualaba el valor promedio de la serie histórica disponible desde 2003.

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 13



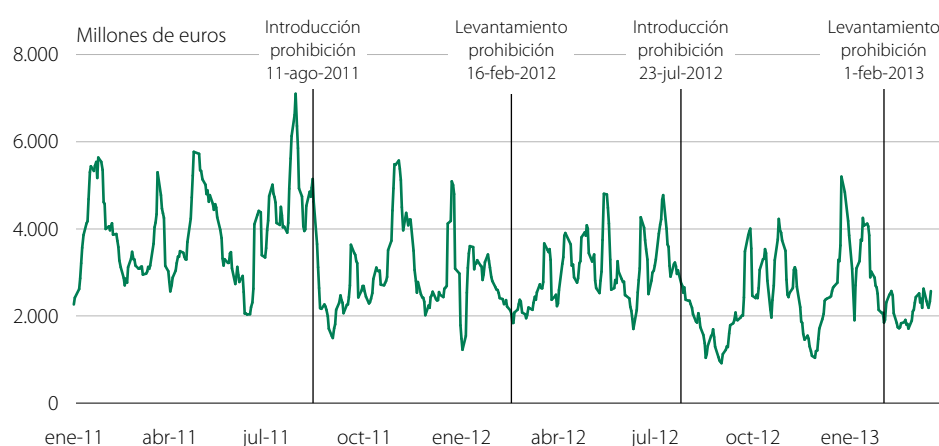
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva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

La contratación del mercado bursátil nacional en los tres primeros meses de 2013 (hasta el 15 de marzo) alcanzó los 138.674 millones de euros, un 4,3% menos que en el periodo análogo del año anterior (véase cuadro 7). La contratación media diaria ascendió a 2.616 millones en el primer trimestre del año, por encima del nivel promedio del segundo semestre de 2012 (2.261 millones) y por debajo del registrado en el primer semestre de aquel año (2.964 millones). Como ilustra el gráfico 14, tras la introducción de restricciones a la operativa de ventas en corto, se observa una caída en los volúmenes de contratación en un periodo cercano a las veinte sesiones hábiles, frente al aumento de la contratación que tuvo lugar en las siete sesiones hábiles posteriores a su levantamiento¹⁴. No obstante, los volúmenes de contratación en los mercados de renta variable domésticos en el primer trimestre de 2013 continuaban en niveles mínimos desde el inicio de la crisis¹⁵.

Los volúmenes de contratación en el mercado de renta variable continúan siendo muy reducidos en términos históricos.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 14



Fuente: CNMV. Datos hasta el 15 de marzo de 2013.

¹ Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 4.988 millones de euros en los tres primeros meses de 2013, importe un 57% superior al volumen emitido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 8). El capital captado en el periodo transcurrido de 2013 está condicionado por una gran operación de saneamiento de una entidad de crédito efectuada por el FROB previamente a su venta a un tercero, en contraste con las emisiones realizadas en el mismo periodo del año anterior, que tuvieron su origen en la fusión por absorción de una entidad de crédito sobre otra (36% del total en ese periodo), en la ampliación de capital de un banco mediano (28%) y en una oferta de suscripción de acciones dirigida a titulares de determinadas emisiones de participaciones preferentes y de deuda subordinada efectuadas por otro banco mediano (27%).

Las emisiones de renta variable han aumentado de forma notable en el primer trimestre de 2013 debido a las operaciones relacionadas con el proceso de saneamiento del sistema financiero.

¹⁴ Para un análisis más detallado del impacto derivado de las restricciones a las ventas en corto que ha tenido lugar desde 2011 sobre las acciones cotizadas en la zona del euro, véase el artículo de este Boletín Trimestral con el título «Estudio empírico sobre las prohibiciones de las ventas en corto en Europa en 2011 y 2012», de Carlos Aparicio Roqueiro.

¹⁵ Tomando en consideración volúmenes medios diarios en el año, este mínimo corresponde al año 2012 (2.607 millones de euros), frente a los volúmenes superiores registrados desde 2008 hasta 2011 (4.895 millones en 2008, 3.489 millones en 2009, 4.052 millones en 2010 y 3.616 millones en 2011).

Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2009	2010	2011	2012	III-12	IV-12	I-13 ¹
Total bolsas	886.135	1.037.284	925.667	667.443	153.483	138.303	138.674
Mercado continuo	880.544	1.032.447	920.879	663.076	152.438	137.463	137.516
Corros	73	165	48	40	8	8	5
de los que SICAV ²	20	8	6	0	0	0	0
MAB ³	5.080	4.148	4.380	4.025	947	755	1.070
Segundo mercado	3	3	2	0	0	0	0
Latibex	435	521	358	302	90	77	84

Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)

	64,5	75,3	81,3	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 15 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 venta¹

CUADRO 8

	2009	2010	2011	2012	III-12	IV-12	I-13 ²
IMPORTES EFECTIVOS³ (millones de euros)	11.391	16.017	17.146	21.142	5.695	6.962	4.988
Ampliaciones de capital	11.389	15.407	17.019	19.911	5.291	6.186	4.988
De ellas, mediante OPS	17	959	6.239	2.457	75	0	0
Tramo nacional	15	62	5.827	2.457	75	0	0
Tramo internacional	2	897	412	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	610	127	1.231	405	776	0
Tramo nacional	2	79	125	1.231	405	776	0
Tramo internacional	0	530	2	0	0	0	0
NÚMERO DE EXPEDIENTES⁴	53	69	92	105	27	30	26
Ampliaciones de capital	53	67	91	103	26	29	26
De ellas, mediante OPS	2	12	8	7	1	0	0
De ellas, liberadas	11	15	22	22	10	4	9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	2	3	1	1	0

Fuente: CNMV.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.

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 3: «Modificación de la normativa en materia de folletos y requisitos de transparencia exigibles a los emisores de valores»

El 31 de diciembre de 2012 se publicó el Real Decreto 1698/2012, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folletos y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores. De este modo se terminan de trasponer las disposiciones recogidas en la Directiva 2010/73/UE y que hasta la fecha habían sido introducidas en la legislación española tan solo parcialmente. Tal y como el propio legislador manifiesta en el preámbulo del nuevo real decreto, se persigue reducir las cargas administrativas conexas a la publicación de un folleto informativo, al tiempo que modernizar y mejorar algunas cuestiones del régimen aplicable a dichos folletos.

En concreto, las novedades más relevantes introducidas son las siguientes:

- Se actualizan algunos de los parámetros de consideración de oferta pública de venta de valores, de modo que con la nueva legislación quedan exceptuados de la obligación de elaborar un folleto informativo las ventas de valores en los casos siguientes:
 - a) Cuando el valor nominal unitario o el importe mínimo de suscripción sea mayor o igual a 100.000 euros (anteriormente, 50 mil euros).
 - b) Cuando el número de personas a las que vaya dirigida la venta de valores sea menor o igual a 150 (anteriormente, 100 personas).
 - c) Cuando el importe total de la oferta sea igual o inferior a cinco millones de euros (anteriormente, 2.500.000 euros), considerando un periodo total de doce meses.
- En el caso de reventas posteriores de valores a través de intermediarios financieros, no se exigirá otro folleto informativo cuando ya exista un folleto válido y el emisor o la persona responsable de la elaboración de dicho folleto haya autorizado su uso mediante consentimiento escrito.
- La vigencia de un folleto informativo comenzará con el registro del mismo en la CNMV, en vez de en el momento de su publicación. Así mismo, se introduce la obligación de publicar el folleto en formato electrónico en la página web del emisor.
- Se introduce el concepto de información fundamental, definida como la información esencial y correctamente estructurada que ha de facilitarse a los inversores para que puedan comprender la naturaleza y los riesgos inherentes al emisor, el garante y los valores que se les ofrecen o que van a ser admitidos a negociación en un mercado regulado. Asimismo, se modifica la definición de inversor cualificado para unificarla con lo establecido en otras legislaciones, en concreto con la definición de inversor profesional recogida en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID).
- Existen varias disposiciones que se refieren al resumen de los folletos informativos. En primer lugar, se introduce un formato específico, armonizado

con el resto de los países europeos, para la elaboración de este documento, el cual deberá contener, en todo caso, la información fundamental mencionada anteriormente. En segundo lugar, no será necesaria la elaboración del resumen en las admisiones a negociación de valores no participativos con importe nominal unitario superior a cien mil euros. Por último, la persona que solicita la admisión a negociación de valores en mercados secundarios españoles deberá traducir al castellano el resumen cuando el folleto informativo no esté redactado en este idioma.

- Hay dos novedades que afectan a las condiciones finales elaboradas al amparo de folletos de base. Por un lado se clarifica el tratamiento de las condiciones finales en los folletos con pasaporte comunitario, estableciéndose la obligación de comunicación de las mismas a las autoridades del Estado miembro de acogida. Por otro lado, se exige a los pagarés con plazo de vencimiento inferior a doce meses de la obligación de presentar condiciones finales con cada una de las ofertas o admisiones a negociación.

Finalmente, cabe mencionar que la reforma de la legislación aplicable a folletos de ofertas públicas y admisión a negociación se completa con la aplicación del Reglamento de la Comisión Europea 486/2012, de 30 de marzo de 2012, que modifica el Reglamento de Folletos y que está en vigor desde el 1 de julio del año pasado. Entre las novedades incluidas en dicho Reglamento cabe mencionar la introducción de un modelo simplificado de folleto para ciertas operaciones y del modelo normalizado de condiciones finales.

3.2 Los mercados de renta fija

Descenso sustancial de las tensiones en los mercados de deuda domésticos a lo largo de los últimos meses,...

Las tensiones presentes en los mercados de deuda domésticos, que fueron sustanciales en los meses centrales de 2012, se han relajado sensiblemente desde el tercer trimestre del año, como consecuencia del anuncio del BCE de un nuevo programa de compra de deuda soberana europea en los mercados secundarios¹⁶, de los avances en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español y del esfuerzo en materia de consolidación fiscal. El descenso de la incertidumbre de los agentes ha dado lugar a: (i) caídas significativas en los tipos de interés de los instrumentos de renta fija del sector público y privado de la economía, (ii) disminuciones sustanciales de las primas de riesgo de crédito de estos sectores, (iii) fuertes aumentos de la contratación de deuda pública en los mercados secundarios y (iv) notable incremento de la proporción de deuda del Estado en manos de no residentes. También se ha observado una desvinculación notable entre la evolución de los precios de los instrumentos financieros emitidos por el sector público y aquellos emitidos por el sector bancario.

...que ha permitido una reducción significativa de los tipos de interés del sector público y privado a corto plazo...

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que finalizaban el año en niveles del 1,1%, el 1,7% y el 2,2% en los plazos de tres, seis y doce meses,

¹⁶ Este programa de compra de deuda soberana (denominado en inglés *outright monetary transactions*, OMT) tiene como objetivo la deuda con vencimiento en el tramo corto de la curva (entre uno y tres años) y exige previamente la petición de asistencia financiera por parte del Gobierno a los mecanismos europeos habilitados a tal efecto (véase http://www.ecb.int/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).

respectivamente, prosiguieron a la baja en el primer trimestre de 2013 hasta situarse en el 0,3%, el 0,9% y el 1,4% en el promedio mensual de marzo (véase cuadro 9). La caída de los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo, que en el segundo semestre de 2012 fue muy intensa en el plazo de doce meses, fue relativamente homogénea entre los diferentes plazos a lo largo del primer trimestre de 2013, al oscilar entre los 76 p.b. y los 88 p.b. Por su parte, los tipos de interés de los pagarés, que se habían mantenido relativamente estables a lo largo del último trimestre de 2012, mostraron fuertes descensos en los primeros meses de 2013, que oscilaron entre los 138 p.b. en el plazo de tres meses y los 190 p.b. en el plazo de doce meses.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13 ³
Letras del Tesoro						
3 meses	1,60	2,20	1,14	0,93	1,14	0,33
6 meses	2,71	3,47	1,68	1,74	1,68	0,92
12 meses	3,09	3,27	2,23	2,52	2,23	1,35
Pagarés de empresa²						
3 meses	1,37	2,74	2,83	2,85	2,83	1,45
6 meses	2,52	3,52	3,58	3,56	3,58	1,75
12 meses	3,04	3,77	3,80	3,69	3,80	1,90

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 15 de marzo.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que en los momentos de mayor tensión en los mercados en julio del año anterior superaron ampliamente el 7%, descendieron sustancialmente desde entonces. Como se observa en el cuadro 10, el promedio de marzo de los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 2,8%, el 3,6% y el 4,9%, respectivamente, unos niveles notablemente inferiores a los registrados a finales de 2010, 2011 y 2012. Esta evolución fue paralela a la experimentada por las rentabilidades de la renta privada a largo plazo, que se situaban en marzo en el 3,2%, el 4,1% y el 6,8% en los plazos de tres, cinco y diez años, valores inferiores en 270 p.b. a los máximos registrados en la parte central de 2012.

...a largo plazo...

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13 ²
Renta fija pública						
3 años	3,87	4,01	3,40	3,88	3,40	2,78
5 años	4,65	4,65	4,22	4,84	4,22	3,60
10 años	5,38	5,50	5,33	5,92	5,33	4,90
Renta fija privada						
3 años	4,31	5,63	3,76	5,32	3,76	3,19
5 años	5,44	6,35	4,71	6,47	4,71	4,07
10 años	6,42	9,24	7,70	9,13	7,70	6,79

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

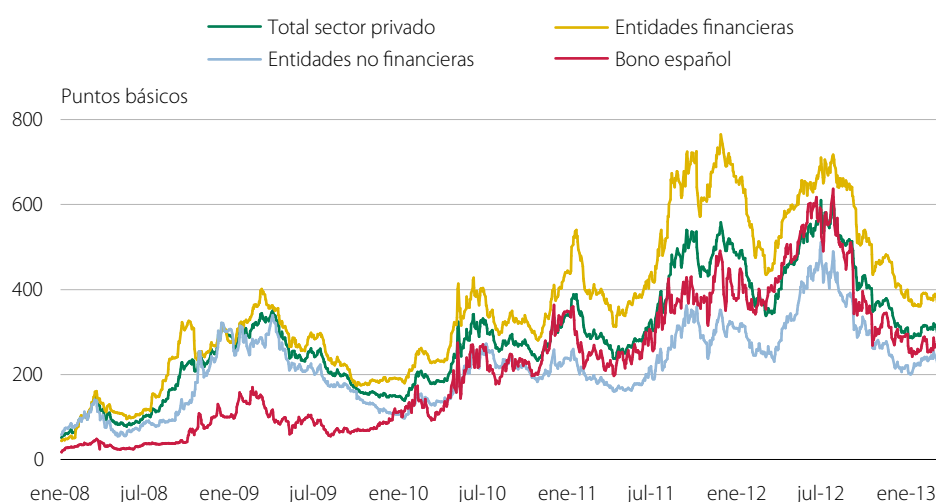
2 Datos a 15 de marzo.

...y también de las primas de riesgo de crédito, en un marco de descenso del contagio entre las economías europeas.

En línea con la evolución de los tipos de interés de la economía, la prima de riesgo soberano aproximada por el CDS del bono español a cinco años, que había alcanzado máximos cercanos a los 640 p.b. a finales de julio, descendió intensamente desde entonces, hasta situarse en niveles cercanos a los 300 p.b. a finales de año y a los 270 p.b. a mediados de marzo (véase gráfico 15). Por su parte, el diferencial de tipos de interés entre el bono español de deuda pública a diez años y el bono alemán pasó de valores cercanos a los 635 p.b. a finales de julio hasta los 396 p.b. a finales de diciembre y los 344 p.b. a mediados de marzo de 2013. El descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano fue generalizado entre las diferentes economías europeas, en un marco de notable descenso de los indicadores de contagio de riesgo de crédito desde las economías más frágiles hacia las más sólidas (véase gráfico 5).

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

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

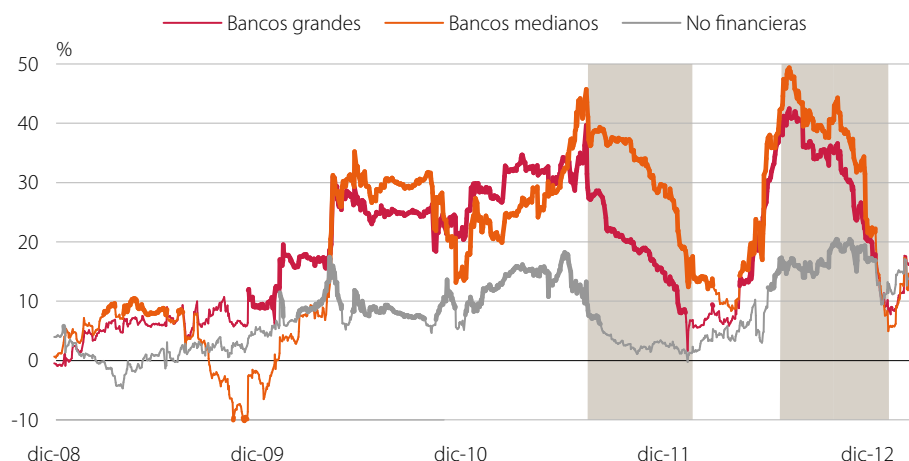
¹ Media simple. Datos hasta el 15 de marzo.

También se observa una cierta desvinculación entre los movimientos del precio de la deuda pública y de las acciones españolas.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado mostraron una evolución similar a la de la deuda pública a lo largo de 2012 y los primeros meses de 2013, con fuertes ascensos hasta el mes de julio y reversión de esta tendencia desde entonces. Como se observa en el gráfico 15, el promedio de las primas de riesgo de los CDS de los emisores privados, que en periodos de normalidad en el mercado de deuda se sitúa en niveles superiores a la prima de riesgo de la deuda pública, fue similar a esta durante el periodo de mayor incertidumbre como consecuencia del fuerte incremento de la prima de riesgo de las entidades financieras. Así, el promedio de la prima de riesgo de los CDS del sector privado de la economía española, que alcanzó unos máximos superiores a los 600 p.b. a finales de julio de 2012, descendía hasta valores inferiores a los 300 p.b. a mediados de marzo. Entre esas mismas fechas, la prima de riesgo de los CDS de las entidades financieras (en media) descendió desde máximos superiores a los 700 p.b. hasta niveles cercanos a los 370 p.b., y la de las sociedades financieras disminuyó desde valores máximos cercanos a los 500 p.b. hasta niveles ligeramente superiores a los 220 p.b. En este marco de sustancial descenso de las primas de riesgo de crédito de los diferentes sectores de la economía española, cabe señalar la notable desvinculación entre los movimientos de los precios de la deuda pública y de las acciones españolas desde el mes de agosto de 2012 (véase gráfico 16).

Correlación entre la rentabilidad de la deuda pública nacional y la de las acciones^{1,2,3}

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 1 Para cada cartera se realiza una estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), en ventanas móviles de seis meses, donde la variable del lado izquierdo de la ecuación es la rentabilidad (log) de la cartera de acciones y la del lado derecho la rentabilidad (log) del Eurostoxx 300 y la de una cartera larga en deudas nacionales y corta en deuda alemana (índices Iboxx). El coeficiente correspondiente a la cartera de deuda pública se multiplica por la desviación típica en el periodo de la rentabilidad de la cartera de deuda pública y se divide por la desviación típica en el mismo periodo de la rentabilidad de la cartera de acciones.
- 2 La zona sombreada indica el periodo de vigencia de las prohibiciones de ventas en corto en España.
- 3 Para cada indicador de correlación se muestra la línea como gruesa o delgada. Que sea gruesa representa que para la estimación de dicho periodo, no se puede rechazar que el coeficiente de la regresión para la variable que representa la inversa de la prima de riesgo sea significativamente distinto de cero al 10%.

La relajación de las tensiones en los mercados financieros que tuvo lugar desde finales de julio de 2012 hasta finales de aquel año y su estabilización desde principios de 2013 ha sido aprovechada por las entidades españolas, especialmente, las entidades de crédito, para efectuar emisiones de valores negociables de deuda y, simultáneamente, reducir su dependencia neta de la financiación del Eurosistema. Así, en el conjunto de 2012, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 357.830 millones de euros, un 23,8% más que en 2011. Este incremento en el volumen emitido en 2012 supone un acercamiento a los niveles de 2009 y tuvo su origen en el aumento de las emisiones de bonos simples avalados por el Estado, cédulas hipotecarias y pagarés, que compensaron la caída de las emisiones de bonos de titulización.

No obstante, el dinamismo de las emisiones de renta fija en el periodo transcurrido de 2013 ha sido notablemente inferior al observado a lo largo del año anterior, especialmente en pagarés y cédulas hipotecarias. Así, en los tres primeros meses del año las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 40.585 millones de euros, volumen un 60% inferior al contabilizado en el mismo periodo de 2012. Las mayores caídas, en términos interanuales, correspondieron a los pagarés y a las cédulas hipotecarias, que se redujeron, respectivamente, un 78% hasta 9.026 millones y un 60% hasta 8.195 millones, hasta suponer el 22% y el 20% de las emisiones totales, respectivamente. También fue significativa, aunque menos relevante por su reducido peso en el total, la caída de las emisiones de bonos convertibles, del 62%, hasta 425 millones de euros.

La actividad en los mercados primarios también mejoró sensiblemente desde mediados de 2012,...

...aunque ha perdido cierta intensidad en los primeros meses de 2013 debido a la moderación de las emisiones de pagarés y cédulas hipotecarias y...

					2012	2013	
registradas ¹ en la CNMV	2009	2010	2011	2012	III	IV	I ²
Número de EMISIONES	512	349	353	334	48	69	53
Cédulas hipotecarias	75	88	115	94	27	18	14
Cédulas territoriales	1	9	42	18	2	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	134	13	23	24
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	7	0	2	3
Bonos de titulización	76	36	45	35	1	17	10
Programas de pagarés	73	59	53	46	5	9	2
De titulización	2	2	2	1	0	1	0
Resto de pagarés	71	57	51	45	5	8	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	387.476	226.449	288.992	357.830	60.680	84.904	40.585
Cédulas hipotecarias	35.574	34.378	67.227	102.170	29.800	13.020	8.195
Cédulas territoriales	500	5.900	22.334	8.974	1.674	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249	24.356	20.192	86.442	91	39.815	15.562
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200	968	7.126	3.563	0	843	425
Bonos de titulización	81.651	63.261	68.413	23.800	1.884	11.185	7.377
Tramo nacional	77.289	62.743	63.456	20.627	1.884	9.398	6.854
Tramo internacional	4.362	518	4.957	3.173	0	1.788	523
Pagarés de empresa ³	191.342	97.586	103.501	132.882	27.230	20.041	9.026
De titulización	4.758	5.057	2.366	1.821	275	300	180
Resto de pagarés	186.583	92.529	101.135	131.061	26.955	19.741	8.846
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	12.960	0	200	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	20.989	9.154	29.199	7.633	581	2.492	1.422
Emisiones aseguradas	4.794	299	10	0	0	0	0
					2012	2013	
en el exterior por emisores españoles	2009	2010	2011	2012	III	IV	I ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	149.686	127.731	120.043	92.083	17.330	20.100	8.800
A largo plazo	47.230	51.107	51.365	50.353	10.783	13.164	7.909
Participaciones preferentes	3.765	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	2.061	0	242	307	0	0	0
Bonos y obligaciones	41.404	50.807	51.123	50.046	10.783	13.164	7.909
Bonos de titulización	0	300	0	0	0	0	0
A corto plazo	102.456	76.624	68.677	41.730	6.547	6.936	891
Pagarés de empresa	102.456	76.624	68.677	41.730	6.547	6.936	891
De titulización de activos	108	248	322	11.590	2.756	1.695	

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de marzo.

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

4 Datos correspondientes al mes de enero. No se dispone del dato correspondiente a ese mes de las emisiones en el exterior de pagarés respaldados por activos titulizados.

Por su parte, el descenso de la emisión de bonos simples fue menor, del 42% interanual, hasta registrar 15.562 millones de euros, equivalentes al 38% del total (29% en el primer trimestre de 2012 y 24% en el conjunto de aquel año). La práctica totalidad de las emisiones de bonos simples en el último trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013 correspondió a los bonos avalados por el Estado emitidos por la SAREB como contrapartida a la transferencia de activos de las entidades de crédito del Grupo 1 y del Grupo 2 a aquella sociedad. La mayoría de los bonos simples emitidos en el primer trimestre de 2012 también tuvieron su origen en la emisión de bonos avalados por el Estado pero, a diferencia de lo anterior, fueron emitidos por las entidades de crédito con el fin de utilizarlos como colateral en las operaciones de financiación del BCE.

...en menor medida, de bonos simples, la mayoría avalados por el Estado.

Por su parte, las emisiones de bonos de titulización se situaron en 7.377 millones de euros (18% del total emitido, frente al 7% en 2012), importe un 20% inferior al de hace un año, lo que refleja la continuación de la atonía en la actividad emisora en este tipo de instrumento. Finalmente, en el periodo acumulado de 2013 no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes, como ocurriera en el periodo análogo del año anterior, ni de cédulas territoriales (frente a 2.500 millones registrados en el primer trimestre de 2011).

Las emisiones de bonos de titulización continuaron en niveles muy reducidos.

En cuanto a las emisiones de renta fija en el exterior por parte de las entidades domésticas, las mismas se situaron por encima de 92 mil millones de euros en 2012, un 23,3% menos que en 2011 (véase cuadro 11). La menor actividad emisora en instrumentos a corto plazo explicó esta caída, pues las emisiones a largo plazo mantuvieron el dinamismo observado en los años previos hasta suponer el 54,7% del total (42,8% en 2011).

Las emisiones de renta fija en el exterior descendieron en 2012 por el retroceso de los instrumentos a corto plazo.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹⁷

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 6,3% en el conjunto de 2012 hasta situarse en algo más de 124 mil millones de euros a finales de año, marcando un nuevo mínimo histórico no observado desde la segunda mitad de la década de los noventa. La pérdida de patrimonio de los fondos, superior a 8.300 millones de euros, tuvo su origen exclusivamente en el volumen de los reembolsos efectuados por los partícipes (que ascendió a 11.500 millones de euros), ya que la cartera de estas instituciones se revalorizó un 5,5% en el conjunto del ejercicio (véase cuadro 13). Más del 80% de la caída del patrimonio de los fondos se concentró en el segundo trimestre, ya que el incremento de las tensiones en los mercados financieros a lo largo de aquellos meses propició fuertes salidas de recursos en la industria y pérdidas notables en el valor de los instrumentos de la cartera. Por ca-

El patrimonio de los fondos de inversión descendió un 6,3% en 2012 hasta los 124 mil millones de euros, por los fuertes reembolsos efectuados por los partícipes.

17 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.

tegorías, las mayores disminuciones de patrimonio se produjeron en los fondos de renta fija (6.280 millones de euros), en los garantizados de renta variable (3.600 millones de euros) y, en menor medida, en los fondos de retorno absoluto (1.388 millones de euros). Únicamente fueron destacables las entradas de recursos, aunque con un patrón algo irregular en el tiempo, en los fondos garantizados de renta fija y en los fondos de gestión pasiva.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	-25.580,9	-10.839,0	-11.495,4	-1.652,3	-3.095,8	-3.176,6	-3.570,7
Rta. fija ¹	-27.150,0	-10.427,7	-5.662,5	-726,9	-1.781,3	-1.880,9	-1.273,4
Rta. fija mixta ²	-1.416,9	-1.925,7	-651,6	-237,9	-123,6	-173,6	-116,5
Rta. vble. mixta ³	-90,1	-320,5	-281,6	-134,0	-26,0	-68,3	-53,3
Rta. vble. euro ⁴	-696,9	152,0	-109,7	-151,5	67,8	-2,1	-23,9
Rta. vble. internacional ⁵	1.151,9	-817,6	-370,2	-14,0	-113,8	-55,9	-186,5
Gar. rta. fija	4.716,0	7.228,3	-334,5	584,1	-2,6	58,5	-974,5
Gar. rta. vble. ⁶	-2.500,1	-3.061,6	-3.353,1	-731,6	-700,6	-805,1	-1.115,8
Fondos globales	323,7	945,3	-7,8	157,9	-72,1	-101,1	7,5
De gestión pasiva ⁷	-790,3	-274,5	572,1	29,3	114,6	67,8	360,4
Retorno absoluto ⁷	871,8	-2.337,0	-1.296,5	-427,7	-458,2	-215,9	-194,7

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

También continuó disminuyendo el número de fondos registrado...

Como en ejercicios previos, el número de fondos de inversión continuó disminuyendo en 2012. Así, el número de estas instituciones pasó de 2.310 a finales de 2011 a 2.185 a finales de 2012, lo que supone un descenso de 125 fondos. De forma paralela a la evolución de su patrimonio, la mayor reducción en el número de fondos se produjo en las categorías de renta fija (54) y en los garantizados de renta variable (59), mientras que en los garantizados de renta fija y en los fondos de gestión pasiva el número de fondos se incrementó.

Número	2010	2011	2012	2012			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.408	2.310	2.185	2.300	2.255	2.197	2.185
Rta. fija ¹	537	508	454	491	479	459	454
Rta. fija mixta ²	160	140	125	140	132	128	125
Rta. vble. mixta ³	138	128	117	130	122	119	117
Rta. vble. euro ⁴	172	148	127	143	135	129	127
Rta. vble. internacional ⁵	232	220	211	222	220	214	211
Gar. rta. fija	276	351	398	375	385	393	398
Gar. rta. vble. ⁶	499	420	361	404	384	369	361
Fondos globales	192	203	192	200	198	194	192
De gestión pasiva ⁷	61	59	85	64	75	75	85
Retorno absoluto ⁷	141	133	115	131	125	117	115
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.039,9	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.039,9
Rta. fija ¹	56.614,6	46.945,5	40.664,6	45.101,8	42.837,8	41.512,2	40.664,6
Rta. fija mixta ²	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.686,9	5.430,9	5.512,9	5.500,9
Rta. vble. mixta ³	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.234,2	3.040,3	3.116,2	3.179,9
Rta. vble. euro ⁴	5.356,8	4.829,2	5.270,2	4.815,6	4.516,5	4.891,7	5.270,2
Rta. vble. internacional ⁵	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.813,2	6.373,7	6.663,2	6.615,0
Gar. rta. fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	36.677,0	35.421,7	36.489,9	36.445,0
Gar. rta. vble. ⁶	22.046,5	18.014,5	14.412,7	17.408,5	15.943,0	15.383,0	14.412,7
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.545,5	4.272,1	4.288,4	4.358,6
De gestión pasiva ⁷	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.053,9	2.190,9	2.456,2	2.991,2
Retorno absoluto ⁷	8.348,1	5.989,7	4.601,9	5.657,8	5.093,9	4.794,4	4.601,9
Participes							
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.741	4.759.243	4.634.772	4.531.940	4.410.741
Rta. fija ¹	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.362.443	1.326.504	1.297.686	1.261.634
Rta. fija mixta ²	270.341	206.938	188.574	204.653	195.137	193.992	188.574
Rta. vble. mixta ³	171.336	145.150	138.096	145.472	141.784	140.387	138.096
Rta. vble. euro ⁴	266.395	237.815	220.433	224.886	225.774	220.342	220.433
Rta. vble. internacional ⁵	501.138	448.539	398.664	442.753	432.816	417.276	398.664
Gar. rta. fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.071.544	1.070.002	1.082.897	1.075.852
Gar. rta. vble. ⁶	1.065.426	912.298	727.867	874.249	832.332	783.203	727.867
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	113.396	105.966	105.824	101.321
De gestión pasiva ⁷	90.343	100.416	125.003	101.901	108.166	110.678	125.003
Retorno absoluto ⁷	277.445	229.097	173.297	217.946	196.291	179.655	173.297
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	0,35	-0,08	5,50	2,41	-1,75	2,72	2,08
Rta. fija ¹	0,11	1,56	3,54	1,51	-0,47	1,35	1,12
Rta. fija mixta ²	-0,54	-1,34	4,95	2,3	-1,55	2,41	1,75
Rta. vble. mixta ³	-0,98	-5,64	7,83	3,25	-2,9	4,12	3,3
Rta. vble. euro ⁴	-2,94	-11,71	12,31	3,34	-6,34	8,16	7,28
Rta. vble. internacional ⁵	14,22	-10,83	13,05	8,91	-3,63	5,27	2,32
Gar. rta. fija	-0,67	3,28	4,85	2,48	-2,32	2,42	2,27
Gar. rta. vble. ⁶	-1,79	0,14	5,07	1,63	-2,43	3,89	1,99
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	3,56	-1,23	2,95	2,03
De gestión pasiva ⁷	-2,36	-7,33	7,1	1,97	-4,31	5,50	4,04
Retorno absoluto ⁷	1,53	-1,87	3,84	1,68	-1,04	1,81	1,36

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

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

... y de partícipes,...

El número de partícipes en fondos de inversión se situó en 4.410.000 a finales de 2012, 424 mil menos que a finales de 2011. La disminución del número de partícipes, que tuvo una intensidad relativamente estable a lo largo del año, se concentró en los fondos garantizados de renta variable (184 mil partícipes) y en los fondos de renta fija (123 mil partícipes).

...si bien estas tendencias parecen haberse revertido parcialmente en los primeros compases de 2013.

Los datos preliminares correspondientes al mes de enero de 2013 parecen apuntar a una cierta reversión de estas tendencias. El patrimonio de los fondos de inversión se habría incrementado un 2% en dicho mes, hasta los 126,5 mil millones de euros, como consecuencia tanto de la revalorización de la cartera (1,1%) como de las suscripciones netas de fondos (superiores a los mil millones de euros). La reciente limitación impuesta sobre la remuneración de los depósitos bancarios habría favorecido las entradas de recursos en las categorías de fondos que se pueden considerar como cuasi-sustitutas de los depósitos, que son fundamentalmente las de renta fija (incluidos los garantizados). También fueron notables las suscripciones de fondos de gestión pasiva.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión siguieron mejorando en 2012.

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada continuaron mejorando a lo largo del segundo semestre de 2012, tanto en términos absolutos como relativos. Así, como se observa en el cuadro 14, el volumen de activos de liquidez reducida pasó de 6.448 millones de euros en junio de 2012 a 5.390 millones de euros en diciembre, lo que supone un descenso superior a los mil millones de euros (-16,4%). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó de representar el 5,2% del patrimonio total de los fondos en junio de 2012 al 4,3% en diciembre del mismo año. En relación a la composición de este conjunto de activos de menor liquidez, cabe señalar el aumento de la importancia relativa de la deuda de entidades financieras con calificación inferior a AA (desde el 69% hasta el 76%) y el descenso de la importancia relativa de las titulizaciones (desde el 21% hasta el 14%).

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-12	sep-12	dic-12	jun-12	sep-12	dic-12
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	466	425	348	24%	27%	23%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.443	4.514	4.120	19%	20%	19%
Renta fija no financiera	165	132	148	6%	4%	5%
Titulizaciones	1.374	966	774	50%	41%	42%
Titulización AAA	65	53	44	95%	96%	97%
Resto de titulizaciones	1.309	912	730	49%	40%	40%
Total	6.448	6.037	5.390	21%	20%	20%
% sobre patrimonio FI	5,2	4,8	4,3			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

El ajuste del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias en el ámbito nacional continuó complicando la actividad de las IIC inmobiliarias en 2012, cuya rentabilidad volvió a empeorar en dicho ejercicio. A finales de aquel año, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, igual que a finales de 2011. De ellos, tan solo cinco se consideraban propiamente activos, ya que un FII estaba en proceso de disolución. Por su parte, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) permaneció en ocho a lo largo de todo el año 2012.

En relación con los FII, la evolución de sus variables más representativas en 2012 fue similar a la observada a lo largo de los últimos ejercicios, aunque los retrocesos fueron de una magnitud inferior (salvo en rentabilidad). Así, el patrimonio de estas instituciones descendió un 6,5% en 2012, hasta los 4.202 millones de euros, y el número de partícipes disminuyó en 4.517, hasta los 25.218. La rentabilidad del conjunto de FII fue negativa en todos los trimestres del año, dando lugar a un retroceso anual del 5,96% (véase cuadro 15). En estas instituciones, una parte mayoritaria del patrimonio continuaba en manos de inversores pertenecientes al grupo financiero de la gestora.

El ajuste del sector inmobiliario y de la construcción continuó complicando la actividad de las IIC inmobiliarias en 2012.

En los FII, el patrimonio cayó un 6,5% en 2012 y la rentabilidad fue del -6,0%.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 15

	2009	2010	2011	2012	2012			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número	8	7	6	6	6	6	6	6
Partícipes	83.583	75.280	29.735	25.218	29.754	27.716	27.587	25.218
Patrimonio (millones de euros)	6.465	6.116	4.495	4.202	4.447	4.386	4.314	4.202
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-5,96	-0,86	-1,23	-1,83	-2,17
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	8	8	8	8	8
Accionistas	928	943	943	937	939	939	935	937
Patrimonio (millones de euros)	309	322	313	284,1	310,8	305,1	294,7	284,1

Fuente: CNMV.

¹ IIC que han remitido estados reservados.

Por su parte, el patrimonio de las SII descendió un 9,2% en 2012 hasta los 284 millones de euros, mientras que el número de partícipes se redujo ligeramente desde los 943 en 2011 hasta los 937 a finales de 2012.

En las SII el patrimonio cedió un 9,2%.

IIC de inversión libre

En la industria de IIC de inversión libre continuó la atonía en el segmento de IIC de inversión libre, profundamente afectadas por la crisis, y la expansión del segmento de IIC de IL, tanto en relación al volumen de patrimonio como al número de partícipes. En ambos tipos de IIC se observó un número significativo de entidades en proceso de liquidación.

En 2012, la evolución del sector de IIC de inversión libre continuó siendo heterogénea...

...entre el segmento de fondos de fondos de inversión libre, cuyo patrimonio descendió un 4,7% hasta los 546 millones de euros,...

...y el segmento de fondos puros, cuyo patrimonio se incrementó un 15% hasta los 838 millones de euros.

Como se observa en el cuadro 16, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos de fondos) retrocedió un 4,7% entre diciembre de 2011 y noviembre de 2012, hasta situarse en 546 millones de euros, y su número de partícipes disminuyó en 420 hasta los 3.385. El volumen de reembolsos de los partícipes en estas instituciones fue superior al de las suscripciones en todos los trimestres del año (salvo el último, del que no se dispone información en la fecha de cierre del informe).

En cambio, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) se incrementó un 15,1% entre diciembre de 2011 y noviembre de 2012, hasta superar los 838 millones de euros, y su número de partícipes pasó de 2.047 a 2.304 en las mismas fechas. El aumento del patrimonio tuvo su origen tanto en las suscripciones de fondos efectuadas por los partícipes a lo largo de todo el año como en la revalorización de la cartera, que solo cedió en el segundo trimestre de 2012 en los momentos de mayores turbulencias en los mercados.

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

CUADRO 16

				2012			
	2009	2010	2011	I	II	III	IV ²
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	38	28	27	27	28	26	24
Partícipes	5.321	4.404	3.805	3.592	3.607	3.513	3.385
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	568,0	561,4	561,3	545,8
Rentabilidad (%)	7,85	3,15	-1,70	1,15	-2,21	1,36	
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	29	33	36	36	36	36	36
Partícipes	1.917	1.852	2.047	2.077	2.169	2.305	2.304
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	775,3	774,5	828,7	838,1
Rentabilidad (%)	14,94	5,37	-2,60	3,66	-2,42	2,72	1,29

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta noviembre de 2012.

Recuadro 4: «Directrices de ESMA sobre remuneraciones en el ámbito de la Directiva sobre Gestores de Fondos de Inversión Alternativos (AIFMD)»

La Directiva 2011/61/EU, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos (AIFMD), dispone que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) desarrolle unas directrices acordes con las características de política remunerativa establecidas en su Anexo II. La AIFMD exige a los gestores de las entidades que se recogen bajo su ámbito de aplicación (entidades que no son UCITS, como los fondos de inversión libre, los fondos de capital-riesgo y los fondos de inversión inmobiliaria en España) que implementen políticas y estructuras remunerativas adecuadas y prudentes, con el objetivo de incrementar la protección al inversor y evitar la aparición de conflictos de interés que pudiesen conllevar una toma de riesgos excesiva. Para dar cumplimiento a dicha exigencia, ESMA aprobó el 29 de enero de 2013 unas directrices que entrarán en vigor el 22 de julio de 2013.

Los asuntos más significativos a los que se refieren las directrices son los siguientes: 1) el concepto de remuneración, 2) la identificación del personal sujeto a las directrices, 3) la aplicación del principio de proporcionalidad, 4) el gobierno corporativo en materia de remuneraciones, 5) los requisitos para la alineación de intereses y riesgos y 6) la transparencia. A continuación se hace una breve referencia a estos aspectos.

De acuerdo con las directrices, se considera remuneración cualquier forma de retribución pagada por la gestora, cualquier cantidad pagada por el propio fondo, incluyendo el denominado *carried interest*, o cualquier transmisión de acciones o participaciones del fondo a cambio de los servicios profesionales prestados. Las remuneraciones pueden estar compuestas de una parte fija y otra parte variable (dependiente del desempeño o de otros criterios contractuales), y pueden ser monetarias (efectivo, acciones, opciones, planes de pensiones, etc.) o no monetarias (descuentos, coche, teléfono móvil, etc.).

El personal sujeto a estas directrices (*identified staff*) es aquel cuyas actividades profesionales tengan un impacto significativo en el perfil de riesgo de la gestora y de los fondos que esta gestiona, así como el personal de aquellas entidades en las que la gestora hubiera delegado funciones de gestión de riesgos o gestión de carteras. Es obligación de la gestora la identificación de este grupo del personal.

La existencia de gestoras con distintos perfiles de riesgo y características, principalmente en relación al tamaño tanto de la gestora como de los fondos que gestiona, la organización interna y la naturaleza, objetivos y complejidad de sus actividades justifican la aplicación de un principio de proporcionalidad, que supone adaptar algunos requisitos a la situación particular de cada gestora (establecimiento de un comité de remuneraciones, pago de remuneraciones variables con instrumentos financieros, establecimiento de periodos de retención para la remuneración en especie, entre otros).

Respecto a los criterios de gobierno corporativo en materia de políticas de remuneración, las directrices se centran principalmente en la función de supervisión y el comité de remuneraciones, considerados ambos bajo el enfoque del principio de proporcionalidad, hasta el punto de que el establecimiento de un comité de remuneraciones puede llegar a ser opcional. La función de supervisión se responsabilizará de la evaluación y revisión periódica de los procedimientos de la gestora. En particular, la función de supervisión será responsable de aprobar y supervisar la implementación de la política de remuneraciones, así como de su mantenimiento y, si fuera necesario, de la aprobación de los cambios y la monitorización de sus efectos. En relación al comité de remuneraciones, en caso de establecerse, estará compuesto por miembros de la función de supervisión, no ejecutivos y en su mayoría independientes, y entre sus principales funciones se encontrarán la de dar apoyo y asesoramiento a la función de supervisión en el diseño de la política de remuneración y asegurar que la política de remuneraciones sea consistente, en términos generales, con los objetivos e intereses de la gestora, de los fondos que gestiona y de los inversores de dichos fondos.

En cuanto a los requisitos destinados a propiciar una mayor alineación de intereses y riesgos, su aplicación es obligatoria para las remuneraciones del *identified*

staff, si bien también se recomienda su aplicación a todo el personal. De acuerdo con estos requisitos, la parte variable de la retribución debe caracterizarse por ser plenamente flexible, es decir, debe estar exclusivamente asociada a la consecución de los objetivos del personal sujeto a estas directrices. Respecto a la parte fija, se señala que esta debe ser suficiente para remunerar los servicios prestados, de conformidad con la educación, la antigüedad, la experiencia, etc. de los empleados.

La remuneración variable constituye el elemento clave en el diseño de un sistema de remuneración que pretenda incentivar la alineación de intereses y riesgos. ESMA señala que, para ser plenamente flexible, esta parte de la remuneración debe basarse en el rendimiento y ajustarse por el riesgo, asegurando que los incentivos a asumir riesgos están suficientemente compensados por los incentivos para gestionarlos de una forma adecuada. A tal efecto, las directrices distinguen tres fases o subprocesos en el proceso general de determinación y ejecución de la retribución variable.

La primera fase (*performance and risk measurement process*) hace referencia a la determinación del periodo de devengo de la retribución (*accrual period*) y a la medición del rendimiento ajustado por el riesgo que servirá de base al cálculo de aquella, aunque también se contempla la posibilidad de que el ajuste por riesgo se realice en una fase posterior. Se podrán utilizar tanto criterios cuantitativos como cualitativos, incluidos juicios de valor, en el proceso de evaluación, siempre que puedan ser justificados. En cuanto a la duración del periodo de devengo, se señala que debe tener una duración mínima de un año, al considerarse que, en la mayoría de los casos, el horizonte temporal relevante para las inversiones de los fondos gestionados es normalmente superior.

La segunda (*award process*) y la tercera fase (*payment process*) hacen referencia a la determinación de las recompensas individuales y al periodo y modalidades de pago de la retribución variable, respectivamente. En la segunda fase el gestor deberá traducir su evaluación del rendimiento y el riesgo en asignaciones individuales de recompensas. En esta fase deberá tenerse en cuenta tanto las dificultades propias de la determinación de las contribuciones individuales a la asunción de riesgos como la posibilidad de que estos se materialicen en el futuro, por lo que deberían introducirse en la recompensa los ajustes oportunos. Más allá de estos ajustes, en la fase de pago debe contemplarse también la posibilidad de ajustar las retribuciones a la hora de desembolsarlas, a través de cláusulas contractuales de devolución (*clawbacks*) o de recorte o anulación del pago por comportamiento malicioso (*maluses*), de forma que el pago refleje los riesgos realmente incurridos y el grado real de cumplimiento de los objetivos. Para facilitar, en su caso, la aplicación de ajustes *ex post* a la retribución variable, su pago, en una proporción comprendida entre el 40% y el 60%, deberá diferirse durante un periodo comprendido entre tres y cinco años. Asimismo, para favorecer el alineamiento de intereses entre gestores y clientes, se establece, como criterio general, que al menos el 50% de la remuneración variable, incluyendo tanto la parte abonada por adelantado como la parte diferida, se desembolse mediante instrumentos financieros emitidos o estrechamente relacionados con los vehículos gestionados (por ejemplo, participaciones o acciones emitidos por ellos), determinándose un periodo de retención para los mismos durante el cual no podrán venderse.

Finalmente, en relación a la transparencia, se aborda la obligación de las gestoras de divulgar información, fundamentalmente cualitativa, tanto internamente como hacia el exterior, sobre sus políticas remuneratorias. Esta información debe ser publicada con una periodicidad mínima anual y debe reflejar cuál ha sido el proceso seguido para determinar las remuneraciones, la relación entre estas y la consecución de objetivos, los criterios utilizados para valorar tales objetivos y cómo se han tomado en cuenta los riesgos presentes y futuros, todo ello expresado de forma clara y fácilmente entendible.

IIC extranjeras comercializadas en España

Tras el retroceso observado en el año 2011, el volumen de inversión de las IIC extranjeras creció un 26,8% en 2012, hasta quedar cerca de los 38.000 millones de euros. Este nivel de inversión, superior al de 2010, tuvo su origen en la expansión del volumen de inversión de las sociedades, ya que los fondos mostraron un ligero retroceso en sus magnitudes principales. El número de inversores y de instituciones también se incrementó, un 7,2% hasta los 816.417 y un 2% hasta las 754, respectivamente.

El volumen de inversión de las IIC extranjeras creció un 26,8% en 2012 hasta quedar cerca de los 38.000 millones de euros.

Perspectivas

La industria de la inversión colectiva ha sido uno de los sectores que más ha sufrido las consecuencias de la crisis a lo largo de los últimos años, mostrando un incremento histórico en el volumen de reembolsos efectuado por los partícipes. Este aumento de las salidas de recursos, intensificado por la pérdida de confianza de los inversores en los momentos de turbulencias en los mercados, ha sido parcialmente el resultado de la intensa competencia ejercida por otros productos de inversión de riesgo reducido ofrecidos por las entidades bancarias como los depósitos y, más recientemente, los pagarés. Las rentabilidades atractivas de estos productos bancarios respondían al deseo de las entidades de depósito de obtener recursos de su clientela en un contexto de fuertes necesidades de liquidez.

Las elevadas salidas de fondos de la industria de los últimos años, que han llevado el patrimonio del sector a mínimos históricos,...

A corto plazo, existen factores que previsiblemente actuarán en sentidos opuestos sobre la industria de fondos de inversión, introduciendo un cierto grado de incertidumbre sobre sus perspectivas. Por un lado, el avance del proceso de recapitalización y reestructuración del sistema bancario español, que tenderá a facilitar el acceso de las entidades a fuentes de financiación alternativas (por ejemplo, de los mercados), y la reciente limitación a la remuneración de los depósitos bancarios son factores que pueden favorecer la entrada de recursos en la industria de fondos en los próximos meses. Sin embargo, la escasa capacidad de ahorro por parte de los hogares derivada de la disminución de su renta disponible puede limitar el recorrido alcista de la industria. Además, no es descartable que continúe el proceso de reorganización del sector a corto plazo, como consecuencia del elevado número de entidades en pérdidas y de la posibilidad de que se produzcan nuevas fusiones y/o adquisiciones de SGIIC en el contexto de reestructuración del sistema bancario.

...podrían atenuarse en los próximos meses por la previsible menor competencia de otros productos de inversión.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Por quinto año consecutivo, la actividad de las empresas de servicios de inversión se vio profundamente afectada por los episodios de turbulencias en los mercados fi-

Descenso histórico de la actividad de las ESI en 2012.

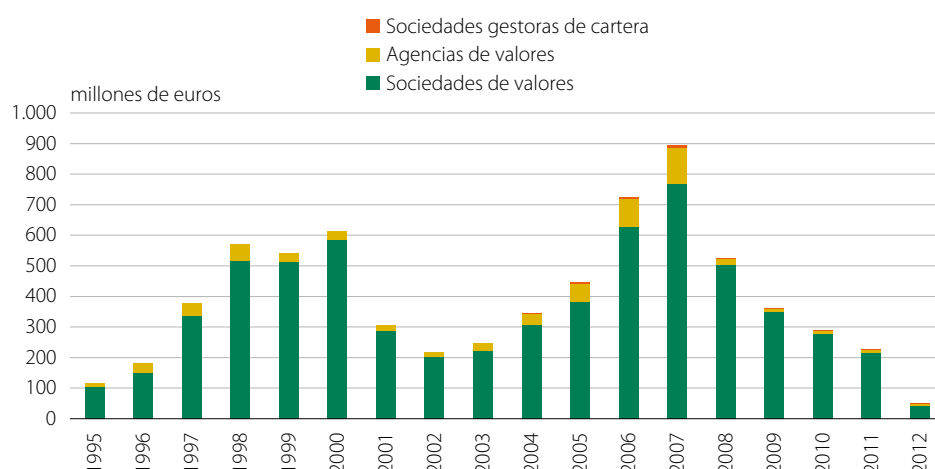
nancieros domésticos, observándose mínimos históricos en los ingresos relacionados con las principales líneas de negocio de estas entidades. En este marco, el número de entidades en pérdidas se mantuvo constante en relación a la cifra de 2011, pero el volumen de las mismas se incrementó sustancialmente. Las condiciones de solvencia de estos intermediarios financieros continuaron siendo suficientemente holgadas en 2012, si bien los márgenes de solvencia registraron un ligero descenso.

El beneficio agregado de las SV cayó un 81% en 2012 por las pérdidas de las inversiones financieras y el descenso de las comisiones percibidas...

En el caso de las sociedades de valores (SV), el beneficio agregado antes de impuestos ascendió a 42 millones de euros en 2012, un 81% menos que en 2011. La disminución del beneficio de estas entidades estuvo asociada principalmente al descenso de los resultados de inversiones financieras y de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión (véase cuadro 17). El desglose de estas comisiones reveló un fuerte retroceso de los ingresos asociados a la tramitación y ejecución de órdenes, de un 34% hasta los 348 millones de euros, en línea con la caída de la contratación de los mercados financieros domésticos. También cayeron con intensidad otros ingresos asociados, por ejemplo, al asesoramiento en materia de inversión (un 91%, hasta los 5,1 millones de euros) o a la comercialización de IIC (un 24%, hasta los 45 millones de euros). Cabe señalar el avance de la partida «otras comisiones», del 71% hasta los 149 millones de euros, y la reducción de las pérdidas originadas por diferencias de cambio, que, no obstante, no pudieron compensar la reducción del resto de los ingresos, por lo que el margen bruto de las sociedades de valores retrocedió un 32%, hasta los 448 millones de euros.

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

GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2012 anualizados.

...y a pesar de la moderación de los gastos de explotación.

Los gastos de explotación de las sociedades de valores se redujeron un 12%, pero su elevado nivel (376 millones de euros) y el incremento de las pérdidas por el deterioro de activos financieros hizo que el resultado de explotación de estas entidades se redujera hasta los 35,5 millones de euros en 2012 (un 83% menos que en 2011). Con todo, cabe señalar la notable influencia de las cuentas de una sola entidad, cuyos beneficios se redujeron sensiblemente en 2012, sobre el agregado del sector. Exceptuando la evolución de esta entidad, la reducción de los beneficios agregados de las sociedades de valores habría sido del 18%.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-11	dic-12	%var.	dic-11	dic-12	%var.	dic-11	dic-12	%var.
1. Margen de intereses	91.542	56.185	-38,6	2.481	1.910	-23,0	682	732	7,3
2. Comisiones netas	490.517	410.729	-16,3	97.886	93.235	-4,8	7.988	7.879	-1,4
2.1. Comisiones percibidas	776.641	588.890	-24,2	112.351	108.187	-3,7	18.477	17.887	-3,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	529.711	348.273	-34,3	36.354	38.111	4,8	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	7.446	6.869	-7,8	2.870	3.128	9,0	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.060	19.775	-6,1	441	588	33,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	16.186	14.882	-8,1	12.352	14.454	17,0	16.582	16.307	-1,7
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	55.025	5.138	-90,7	5.349	3.092	-42,2	1.894	1.579	-16,6
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	485	50	-89,7	61	88	44,3	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	8	8	0,0	42	30	-28,6	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	59.588	45.050	-24,4	21.381	25.949	21,4	0	0	-
2.1.9. Otras	87.133	148.846	70,8	33.500	22.745	-32,1	0	0	-
2.2. Comisiones satisfechas	286.124	178.160	-37,7	14.465	14.952	3,4	10.489	10.008	-4,6
3. Resultado de inversiones financieras	271.956	9.403	-96,5	622	1.254	101,6	186	4	-97,9
4. Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.362	81,2	78	-106	-	29	-30	-
5. Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	123,7	-1.617	-1.356	16,1	-40	29	-
MARGEN BRUTO	659.659	447.796	-32,1	99.450	94.938	-4,5	8.845	8.615	-2,6
6. Gastos de explotación	426.672	375.782	-11,9	89.736	87.624	-2,4	7.210	7.122	-1,2
7. Amortizaciones y otras dotaciones	21.532	23.556	9,4	1.944	2.781	43,1	109	87	-20,2
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	4.076	12.904	216,6	12	-12	-	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	207.379	35.555	-82,9	7.758	4.545	-41,4	1.526	1.406	-7,9
9. Otras ganancias y pérdidas	9.861	6.450	-34,6	412	2.371	475,5	0	5	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	217.240	42.005	-80,7	8.170	6.916	-15,4	1.526	1.411	-7,5
10. Impuesto sobre beneficios	68.687	53.786	-21,7	2.681	3.383	26,2	484	458	-5,4
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	148.553	-11.782	-	5.489	3.533	-35,6	1.042	952	-8,6
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	148.553	-11.782	-	5.489	3.533	-35,6	1.042	952	-8,6

Fuente: CNMV.

Las agencias de valores, por su parte, obtuvieron unos beneficios antes de impuestos de 6,9 millones de euros, un 15,4% menos que la cifra de 2011 (8,2 millones). Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades en términos netos, que suponen más del 98% del margen bruto agregado, descendieron un 4,8% hasta los 93,2 millones de euros. El comportamiento de los ingresos por la prestación de distintos tipos de servicios de inversión fue heterogéneo, destacando los incrementos de las comisiones asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes (4,8%, hasta los 38 millones de euros), a la comercialización de IIC (21,4%, hasta los 26 millones de euros) y a la gestión de carteras (17%, hasta los 14,4 millones de euros), frente al descenso de las comisiones por otros servicios (del 32,1%, hasta los 22,7 millones de euros). El margen bruto descendió un 4,5%, hasta los 94,9 millones de euros. Continuó el descenso de los gastos de explotación de estas entidades (2,4%), pero, como en el caso de las sociedades de valores, su nivel fue tan elevado (87,6 millones de

El beneficio agregado de las AV cayó un 15% en 2012, a pesar del avance de los ingresos en las líneas de negocio más tradicionales,...

euros), que absorbió una parte sustancial del margen bruto obtenido por estos intermediarios financieros.

...y el de las SGC cedió un 7,5%.

Finalmente, las sociedades gestoras de cartera obtuvieron un beneficio agregado antes de impuestos de 1,4 millones de euros durante 2012, un 7,5% menos que en el ejercicio 2011. El margen bruto agregado descendió un 2,6% hasta los 8,6 millones de euros, como consecuencia de la disminución de los ingresos netos por comisiones (-1,4%, hasta 17,9 millones de euros), que conforman la partida más cuantiosa del margen bruto. Por su parte, los gastos de explotación cayeron un 1,2%, hasta los 7,1 millones de euros.

La rentabilidad sobre fondos propios del sector disminuyó desde el 11,8% en 2011 hasta el 3,0% en 2012.

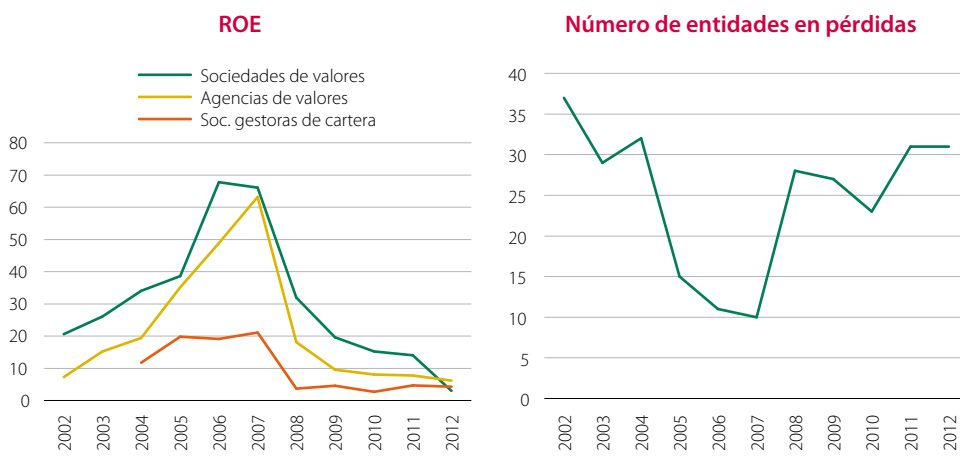
En línea con la tendencia de los resultados del sector, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto de las ESI descendió desde el 11,8% en 2011 hasta el 3,0% en 2012. Por tipo de entidad, las sociedades de valores mostraron la mayor disminución en la rentabilidad, superior a once puntos porcentuales, hasta el 3%. La reducción de la rentabilidad del resto de los intermediarios fue sensiblemente inferior, algo más de un punto porcentual, hasta el 6,2%, en el caso de las agencias de valores, y menos de medio punto porcentual, hasta el 4,2%, en el caso de las sociedades gestoras de cartera (véase panel izquierdo del gráfico 18).

El número de entidades en pérdidas se mantuvo invariable en 31, si bien el volumen de las mismas se multiplicó por seis.

En este marco de descenso del volumen de negocio y de los resultados, cabe señalar el mantenimiento del número de entidades en pérdidas (antes de impuestos) en 31 a finales de 2012, y el notable incremento de volumen de dichas pérdidas. En relación al número de entidades en pérdidas, cabe señalar que su mantenimiento tuvo lugar en un ejercicio en el que se produjeron ocho bajas de entidades. Del número total de intermediarios en pérdidas, 14 eran sociedades de valores (13 en 2011), 15 eran agencias de valores (17 en 2011) y dos eran sociedades gestoras de cartera (una en 2011). El volumen agregado de las pérdidas atribuidas a estas entidades ascendió a 154,5 millones de euros, casi seis veces más que en 2011, cuando las pérdidas fueron de 27 millones de euros. La cifra de pérdidas registrada en 2012 representa el triple de los beneficios agregados antes de impuestos de las ESI en el mismo año.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

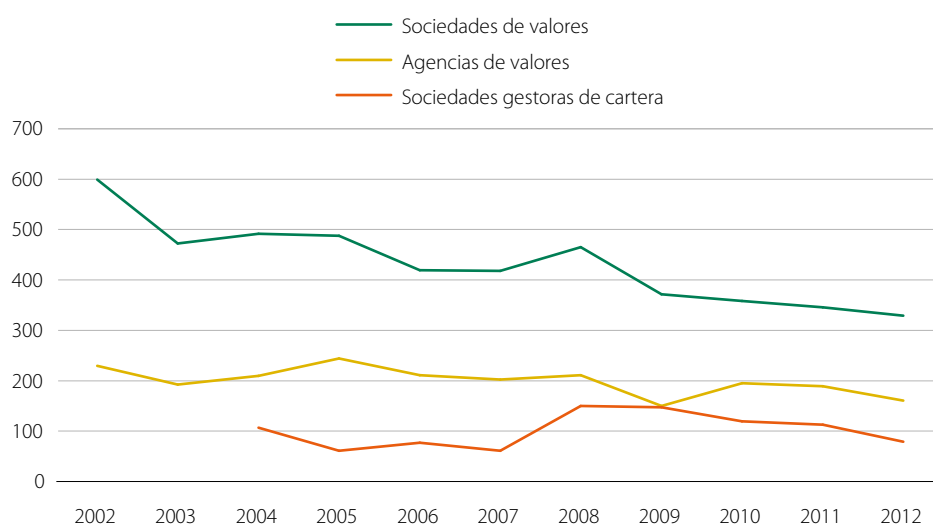
Las condiciones de solvencia del conjunto de las ESI continuaron siendo holgadas en 2012, a pesar de que el margen de solvencia se ha reducido en torno a un 30% desde la entrada en vigor, en junio de 2009, de la nueva normativa de solvencia, que es más estricta. Entre 2011 y 2012, los márgenes de solvencia agregados de los distintos tipos de ESI descendieron ligeramente. Así, a finales de 2012, el exceso de recursos propios sobre los recursos exigidos de las sociedades de valores era de 3,3 veces (3,5 en 2011), el de las agencias de valores era de 1,6 veces (1,9 en 2011) y el de las sociedades gestoras de cartera era de 0,8 veces (1,1 en 2011).

Las condiciones de solvencia continúan siendo favorables en términos generales.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 19

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



Fuente: CNMV.

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que nacieron en 2009 con la transposición a la legislación española de la MiFID, empezó a dar ciertos síntomas de ralentización en 2012. Aunque el número de estas instituciones creció desde 82 en 2011 hasta 101 en 2012, disminuyó tanto el volumen de patrimonio asesorado (un 8,3%, hasta los 14.700 millones de euros) como el número de contratos de asesoramiento financiero (un 5,7%, hasta los 3.468). La mayor parte del patrimonio asesorado (el 78% del total) correspondía a clientes profesionales, mientras que el 22% procedía de clientes minoristas. Los ingresos por comisiones percibidos por estas entidades se situaron en 25,3 millones de euros en 2012, un 18,4% menos que en 2011, y los beneficios ascendieron a 3,6 millones de euros, un 52,5% inferiores a los de 2011 (véase cuadro 18).

La expansión de las empresas de asesoramiento financiero dio señales de agotamiento en 2012.

Importes en miles de euros	2010	2011	2012	2012		% var.	% var.
				S-1	S-2	semestre	año
NÚMERO DE ENTIDADES	52	82	101	97	101	4,1	23,2
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	15.802.743	16.033.109	14.708.739	14.663.856	14.708.739	0,3	-8,3
Clientes minoristas	1.715.084	2.181.943	3.201.927	2.415.002	3.201.927	32,6	46,8
Clientes profesionales	13.995.206	13.831.973	11.452.681	12.205.216	11.452.681	-6,2	-17,2
Otros	92.453	19.193	54.132	43.638	54.132	24,1	182,0
NÚMERO DE CONTRATOS¹	2.431	3.677	3.468	3.279	3.468	5,8	-5,7
Clientes minoristas	2.345	3.542	3.265	3.099	3.265	5,4	-7,8
Clientes profesionales	79	126	185	164	185	12,8	46,8
Otros	7	9	18	16	18	12,5	100,0
INGRESOS POR COMISIONES²	20.745	31.052	25.347	13.940	25.347	81,8	-18,4
Comisiones percibidas	20.629	30.844	25.171	13.855	25.171	81,7	-18,4
De clientes	17.132	26.037	20.525	11.668	20.525	75,9	-21,2
De otras entidades	3.497	4.807	4.646	2.186	4.646	112,5	-3,4
Otros ingresos	116	209	175	85	175	105,9	-16,3
PATRIMONIO NETO	10.057	12.320	15.123	13.098	15.123	15,5	22,8
Capital social	3.014	3.895	4.448	4.328	4.448	2,8	14,2
Reservas y remanentes	242	950	7.125	5.904	7.125	20,7	650,0
Resultado del ejercicio ²	6.801	7.474	3.550	2.866	3.550	23,9	-52,5

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

El fuerte volumen de pérdidas del sector de ESI hace probable un cierto proceso de reorganización del sector a corto plazo.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión continúan siendo inciertas como consecuencia de la elevada incertidumbre presente en los mercados financieros, que está perjudicando notablemente las líneas de negocio más tradicionales, como la contratación o la colocación de emisiones, y también de la debilidad de la industria de la inversión colectiva. Se observa, además, un incremento notable de los ingresos de estas entidades por la prestación de servicios de asesoramiento sobre empresas, una actividad que anteriormente tenía un carácter más ocasional. Por el momento, el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI, ya que apenas ha originado dos bajas de entidades en 2012 (de un total de ocho) y para 2013 es previsible una baja adicional. Sin embargo, el sustancial incremento del volumen de pérdidas por entidad en 2012 sugiere que a corto plazo continuará un cierto proceso de reorganización dentro del sector, no siendo descartables nuevas fusiones y/o bajas de entidades.

Recuadro 5: «Adopción por la CNMV de las directrices de ESMA sobre requisitos de idoneidad»

El 25 de junio de 2012 ESMA publicó un conjunto de directrices encaminadas a clarificar determinados aspectos de los requisitos de idoneidad previstos por la MiFID, a fin de asegurar una aplicación común, uniforme y coherente de los mismos¹.

La adopción de dichas directrices por parte de las autoridades nacionales debía notificarse expresamente a ESMA y así lo hizo la CNMV, publicando asimismo una comunicación al respecto.

Las directrices entraron en vigor el 21 de diciembre de 2012, con lo que han sido incorporadas a las prácticas de supervisión de la CNMV. No obstante, como se indicó en una comunicación de 19 de octubre del mismo año, la CNMV ya venía aplicando las precisiones especificadas por ESMA en estas directrices, que estaban de hecho recogidas en una guía publicada por la CNMV en el año 2010².

A continuación se mencionan los aspectos principales que caracterizan estas directrices:

1. Ámbito subjetivo de aplicación:

Las presentes directrices van dirigidas a las empresas de servicios de inversión (incluyendo a las entidades de crédito que prestan servicios de inversión), a las sociedades gestoras de IIC y a los supervisores.

2. Ámbito objetivo de aplicación:

Los requisitos de idoneidad se exigen en relación a la prestación de los servicios de asesoramiento en materia de inversión y de gestión discrecional de carteras, en virtud del artículo 19.4 de la MiFID y de los artículos 35 y 37 de la Directiva 2006/73/CE, por la que se desarrolla la MiFID. Aunque la redacción de las directrices está especialmente enfocada a la prestación de servicios a clientes minoristas, debe entenderse aplicable también, en la medida en que proceda, a los servicios prestados a clientes profesionales.

3. Modificaciones que deben ser implementadas por los sujetos afectados:

- Introducir mejoras en la información a proporcionar a los clientes. Se especifica la conveniencia de comunicar a los clientes la razón por la que se evalúa su idoneidad, de tal forma que estos faciliten información exacta y suficiente, pero sin que se les traslade la responsabilidad, puesto que la evaluación es en todo caso responsabilidad de la empresa de servicios de inversión o la sociedad gestora de IIC.
- Establecer políticas y procedimientos dirigidos a obtener información relevante sobre el cliente, a fin de poder evaluar la idoneidad de sus inversiones, y sobre las características de las inversiones que han recomendado. Dentro

de la información a recabar se incluye el estado civil, la situación familiar, la situación laboral, las necesidades de liquidez y la edad del cliente.

- Asegurar que aquellos empleados que llevan a cabo la evaluación poseen un nivel adecuado de conocimiento y experiencia, lo que supone reforzar la formación de la red comercial.
- Adecuar la información a recabar sobre conocimiento, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente a la complejidad de los productos y servicios a contratar. Particular atención en relación a este principio de proporcionalidad merecen dos situaciones: (i) los instrumentos financieros de escasa liquidez, que deben corresponderse con un horizonte temporal adecuado, que debe ser precisado por el cliente y comprobado exhaustivamente por la entidad y (ii) la diferencia entre prestación de servicio de asesoramiento y de gestión discrecional de carteras, ya que en el primer caso hay que determinar la capacidad del cliente para entender los riesgos y características de cada uno de los instrumentos financieros que las empresas pretenden recomendar al cliente, mientras que en el segundo caso la atención deben dirigirse al riesgo total de la cartera.
- Comprobar la información recogida de los clientes, a fin de evitar incoherencias o autoevaluaciones por su parte.
- Actualizar la información, en caso de prestar servicios de forma continuada.
- Introducir criterios para determinar quién debe someterse a la evaluación de la idoneidad en caso de que el cliente sea una persona jurídica, un grupo de dos o más personas físicas, o cuando una o más personas físicas estén representadas por otra persona física. Además se recoge la conveniencia de registrar cualquier acuerdo que se pueda haber llevado a cabo al respecto.
- Comprobar la idoneidad de la inversión, a fin de garantizar de forma sistemática (i) que se han tenido en cuenta todas las características específicas del cliente (incluyendo la cartera actual de inversiones); (ii) que estas se adecuan a las recomendaciones de inversión, en especial en lo referente a la diversificación de riesgos, costes, periodo temporal y conflictos de intereses; y (iii) que el cliente comprende suficientemente la relación existente entre riesgo y rendimiento.
- Mantener registros de los datos que conforman la evaluación de la idoneidad, así como de la información de los instrumentos financieros recomendados, con procedimientos de registro que sirvan para detectar posibles fallos en el proceso de evaluación de la idoneidad.

1 *Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID*. Disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-387_es.pdf

2 *Guía de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad*. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={56cad31c-e05c-4edd-9d07-a4f84e3cd116}>

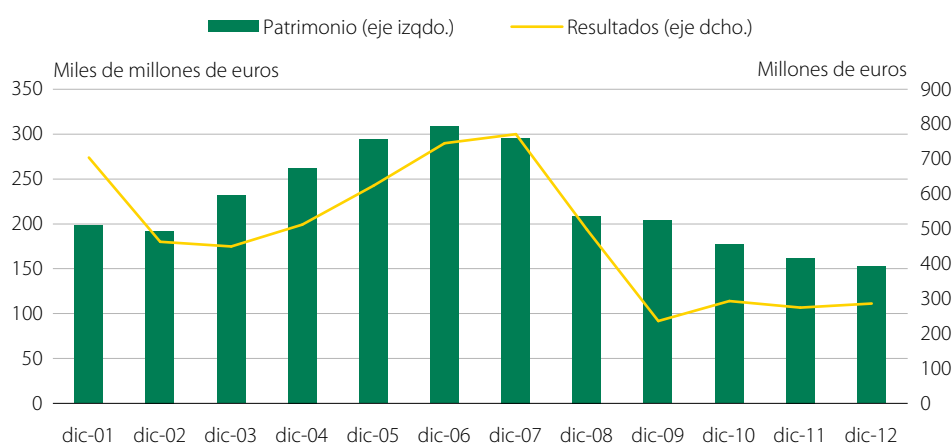
4.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2012, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) descendió un 5,5%, hasta situarse en 152.600 millones de euros. El 94% del retroceso del patrimonio gestionado por estas entidades tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, aunque también se observaron caídas de cierto calibre en el patrimonio de los fondos de inversión inmobiliarios y en las sociedades de inversión. El volumen de patrimonio gestionado por las SGIIC muestra una tendencia descendente desde que comenzó la crisis, aunque su contracción fue más leve en 2012 (véase gráfico 20).

El patrimonio bajo gestión de las SGIIC descendió un 5,5% en 2012 hasta los 152,6 mil millones de euros,...

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

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

A pesar del retroceso del patrimonio gestionado por el sector, los beneficios agregados de las SGIIC antes de impuestos se incrementaron un 4,1% en 2012 hasta los 286 millones de euros. El fuerte descenso de las comisiones pagadas por estas entidades (el 96% de las cuales correspondían a gastos por la comercialización de fondos) y el incremento de los ingresos asociados a la gestión de carteras compensaron la disminución de los ingresos asociados a la gestión de IIC, de un 4,3% hasta los 1.416 millones de euros (véase cuadro 19). La comisión media de gestión de IIC se incrementó ligeramente desde el 0,90% hasta el 0,93%, debido parcialmente a la mayor importancia relativa de las categorías de fondos más arriesgados que, en promedio, tienen comisiones superiores. La rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del sector se incrementó desde el 20,7% en 2011 hasta el 23,1% en 2012 y el número de entidades en pérdidas disminuyó desde 32 hasta 28. El volumen de las pérdidas ascendió a 10,2 millones de euros, algo inferior al nivel observado en 2011 (11,3 millones de euros).

...pero no impidió un aumento de los beneficios del sector, del 4,1%, hasta los 286 millones de euros.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2003	231.458	2.304	1,00	73,8
2004	262.132	2.670	1,02	73,6
2005	293.973	2.976	1,01	72,2
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.730	1.702	0,84	68,6
2010	177.055	1.622	0,91	68,1
2011	161.481	1.479	0,90	66,6
2012	152.644	1.416	0,93	64,6

Fuente: CNMV.

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

En 2012 continuó la fusión entre fondos de inversión y la reducción del número de gestoras.

Además de la continuidad del esfuerzo de las SGIIC en relación a la racionalización de su oferta de fondos, realizada a través de múltiples fusiones entre productos, continuó un cierto proceso reorganizativo en el sector, en el que se produjo el alta de una entidad y la baja de diez, situando el número total de entidades en 105 a final de año. De las diez bajas, siete estaban relacionadas con el proceso de reestructuración de las entidades de crédito nacionales.

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de entidades de capital-riesgo se incrementó ligeramente en 2012

En 2012, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó ligeramente, desde 336 a finales de 2011 hasta 340 (véase cuadro 20). De ellas, 139 eran sociedades de capital-riesgo (SCR), 119 eran fondos de capital-riesgo (FCR) y 82 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGEGR). A lo largo del ejercicio se produjeron 22 altas de entidades (diez SCR, ocho FCR y cuatro SGEGR) y 18 bajas, la mayoría de ellas (14) de sociedades de capital-riesgo. En relación a las nuevas entidades registradas, cabe señalar que la mayoría de ellas (83%) continuó acogéndose al régimen simplificado y también el descenso de la presencia del sector público en el sector (solo apareció en dos SCR).

	Situación a 31/12/2011	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2012
Entidades	336	22	18	340
Fondos de capital-riesgo	114	8	3	119
Sociedades de capital-riesgo	143	10	14	139
Sociedades gestoras de ECR	79	4	1	82

Fuente: CNMV.

De acuerdo con las cifras preliminares de la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión de las entidades de capital-riesgo en España ascendió a 2.525 millones de euros en 2012, lo que supone una caída del 22,5% respecto a la cifra de 2011. El 94% de la inversión se produjo a través de operaciones de menos de cinco millones de euros, lo que proporciona una idea del esfuerzo inversor en las pymes españolas y, en particular, en aquellas que se encuentran en sus etapas iniciales. Estas últimas concentraron el 38% de las operaciones. Además, el 54% del volumen total invertido correspondió a operaciones apalancadas, si bien estas solo concentraron el 1,7% del número total de operaciones. En relación a la presencia de fondos internacionales, cabe señalar que el 60% del volumen total invertido se debió a este tipo de instituciones. Los sectores que más volumen de inversión recibieron fueron «otros servicios» (26%), productos y servicios (14,5%), medicina y salud (13,6%) y comunicaciones (10,8%). Por número de operaciones, destacó el sector de la informática (32%). La captación de recursos para invertir ascendió a 2.172 millones de euros, un 9% menos que en 2011. De esta cifra, el 70% tuvo origen en la aplicación de fondos internacionales para sus inversiones en España.

De acuerdo con las cifras de ASCRI, la inversión del sector descendió un 22,5% en 2012...

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo continúan siendo altamente inciertas a corto plazo, como consecuencia de varios factores. Entre ellos continúa siendo muy relevante las dificultades de acceso a la financiación bancaria, que posiblemente persistirán hasta la finalización del proceso de saneamiento y reestructuración del sector, y el deterioro de la actividad económica doméstica. En este marco, la identificación de proyectos con potencial de crecimiento es prioritaria.

...en un entorno que seguirá siendo complicado a corto plazo.

II Informes y análisis

Estudio empírico sobre las prohibiciones de las ventas en corto en Europa en 2011 y 2012

Carlos Aparicio Roqueiro (*)

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

1 Introducción

En 2011 y 2012 varias autoridades de mercados de valores europeas prohibieron la constitución o ampliación de posiciones cortas cubiertas sobre acciones cotizadas en sus mercados (de aquí en adelante, prohibición de ventas en corto). La CNMV y las autoridades francesa, belga e italiana establecieron dicha restricción en 2011 para los títulos de empresas financieras, y la levantaron en febrero de 2012. El agravamiento de las tensiones financieras en Italia y España provocó que estos países aplicaran de nuevo esta medida en julio de 2012, ampliando la CNMV la restricción a los valores no financieros. En septiembre, la CONSOB italiana procedió a permitir de nuevo esta operativa, mientras que la CNMV la autorizó el 31 de enero de 2013.

Las ventas en corto son positivas para la eficiencia del mercado, pues incorporan las opiniones de los inversores más pesimistas. Por ello, su prohibición deteriora la liquidez de las acciones y aumenta la volatilidad. Sin embargo, en circunstancias de alta volatilidad, incertidumbre y riesgo sistémico la posibilidad de constituir posiciones en corto puede incentivar la generación de movimientos espurios en los precios de los mercados de valores. Así, en esas situaciones es más probable que la difusión de señales equívocas afecte a los precios del mercado secundario e, incluso, al valor fundamental de las empresas. A esto hay que añadir que, debido a la presencia de riesgo sistémico, también puede reducir la capacidad de financiarse de otros emisores públicos y privados. En ese sentido, la prohibición de ventas en corto podría ser positiva, si se aplica como una medida temporal mientras se solucionan los problemas que están generando la situación de alta volatilidad.

Este documento describe las circunstancias en las que se adoptaron las prohibiciones de ventas en corto en Europa, tanto la de 2011 como la de 2012, y cómo evolucionaron los mercados durante su vigencia. Posteriormente, procede a analizar el comportamiento de los precios de las acciones del Eurostoxx 300, su volatilidad, su negociación y su liquidez durante los momentos en que una prohibición de ventas en corto les afectaba¹.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección segunda se resume la literatura sobre las ventas en corto; también se recogen las condiciones bajo las que estas ventas en corto podrían crear equilibrios múltiples y generar resultados ineficientes y, por último, se describen las aportaciones y limitaciones empíricas de este documento. En la sección tercera se ofrece información sobre la situación durante los periodos de aplicación de la medida, analizando de manera específica la correlación entre el precio de las acciones y la deuda pública, la variable que se considera

1 Salvo que explícitamente se mencione otro periodo, este documento utiliza datos para el periodo que va desde el 04/01/2010 al 04/03/2013.

que aproxima el riesgo sistémico. En la sección cuarta se describe el comportamiento de los precios y la volatilidad implícita de las acciones europeas que estuvieron sometidas a una prohibición de ventas en corto. En la sección quinta se analizan las variaciones en la contratación y en la liquidez asociadas a las prohibiciones de ventas en corto y se hace un estudio específico de la evolución de la bolsa española durante la prohibición iniciada en 2012. Por último se ofrecen las conclusiones.

2 Literatura académica y limitaciones empíricas

2.1 Literatura académica

2.1.1 Las ventas en corto y el funcionamiento del mercado de valores

Uno de los primeros estudios sobre el efecto de las posiciones cortas es el de Diamond y Verrecchia², en que los autores modelan la negociación bursátil ante la presencia de restricciones en las ventas en corto. La prohibición de estas disminuye la negociación de los inversores más pesimistas sobre el valor fundamental de la empresa. El precio de mercado, que idealmente es una función de las previsiones individuales, pasará por tanto a sufrir un sesgo al alza y se reducirá su eficiencia informativa.

Beber y Pagano³ explican que el deterioro del proceso de formación de precios generado por la prohibición de ventas en corto tiene un efecto ambiguo sobre la liquidez de las acciones. Así, en primer lugar, la peor calidad informativa del precio generará una mayor incertidumbre, lo que provocará disminuciones de la liquidez. Pero, por otro lado, si los inversores que podrían haber realizado operaciones en corto son mayoritariamente inversores con una información superior, la prohibición reduce su capacidad de operar y permite al creador de mercado reducir sus diferenciales.

Los anteriores autores proceden a realizar un estudio sobre la aplicación de la prohibición y sus efectos durante el periodo 2008-2009, para 30 países, aprovechando la dispersión en la normativa entre países y, también, la dispersión generada porque estas medidas fueron aplicadas en distintos momentos del tiempo. Sus resultados indican que las citadas prohibiciones de ventas en corto perjudicaron la liquidez del mercado y redujeron la eficiencia del proceso de formación de precios. Adicionalmente, consideran que la prohibición de ventas en corto no tuvo efectos discernibles en el nivel de los precios de las acciones, que dichos autores consideran que era la razón de las prohibiciones. Un resultado interesante es que la transparencia informativa sobre las posiciones cortas tiene un efecto positivo sobre la liquidez. Esta medida de transparencia es la que tomó la CNMV en 2008.

2 D. Diamond y R. Verrecchia (1987), "Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information", en *Journal of Financial Economics*, vol. 18, pp. 277-311.

3 A. Beber y M. Pagano (2013), "Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007-09 Crisis", en *Journal of Finance*, vol. 68, pp. 343-381, febrero.

Arce y Mayordomo⁴ analizan la prohibición de ventas en corto aplicada en 2011 en España y otros países europeos y encuentran que se produjo una reducción en la liquidez, en el volumen negociado y en la eficiencia en la formación de precios. Estos resultados se observan especialmente en los bancos medianos, que eran los más afectados por la incertidumbre.

Además de este deterioro en el funcionamiento del mercado, también hay que recordar que la prohibición de ventas en corto limita las posibilidades de diseño de cartera por parte de los inversores, pudiendo reducir el atractivo de otras acciones. Así, por ejemplo, un inversor puede desear la adquisición de acciones de una empresa española, pero evitar el riesgo general del país. Para ello, habitualmente procedería a adquirir acciones de la empresa en que está interesado y ponerse corto en otras acciones españolas. La prohibición, al limitar esta última operativa, puede finalmente desincentivar la inversión en la primera empresa.

2.1.2 Las ventas en corto en situaciones de inestabilidad financiera

En general, un inversor deseará ponerse en corto cuando el precio del mercado sea superior a su estimación sobre el valor fundamental de una empresa. Dado que el precio se determina en función de la media de expectativas de distintos inversores y que estas expectativas individuales son, por definición, mucho más variadas en momentos de alta incertidumbre, será precisamente en estos momentos cuando haya más posiciones cortas. Es por tanto importante recordar que, en general, será la incertidumbre la que cause la aparición de posiciones cortas y no al contrario.

Pero la constitución de posiciones cortas genera el incentivo para tratar de lograr que los precios de los activos afectados bajen. Este debate es el que reproduce Krugman⁵ para Hong Kong en la crisis asiática. En ese momento los *hedge funds* se ponían cortos en acciones de Hong Kong y largos en activos en dólares americanos, previendo beneficiarse de una posible devaluación de la moneda o, en caso contrario, de un aumento defensivo del tipo de interés que deprimiera el valor de las acciones. Pero, según los funcionarios de Hong Kong, «los *hedge funds* no estaban simplemente apostando sobre estos eventos [...] las ventas de dólares de Hong Kong eran ostentosas, ejecutadas en grandes bloques [...] de manera que todo el mercado se diera cuenta. [...] los fondos pagaron a periodistas y editores para que publicaran historias que sugerían que el dólar de Hong Kong estaba a punto de ser devaluado. Esto es, estaban deliberadamente intentando iniciar un pánico en dicha divisa».

Que existan inversores a los que convenga una determinada evolución de los precios, al alza o a la baja, y tengan incentivos para tratar de manipularlos es algo habitual en los mercados de valores. Los supervisores previenen y persiguen este comportamiento, sin precisar de medidas extraordinarias como la prohibición de ventas en corto. Lo diferente en la situación actual es la gran incertidumbre existente tanto desde un punto de vista microeconómico como macroeconómico. Esta gran incerti-

4 Ó. Arce y S. Mayordomo (2012), *Short-sales Constraints and Financial Stability: Evidence from the Spanish 2011 Ban*, disponible en <http://papers.ssrn.com>.

5 P. Krugman (1999), *The return of depression economics*, W. W. Norton.

dumbre o inestabilidad financiera provoca que la manipulación a la baja de los precios pueda ser relativamente fácil y que pueda causar mayores daños.

Para que la prohibición de ventas en corto pueda ser una medida con efectos positivos, se deben cumplir simultáneamente las siguientes condiciones, que son más probables en estas circunstancias de alta incertidumbre.

En primer lugar, que sea posible influir en el precio del mercado secundario. Así, en situaciones de gran volatilidad, el precio es más sensible a la información que llegue al mercado tanto a través de noticias o rumores, como a través de los flujos negociados en el mismo. Por ello, la diseminación estratégica de información negativa no basada en los fundamentales de la empresa puede causar un mayor impacto temporal en el precio.

Pero esta estrategia, al no estar basada en información fundamental, tendría un mero efecto temporal sobre el precio de la acción, que desaparece cuando lo hace la confusión informativa, con relativamente pocos daños. El único efecto permanente que podrían provocar es el descrito por Shkillo, Van Ness y Van Ness⁶: que el aumento percibido de la volatilidad aleje a algunos inversores, generando un descenso persistente en el precio.

En segundo lugar, que el precio del mercado secundario pueda afectar al valor fundamental. Si, debido a la gran incertidumbre, es posible alterar a corto plazo el precio de mercado, como se ha descrito, surge también la posibilidad, en casos extremos, de generar efectos permanentes en el valor fundamental de la empresa afectada. Por ello se logra un deterioro permanente del mismo que, además, beneficia a quien haya logrado alterar dicho valor si previamente había constituido posiciones cortas.

La vía en que se produce el anterior fenómeno ha sido descrita por Goldstein y Guembel⁷, incluyendo el posible beneficio que obtendría el manipulador del precio por generar una profecía autocumplida. Liu⁸ lo particulariza para las entidades de crédito, que son las más sensibles a este fenómeno debido a que una gran parte de sus pasivos son muy líquidos. Así, en situaciones de extrema volatilidad e incertidumbre, no es descartable que ajustes bruscos en el precio de las acciones de una empresa puedan provocar un empeoramiento en sus condiciones de financiación en el mercado primario de valores, en su endeudamiento a través de préstamos o, en el caso de los bancos, en los costes para retener y atraer depositantes. Esto se debe a que el mercado bursátil es uno de los más líquidos y visibles, por lo que un fuerte descenso en el precio en el mercado secundario puede ser interpretado por los financiadores de la empresa como un indicio de que se está produciendo un deterioro económico en la empresa que no es conocido por ellos.

El aumento del coste de financiación del emisor deteriorará el valor fundamental de la compañía. De ahí que un movimiento espurio en el mercado secundario pueda

6 A. Shkillo, B. Van Ness y R. Van Ness (2008), *Aggressive Short Selling and Price Reversals*, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, disponible en: <http://ssrn.com>.

7 I. Goldstein y A. Guembel (2002), *Manipulation, the Allocational Role of Prices and Production Externalities*, AFA 2003 Washington, DC Meetings; 5th Annual Texas Finance Festival; EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper, disponible en: <http://ssrn.com>.

8 X. Liu (2010), *Predatory Short-Selling and Self-fulfilling Crises: When Morris-Shin Meets Diamond-Dybvig*, disponible en: <http://ssrn.com>.

terminar generando una profecía autocumplida, esto es, la difusión de información negativa sin fundamento económico puede generar por sí misma un deterioro en dicho fundamento. Además, como Venter⁹ explica, la generación de este equilibrio negativo no precisa de la existencia de una persona que manipule el precio de la acción, sino que puede surgir como un equilibrio descoordinado entre distintos agentes que buscan protegerse de lo que otros agentes puedan realizar.

Liu (2010) considera que solo aquellos con posiciones cortas en una empresa se pueden beneficiar de generar profecías autocumplidas mediante la manipulación de precios; porque solo ellos se pueden beneficiar del aumento del riesgo percibido sobre el emisor. Esto explica que pueda ser especialmente útil la prohibición de este tipo de operativa.

La tercera condición es que los fenómenos antes descritos puedan afectar a otros emisores. Así, un contexto de alto riesgo sistémico actuaría como un catalizador capaz de potenciar la reacción anterior. Así, una fuerte dependencia entre distintos emisores puede facilitar la consecución de los objetivos, debido a la mayor confusión y dificultad para valorar activos muy correlacionados entre sí, y a la vez aumentar los posibles beneficios.

Así, por ejemplo, la crisis bancaria en España ha generado un deterioro en la percepción sobre la situación financiera del Estado, debido a los costes de un rescate público. Pero este deterioro sobre la percepción del emisor público ha generado también un deterioro en el valor percibido de los activos bancarios.

La literatura sobre la operativa en corto y sus efectos sobre la estabilidad sistémica es más reducida, destacando el mencionado artículo de Arce y Mayordomo (2012), centrado en la medición del efecto de la prohibición de las ventas en corto en España durante 2011. Así, consideran que la prohibición debilitó el efecto contagio, procedente del riesgo soberano, que afectaba a los bancos medianos y ayudó a estabilizar la probabilidad implícita de quiebra de dichos bancos. Estos efectos no se detectaron en los bancos españoles mayores ni en empresas nacionales no financieras, empresas sobre las que existían menores dudas. Además, estos autores destacan que tras la prohibición de ventas en corto en 2011 sobre empresas financieras, esta operativa se trasladó a empresas españolas no financieras.

En conclusión, la prohibición de ventas en corto puede estar justificada ante situaciones extremas de alta incertidumbre y riesgo sistémico. Pero esta prohibición no es un elemento capaz de reducir los problemas subyacentes, sino que actúa a modo de un instrumento de seguridad pasiva que reduce la probabilidad de daños adicionales derivados de la posible existencia de equilibrios múltiples.

2.2 Limitaciones y aportaciones de este artículo

El título de este artículo, «estudio empírico», explica su principal limitación. Así, este documento describe la evolución de los indicadores sobre el funcionamiento del mercado durante la prohibición de ventas en corto sin hablar de la existencia de

9 G. Venter (2011), *Short-sale constraints and creditor runs*, Job Market Paper.

efectos causales. La principal razón estriba en la simultaneidad de otros factores que, con una elevada probabilidad, han tenido también un fuerte impacto en la evolución de los mercados y que no son independientes de la prohibición de ventas en corto.

Como ejemplos más destacados de estos factores que perturban el análisis, se puede recordar varios:

- Tanto la prohibición adoptada en 2011 como la adoptada en 2012 coinciden en el tiempo con medidas del Banco Central Europeo o declaraciones de su presidente¹⁰ que fueron interpretadas por el mercado de manera positiva y que, sin duda, han tenido un impacto en la percepción del riesgo sistémico y en el comportamiento de los mercados.
- Las prohibiciones no se aplican aleatoriamente, sino en situaciones y en países con gran incertidumbre económica, que además no desaparecen por la mera aplicación de dicha prohibición. Por ello, las prohibiciones estarán correlacionadas estadísticamente con indicadores que reflejen dicha incertidumbre, como la disminución de la liquidez, sin que de ello se pueda deducir la existencia de causalidad.

Además de estas limitaciones, hay que destacar que este artículo no es un análisis coste-beneficio de esta medida. La realización fundamentada de este análisis exigiría recrear un escenario contrafactual, pero, como ocurre a menudo en los estudios macroeconómicos de eventos infrecuentes, no existe una forma de establecer de manera robusta dicho escenario contrafactual.

Las aportaciones de este documento son las siguientes: i) es uno de los primeros análisis de las prohibiciones de ventas que incluye las iniciadas en 2011 y 2012 y ii) se ha modelado el comportamiento de variables como la contratación y la volatilidad implícita, que no se suele incluir en los análisis de las prohibiciones de ventas en corto.

3 Evolución general de los mercados financieros y de las posiciones cortas en España

3.1 Evolución general de los mercados financieros

En este apartado se recogen indicadores generales de la situación y evolución de los mercados financieros, para así enmarcar las decisiones tomadas por la CNMV sobre

10 En referencia a las declaraciones de Mario Draghi, Presidente del BCE, el 26 de julio de 2012 (tres días después de la prohibición de ventas en corto), en las que decía que esta institución haría lo necesario para salvaguardar el euro. Un problema similar se encuentra para el estudio de la prohibición de 2011, ya que el día 5 de agosto (seis días antes de la prohibición) el Presidente del BCE mostraba su compromiso para aplicar activamente un Programa de Mercado de Valores.

posiciones cortas. Como datos de referencia se tomarán los de Francia, Italia, Alemania y España, los grandes mercados financieros de la zona euro.

Los paneles A y B del gráfico 1 muestran las variaciones en los precios y la volatilidad implícita de los principales índices de la zona euro. Como se puede observar, la primera prohibición (agosto de 2011) se produjo en un momento de fuertes caídas en los precios y alto riesgo percibido y hasta que estas tensiones no se aliviaron, no se levantó la misma. La prohibición de julio de 2012 también estuvo precedida por caídas y aumentos en la volatilidad en Italia y España.

Los paneles C y D muestran el riesgo de crédito de la deuda pública y bancaria, aproximados por los precios de los CDS. Como se puede observar, el riesgo soberano y el de los bancos se mueven de manera similar durante este periodo, aunque con distintos niveles, síntoma de la presencia de una fuerte correlación entre ellos. Antes de la prohibición iniciada en 2011, así como de la iniciada en 2012, los CDS sobre entidades bancarias de los países que las aplicaron habían subido notablemente. De hecho, la prohibición iniciada en 2011 no se eliminó hasta que se produjo un descenso significativo en el precio de estos seguros de impago.

Los paneles E y F muestran con más detalle el caso de las empresas españolas. Como se puede observar, las sociedades con mayores problemas durante el periodo han sido los bancos medianos, que son los que se han visto sometidos a una mayor incertidumbre.

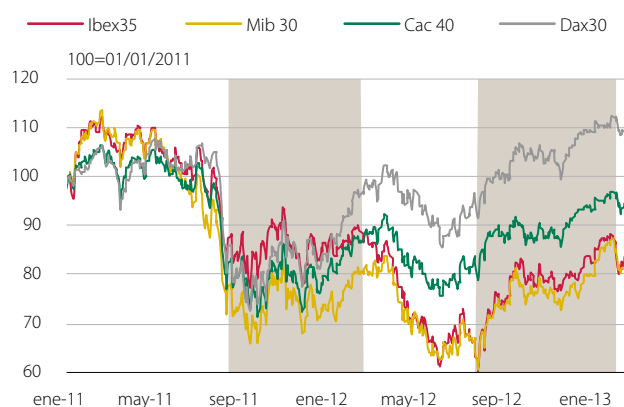
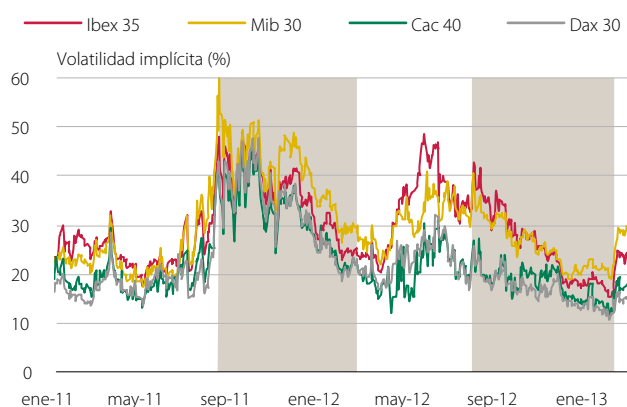
3.2. La correlación entre la deuda soberana y el precio de las acciones

Como se mencionó en el apartado 2.1, una fuerte correlación entre los precios de los pasivos de distintos emisores es síntoma de la existencia de riesgos sistémicos que pueden actuar como un catalizador que aumente la probabilidad y los daños de movimientos espurios en los precios de las acciones. En este apartado se muestra la evolución de esta correlación entre las acciones de emisores privados de Italia, Francia y España, países que en 2011 o en 2012 impusieron la prohibición de ventas en corto, y su prima de riesgo.

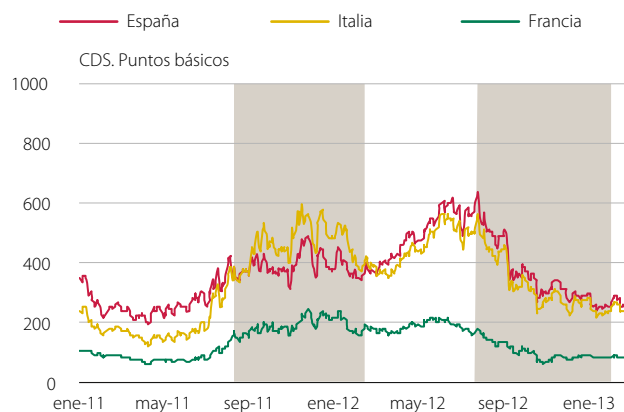
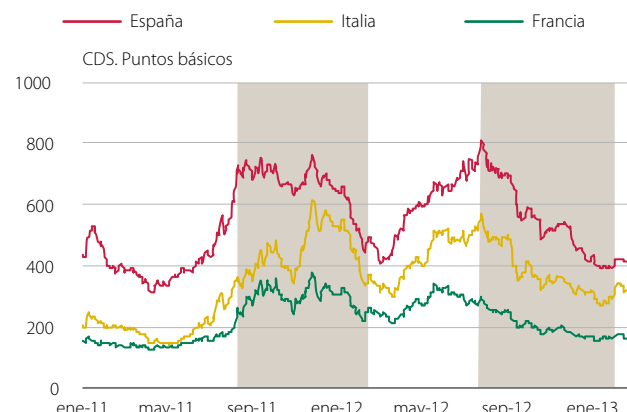
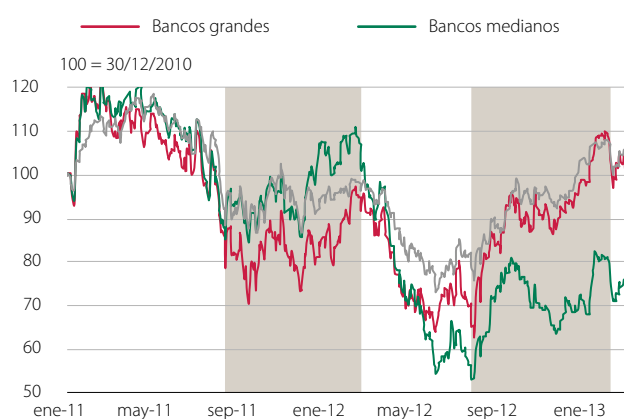
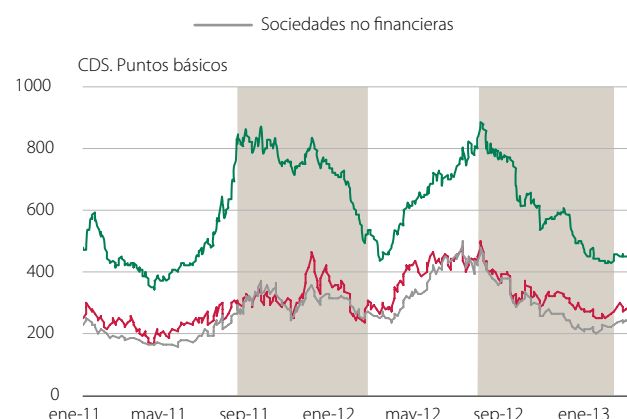
Para ello se ha calculado un modelo APT, con ventanas dinámicas de estimación de seis meses, sobre la rentabilidad de carteras equiponderadas de acciones de los anteriores países. Como variables del lado derecho de la ecuación se ha introducido la evolución del Eurostoxx 300, para controlar por factores comunes a toda la renta variable de la zona euro. Para controlar por la evolución del riesgo soberano, se ha introducido una variable que representa la inversa de la prima de riesgo soberana, por lo que se espera que, de existir correlación sistémica, el signo del coeficiente sea positivo y significativamente distinto de cero.

Hay que recordar que este no es un análisis causal, sino una mera medición de la correlación entre dos tipos de activos. En ese sentido, no es posible determinar a partir de este modelo si una caída en el valor de la deuda pública ha provocado una caída en el valor de las acciones, si el efecto ha tenido el sentido contrario o si ambos se están produciendo simultáneamente.

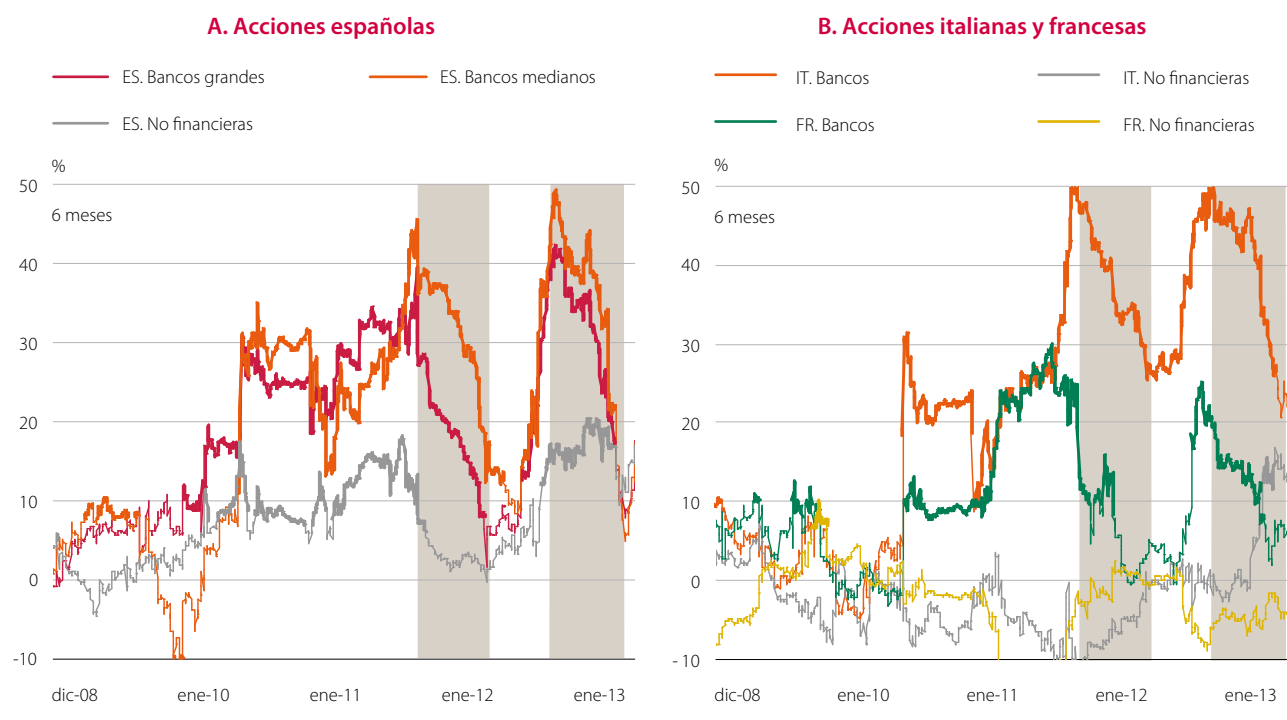
A. Índices zona euro. Precio

B. Índices zona euro. Volatilidad implícita²

C. CDS deuda soberana. 5 años

D. CDS sobre entidades bancarias. 5 años³E. Precios acciones españolas⁴F. CDS sobre empresas españolas. 5 años^{3, 4}

Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Las zonas sombreadas indican los periodos en que una prohibición sobre ventas en corto estuvo vigente en España. (2) La volatilidad implícita es la calculada para la opción de compra europea sobre cada índice o acción, tipo *continuous call* de Datastream, con precio de ejercicio más próximo al valor del subyacente. (3) Media aritmética del precio de los CDS a cinco años sobre emisores nacionales con acciones admitidas a negociación en un mercado regulado. Para España, además, incluye en la media de bancos medianos a los CDS sobre cajas de ahorro no cotizadas. (4) Para empresas del Ibex 35. El precio se calcula como la media equiponderada. Bancos grandes son los dos mayores bancos españoles y bancos medianos el resto. El precio se calcula con reinversión de dividendos, según el concepto RI (*return index*) de Datastream.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Las acciones son de empresas incluidas en el Eurostoxx 300 en septiembre de 2012. Se componen carteras equiponderadas de acciones de empresas financieras y no financieras, con precios que consideran la recapitalización de los dividendos. Para cada cartera se realiza una estimación por MCO, en ventanas móviles de seis meses, donde la variable del lado izquierdo de la ecuación es la rentabilidad (log) de la cartera de acciones y en el lado derecho la rentabilidad (log) del Eurostoxx 300 y la de una cartera larga en deudas nacionales y corta en deuda alemana (índices lboxx). El coeficiente correspondiente a la cartera de deuda pública se multiplica por la desviación típica en el periodo de la rentabilidad de la cartera de deuda pública y se divide por la desviación típica en el mismo periodo de la rentabilidad de la cartera de acciones. (2) La zona sombreada indica el periodo de vigencia de las prohibiciones de ventas en corto en España. La línea que aparece debajo de «6 meses» es un indicador de la escala temporal que indica la dimensión de la submuestras utilizada para cada estimación. (3) Para cada indicador de correlación se muestra la línea como gruesa o delgada. Que sea gruesa representa que para la estimación de dicho periodo, no se puede rechazar que el coeficiente de la regresión para la variable que representa la inversa de la prima de riesgo sea significativamente distinto de cero al 10%.

En los paneles A y B del gráfico 2 se muestra esta medida de correlación para varias carteras de acciones de España, Italia y Francia. Así, se puede observar que antes de la actual crisis financiera esa correlación entre prima de riesgo y precio de las acciones no existía. Sin embargo, desde 2009, la correlación entre las deudas públicas de estos países y los precios de sus sectores bancarios pasan a ser significativas y, en algunos casos, notables. En algunos momentos incluso las acciones de empresas no financieras parecen verse afectadas, como en España antes de la prohibición de 2012.

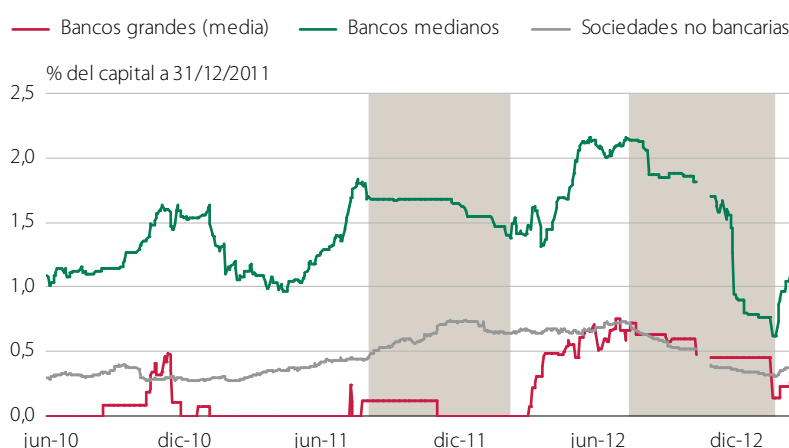
Como se había observado para otros indicadores de riesgo e incertidumbre, las autoridades de los mercados de valores de estos países parecen haber actuado prohibiendo las ventas en corto en los momentos en que la correlación alcanzaba máximos. En el caso de la prohibición iniciada en 2011, se procedió a eliminarla solo cuando la correlación había descendido sensiblemente. La prohibición de Italia y España de 2012 también estuvo precedida por ese fuerte aumento de la correlación, y en este último país no se levantó hasta que la situación se hubo normalizado.

3.3 Evolución de las ventas en corto en el mercado español

La CNMV dispone de información sobre las posiciones cortas de inversores que sean iguales o superiores al 0,2% del capital social de la empresa cotizada afectada. Cada dos semanas, la CNMV procede a ofrecer información en su página web sobre las posiciones cortas acumuladas en cada emisor¹¹. En el gráfico 3 se muestra la evolución agregada de las posiciones en corto de empresas del Ibex 35. En él se muestra como un punto de corte el 31 de octubre de 2012, el cambio a la nueva normativa europea para la prohibición de ventas en corto.

Posiciones en corto comunicadas. Ibex 35 ^{1,2 y 3}

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV. (1) La zona sombreada indica periodos de vigencia de la prohibición en España. (2) Los indicadores se calculan con datos sobre las acciones componentes del Ibex 35 a 30/12/2011. Para cada valor se obtiene el porcentaje del capital sobre el que se han comunicado posiciones cortas. El dato agregado se pondera por el valor de mercado de las acciones a una fecha fija (30/12/2011), para evitar variaciones en el indicador debidas a variaciones de precios. (3) El punto de corte representa el cambio de la normativa nacional a la normativa armonizada por la Unión Europea.

Durante el periodo de análisis, de junio de 2010 a marzo de 2013, las empresas sobre las que las posiciones en corto comunicadas han sido más importantes han sido los bancos medianos. Dado que la incertidumbre económica se concentraba en los mismos, esto es coherente con la teoría expuesta. Las posiciones cortas sobre sociedades no financieras y los grandes bancos han sido inferiores. En todo caso, esta cifra agregada simplifica una realidad en la que había emisores sobre los que no había posiciones cortas comunicadas y otros que concentraban gran parte de las mismas.

Durante la prohibición iniciada en julio de 2012, las posiciones en corto comunicadas sobre los tres grupos de emisores fueron cayendo lentamente durante los primeros meses de la misma, de agosto a octubre. Pero la caída fue más abrupta en noviembre de 2012, cuando la ampliación de capital de uno de los bancos medianos provocó la dilución del valor de las posiciones cortas.

11 Adicionalmente, cuando la posición en corto de un solo inversor supere el 0,5% del capital social, se revela al mercado la identidad del mismo.

Tras el levantamiento de la prohibición de ventas en corto, el 31 de enero de 2013, se han producido ascensos en estas posiciones, aunque desde niveles muy inferiores a los que había antes de la prohibición.

4 Precio y volatilidad de las acciones afectadas por la prohibición

En este apartado se analiza la evolución del precio y volatilidad de las acciones afectadas por la prohibición. La población a analizar será las acciones que componían el índice Eurostoxx 300 en septiembre de 2012. Esta población permite analizar acciones relativamente líquidas y, por lo tanto, con un comportamiento estadístico adecuado y, a su vez, con suficiente diversidad por países, sectores y tamaño. El precio de todas estas acciones está denominado en euros, por lo que el mercado de divisas no es factor adicional a controlar.

4.1 La evolución del precio de las empresas afectadas por la prohibición

El efecto previsto de la prohibición es que deteriorará la calidad informativa del mercado, al evitar que lleguen a él las opiniones más pesimistas, sesgando el precio al alza. Por otro lado, si es cierta la posibilidad de equilibrios múltiples, la prohibición también puede provocar un aumento del precio de mercado al reducir la probabilidad de los peores equilibrios. Bajo cualquiera de los dos supuestos, cabe esperar que, cuanto mayor sea la incertidumbre sobre una empresa, mayor efecto tendrá la prohibición sobre el precio de sus acciones.

Para analizar la posible existencia de un efecto sobre los precios de las acciones de las prohibiciones en corto se ha procedido a estimar un modelo APT individual para cada una de las acciones afectadas por prohibiciones en corto durante 2011 o 2012 del Eurostoxx 300 y del Ibex 35. Como variables explicativas de la rentabilidad se ha utilizado la evolución del índice Eurostoxx 300 y la inversa de la prima de riesgo nacional. Además, se han introducido variables *dummies* que recogen la vigencia de la prohibición de constituir posiciones cortas.

En el cuadro 1 se recogen las estadísticas descriptivas para los estadísticos de los coeficientes de las variables *dummies* que reflejan la vigencia de la prohibición, para diferentes periodos y muestras. Un coeficiente de esta variable positivo y significativamente distinto de cero, aproximadamente de un 1,65, implicaría que el precio de una acción ha tenido durante el periodo de prohibición una rentabilidad positiva que no puede ser explicada por otros factores, lo que indicaría un posible sesgo en los precios por la prohibición.

Para los distintos periodos y especificaciones de la variable *dummy* que representa la prohibición se puede observar que la mediana se encuentra por debajo del 1,65. Esto indica que, al menos para la mitad de las acciones consideradas durante la prohibición, no se produjo un aumento anormal de los precios. Separando el periodo de prohibición en dos, el primer mes y el resto, tampoco se observan resultados notablemente distintos, por lo que no parece posible tampoco afirmar que a corto plazo se produjera una rentabilidad extraordinaria dentro de las acciones afectadas.

Si se analiza el tercer cuartil de los estadísticos t , sí que se observan casos en que más de un 25% de las acciones analizadas presentan rendimientos anormales positivos. Así, por ejemplo, en el caso de la prohibición de 2012, se observa que este tercer cuartil toma el valor 1,94 durante el primer mes de vigencia de la prohibición. Más en detalle, 13 de las 44 acciones que se vieron afectadas por la prohibición experimentaron un rendimiento anormalmente positivo durante su primer mes de vigencia.

Según lo dicho en el apartado 2.1, se puede esperar que la prohibición de ventas en corto introduzca un mayor sesgo al alza, cuanto mayor sea la incertidumbre que exista sobre dicha acción. En el gráfico 4 se plantea la posible existencia de este efecto para empresas españolas afectadas por la prohibición de 2012. Se ha tomado como aproximación a la incertidumbre la media de la volatilidad implícita de cada acción la semana previa a la prohibición. Como se puede observar, gráficamente parece existir cierta relación entre la volatilidad previa a la prohibición y el exceso de rentabilidad durante la misma; sin embargo, los resultados no son los suficientemente robustos estadísticamente para afirmarlo con seguridad.

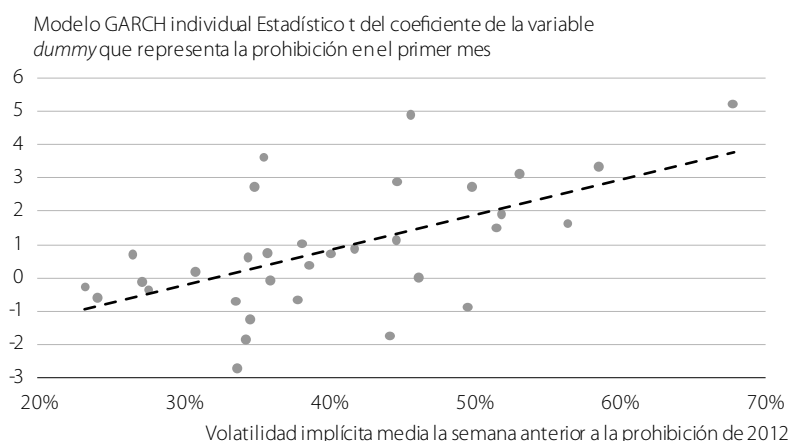
Rentabilidad de las acciones durante la prohibición

CUADRO 1

Estimaciones individuales de la rentabilidad por GARCH. Estadísticas descriptivas del estadístico t^1 del coeficiente de la variable *dummy* de la prohibición

Periodo	# Acciones ³	Variable prohibición ⁴	Estadísticas descriptivas del t-stat del coeficiente de la variable de prohibición ²					
			Mínimo	1º cuartil	Mediana	Media	3º cuartil	Máximo
1/1/11 - 31/12/12	48	Todo el periodo	-2,20	0,08	1,02	0,97	1,85	4,59
1/3/11 - 31/12/11	21	Todo el periodo	-1,66	0,12	0,72	0,53	1,20	2,24
1/3/12 - 31/12/12	44	Todo el periodo	-1,48	0,09	1,11	1,10	1,92	4,34
1/1/11 - 31/12/12	48	Primer mes	-6,07	-0,75	0,63	0,65	1,54	9,27
		Resto prohib.	-2,16	-0,16	0,81	0,80	1,55	5,21
1/3/11 - 31/12/11	21	Primer mes	-0,84	-0,21	0,26	0,47	1,17	2,15
		Resto prohib.	-1,61	-0,74	0,74	0,49	1,31	2,65
1/3/12 - 31/12/12	44	Primer mes	-2,72	-0,26	0,74	0,84	1,94	5,26
		Resto prohib.	-1,32	0,28	0,80	0,71	1,28	2,71

Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Para acciones del Ibex 35 (España) y del Eurostoxx 300 (Francia e Italia) que se han visto afectadas por la prohibición de ventas en corto. Se ha estimado una ecuación ARCH(1) para cada acción en el periodo 01/03/2012 a 31/12/2012, o alternativamente en los periodos 1/3/11 a 31/12/11 y 1/3/12 a 31/12/12 para analizar por separado ambas prohibiciones. La variable del lado izquierdo de la ecuación es la rentabilidad (log) de la acción y en el lado derecho se incluye una constante, la rentabilidad (log) del Eurostoxx 300 y de la cartera de deuda que simula la inversa de la prima de riesgo española. Adicionalmente se incluyen variables *dummies* que reflejan la vigencia de la prohibición. (2) Se ofrece el estadístico t obtenido de la estimación para los coeficientes de las variables que representan la prohibición. (3) El número de acciones depende del periodo analizado. Para la prohibición de 2011 no se incluyen empresas no financieras españolas y para el periodo 2012 no se incluyen empresas francesas. (4) La variable *dummy* que representa la prohibición. «Todo el periodo» implica que su valor es 1 para todo el periodo en que está vigente la prohibición. «Primer mes», es una variable *dummy* que toma el valor 1 solo en el primer mes en que está vigente la prohibición y 0 en el resto. «Resto prohib.» es la variable complementaria a «Primer mes».



Fuente: Reuters Datastream y elaboración propia. En el eje horizontal se muestra el promedio de la volatilidad implícita de cada acción la semana antes de la prohibición de 2012 en España. En el eje vertical se muestra el estadístico t del coeficiente de la regresión, explicada previamente, para la variable *dummy* que refleja la vigencia de la prohibición durante el primer mes.

4.2 Volatilidad de las acciones afectadas por la prohibición

La prohibición de ventas en corto deteriora la eficiencia en la formación de precios de mercado, por lo que cabe esperar que una acción afectada por dicha restricción se vea sometida a una mayor volatilidad. El efecto contrario se produciría si se considera que la prohibición de ventas en corto protege a la empresa de movimientos espurios en sus precios.

Para analizar cómo se ha comportado la volatilidad de las acciones sometidas a la prohibición de ventas en corto se ha utilizado un análisis de datos de panel¹² en que se incluyen todas las acciones del Eurostoxx 300 para el periodo 2010-2013¹³. La variable del lado izquierdo de la ecuación es la volatilidad implícita de cada acción. Utilizar esta variable reduce la necesidad de hacer supuestos sobre la distribución estadística de la volatilidad y, en teoría, dicha variable incorpora inmediatamente toda la información disponible en el mercado, al contrario que las volatilidades estimadas. Al mismo tiempo, introduce un componente de subjetividad, ya que este indicador vendría a reflejar la estimación de los intervinientes en el mercado de opciones sobre la volatilidad esperada para una acción, que puede o no coincidir con la volatilidad que finalmente se produzca.

Un posible sesgo de la estimación es que las prohibiciones se suelen establecer para grupos enteros de acciones de un determinado país. Como se ha visto, la evolución

12 Siguiendo a Y. Croissant y G. Millo (2008), *Panel Data Econometrics in R: The plm Package*, disponible en [Http://cran.r-project.org](http://cran.r-project.org).

13 Los anexos a este documento I y II contienen una descripción sobre la estructura de los datos utilizados y las principales variables analizadas. El Anexo III contiene información gráfica sobre la distribución de las distintas variables analizadas condicionada a la vigencia o no de una prohibición sobre ventas en corto.

del precio de las acciones y su volatilidad depende del riesgo macroeconómico percibido sobre el país de la empresa emisora. Si no se controla por ese sesgo y la prohibición coincide con un periodo de relajación (empeoramiento) de las condiciones macroeconómicas, se podría concluir equivocadamente que durante la prohibición descendió (aumentó) la volatilidad de las acciones. Por ello y para controlar por ese efecto macroeconómico, se ha introducido como variable de control el CDS del bono soberano del país de origen de la acción. Sin embargo, no para todas las empresas el CDS de su país tiene una relación similar con la volatilidad de las acciones, por lo que se ha realizado la estimación permitiendo que los coeficientes que relacionan la volatilidad implícita de cada acción con el CDS de su país sean variables y únicamente se han conservado en la estimación final las relaciones que sean significativas al 10%.

Cambios en la volatilidad implícita (log) de las acciones del Eurostoxx 300, asociados a la prohibición de ventas en corto¹

CUADRO 2

Estimación por datos de panel

Estimación	1	2	3	4	5	6
Periodo estimación	Ene10	Ene10	Ene10	Ene10	Mar 11	Mar 12
	Mar 13	Mar 13	Mar 13	Mar 13	Dic 11	Dic 12
Efectos fijos individuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos temporales	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Prohibición	0,213***	0,117***	0,016***	0,013***	0,002	0,029***
estadístico-t ²	68,25	40,79	11,75	9,85	0,63	8,38
CDS (log)				Variable ³	Variable ³	Variable ³
estadístico-t ²				Variable ³	Variable ³	Variable ³
Volatilidad (-1) (log)			0,870***	0,864***	0,820***	0,784***
estadístico-t ²			112,20	106,87	42,90	42,24

Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos de 04/01/2010 a 04/03/2013. (1) La variable del lado izquierdo de la ecuación es la volatilidad implícita (log) de las acciones del Eurostoxx 300 obtenidas de los mercados de opciones. No incluye Portugal, al no haber datos disponibles de volatilidad implícita sobre las acciones de este país. Se han eliminado las observaciones en que la volatilidad implícita estaba en el último percentil, para evitar los efectos de posibles valores atípicos. En el lado derecho de la ecuación se incluyen: i) constantes para cada acción de la muestra, ii) una constante temporal para cada sesión incluida en los datos de panel, iii) una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando hay una prohibición de ventas en corto sobre la acción, iv) el precio de los CDS de la deuda soberana del país del que proceda la empresa que ha emitido la acción y v) la volatilidad retardada una sesión. (2) El estadístico t se estima mediante una matriz de varianzas covarianzas diagonal de White. (3) Para las estimaciones 4 a 6 se han utilizado coeficientes variables para analizar la relación entre la volatilidad implícita y los CDS nacionales. Para evitar reducir en exceso los grados de libertad, se ha procedido a hacer estimaciones individuales del modelo, incluyendo posteriormente en la estimación por datos de panel el control del CDS solo para aquellas acciones en que se hubiera mostrado la existencia de correlación, todos ellos con su propio coeficiente. Posteriormente, se ha ido iterando el proceso para eliminar aquellas variables para las que el coeficiente no fuera significativo. Para la estimación 4, la media del coeficiente así obtenido ha sido de 0,018, la mediana del coeficiente de 0,022 y la mediana del estadístico t de 5,524.

Los resultados se muestran en el cuadro 2. Para todas las estimaciones obtenidas, la volatilidad implícita aumenta cuando se introduce la prohibición. Así, en la estimación 4, se puede ver que el valor del coeficiente de la *dummy* de prohibición es del 0,013, lo que implica que la prohibición está asociada a un aumento de la volatilidad implícita o esperada por los agentes del mercado de un 1,3%. Por subperiodos, en la estimación 6 se puede ver que la prohibición de 2012 estuvo asociada a un crecimiento de la volatilidad implícita, mientras que en la de 2011 no se puede rechazar estadísticamente que no hubiera incremento.

Como análisis de robustez, el Anexo IV contiene similares estimaciones para la varianza observada, en vez de la implícita. Para esta variable la prohibición también está asociada a un aumento de la volatilidad, entendida esta como el cuadrado del error de un modelo individual APT para cada acción. Así, en media, la volatilidad observada habría subido un 13,7% para las empresas afectadas por la prohibición, tras controlar por otros factores explicativos de la misma.

5 El funcionamiento del mercado durante las prohibiciones de ventas en corto

Como se mencionó anteriormente, cabe esperar que la prohibición de ventas en corto empeore la eficiencia en la formación eficiente de precios. Una posible consecuencia de ello será un descenso en la liquidez de estos mercados. Adicionalmente, cabe esperar que esta restricción reduzca los volúmenes negociados en estos mercados. En este apartado se analiza cómo las prohibiciones han afectado a la contratación de acciones y a su liquidez. En el último punto del mismo, se hace un análisis específico del mercado de renta variable español.

5.1 La contratación en los mercados europeos

Para medir el comportamiento de la contratación se ha procedido a realizar una estimación por datos de panel, cuyos resultados aparecen en el cuadro 3. La variable del lado izquierdo de la ecuación es el número de títulos de una acción negociado en todos los mercados europeos, según el agregado construido por Bloomberg, dividido por el número de títulos admitidos a negociación, esto es, la rotación diaria. En el lado derecho de la ecuación se incluye una variable que indica la vigencia para esa acción de una prohibición sobre ventas en corto. Adicionalmente se usa como variable de control la volatilidad implícita de la acción en la sesión anterior. Por último, se estimará el efecto de la prohibición utilizando los periodos inmediatamente anteriores y posteriores a tres eventos significativos: i) la entrada en vigor de la prohibición de 2011, ii) el levantamiento de dicha prohibición y iii) la entrada en vigor de la prohibición de 2012.

Cambios en la rotación (log) de las acciones del Eurostoxx 300 asociados a la prohibición de ventas en corto¹

CUADRO 3

Estimación por datos de panel

Estimación	1	2	3	4	5	6
Periodo estimación	Ene-10 Mar-13	Ene-10 Mar -13	Ene-10 Mar -13	10-7-11 12-9-11	16-1-12 16-3-12	22-6-12 24-8-12
Efectos fijos individuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos temporales	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Prohibición	-0,241***	-0,188***	-0,216***	-0,592***	-0,134***	-0,318***
estadístico-t ²	-28,53	-23,37	-25,50	-18,95	-6,44	-8,99
Volatilidad (-1) (log)			0,293***	0,140***	0,008*	0,016
estadístico-t ²			32,69	3,20	1,92	0,33

Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Los datos considerados van desde el 04/01/2010 al 04/03/2013. (1) La variable del lado izquierdo de la ecuación es la rotación (log) de las acciones, calculada como los títulos negociados en todos los mercados europeos (Bloomberg EU Composite) divididos por el número total de acciones emitidas. Se incluye como variable de control la volatilidad retardada (log) de cada acción. Se han eliminado las observaciones de rotación del percentil 100 para evitar el efecto de valores extremos. (2) El estadístico t se estima mediante una matriz de varianzas covarianzas diagonal de White.

Como se puede observar en la estimación número 3, las prohibiciones de 2011 y 2012 aparecen asociadas a descensos de la rotación de un 20,2% para todas las acciones afectadas, incluso tras controlar por la actividad general en todos los mercados de la zona euro, la rotación ordinaria de las acciones afectadas y la volatilidad retardada.

Las estimaciones 4 a 6 contienen el análisis de eventos. En los tres casos se encuentra que la prohibición está asociada a un descenso de la rotación de las acciones afectadas.

5.2 Liquidez de las acciones en mercados de la zona euro

Para hacer comparaciones entre distintos países de la zona euro se va a proceder a utilizar la ratio de iliquidez de Amihud¹⁴. Esta se calcula dividiendo el valor absoluto de la rentabilidad diaria¹⁵ por el porcentaje de acciones negociadas en ese mismo día respecto al total emitido¹⁶. Así, para una acción *i* en el día *t*, la ratio de Amihud se calcula como:

14 Y. Amihud (2002), "Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects", en *Journal of Financial Markets*, enero.

15 Para el cálculo de la rentabilidad se va a usar el *Total return index* que calcula Thomson Datastream, ya que así se evita el posible efecto espurio de pago de dividendos.

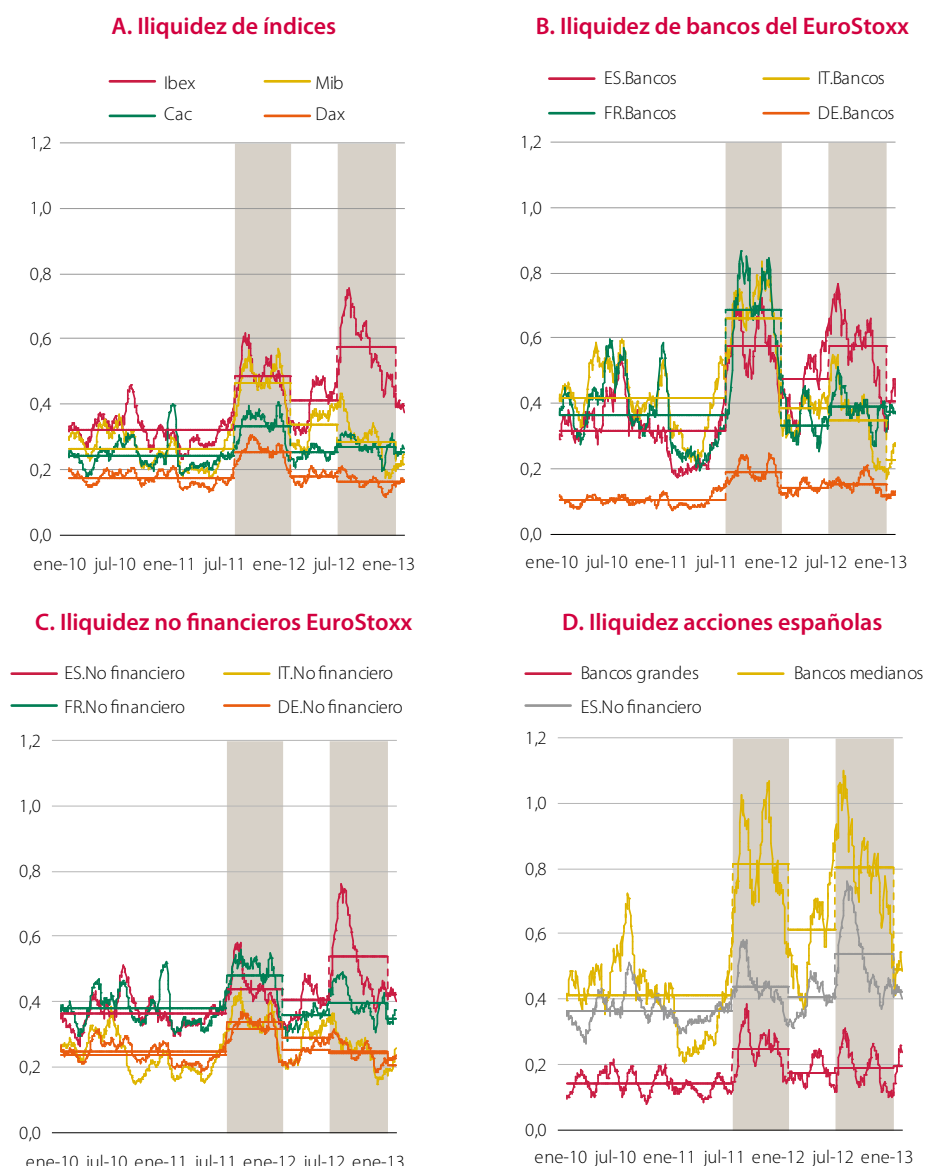
16 Para la realización de este estudio se va a proceder a usar esta medida modificada respecto a la original propuesta por Amihud, para facilitar las comparaciones entre empresas al aplicar un denominador sin escala monetaria, al igual que ocurre en el numerador.

$$RA_{it} = 100.000 \cdot \frac{\frac{abs\left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} - 1\right)}{V_{it}}}{NOSH_{it}},$$

donde P_{it} y P_{it-1} son los precios de la acción i el día t y el día anterior, respectivamente, V_{it} es el número de títulos negociados de esa empresa en ese día y $NOSH_{it}$ es el número de acciones admitidas a negociación de esa empresa.

Ratio de iliquidez de Amihud. Comparativa zona euro¹

GRÁFICO 5



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Ratio agregada de Amihud calculada como la media simple móvil de 22 sesiones para las ratios de Amihud individuales diarias. La ratio individual de Amihud para cada empresa y cada sesión se calcula como el cociente entre el valor absoluto de la rentabilidad diaria y el porcentaje de acciones emitidas por la empresa negociado en todas las bolsas europeas, según el agregado calculado por Bloomberg, todo ello multiplicado por 100.000. Se han eliminado de la muestra aquellas observaciones individuales para cada día y empresa del percentil 100, por considerarlas *outliers*. Para cada serie se ofrece, como línea discontinua, la media de la ratio para el periodo relevante.

Esta ratio puede ser interpretada como el efecto sobre el precio (en términos absolutos) de un incremento de la negociación en un 1%. Dado que las acciones más líquidas permiten dichos aumentos en la contratación con un menor impacto en el precio, una mayor ratio de Amihud mostrará una mayor iliquidez, esto es, un peor funcionamiento del mercado.

El gráfico 5 contiene la evolución de la ratio de iliquidez de Amihud en varios países de la zona euro, calculado como una media móvil de 22 sesiones para los componentes de varios índices. Se puede observar que la prohibición iniciada en 2011 se vio acompañada por un aumento de la iliquidez de las acciones de la zona euro, les afectara o no dicho veto. En ese sentido, es muy ilustrativo el panel C, compuesto por acciones no financieras, que muestra cómo acciones no sujetas a la prohibición experimentaban un aumento en su iliquidez.

La prohibición de 2012 es más difícil de interpretar gráficamente. Así, tras su aplicación en España e Italia, se produjeron aumentos en la iliquidez, que luego descendió hasta finalizar el año. En el caso de Italia, esto puede ser explicado por el levantamiento de la prohibición a finales de septiembre, pero en España esta caída se produce aún con la restricción vigente. Este descenso, por tanto, podría también ser explicado por otros factores ajenos al mercado de acciones que redujeran la incertidumbre sobre estos valores. En todo caso, la iliquidez del mercado español es mayor durante el periodo a la del resto de los mercados analizados.

Dado que la interpretación de estos gráficos es ambigua, se ha procedido a analizar la evolución de la liquidez mediante datos de panel, siguiendo el trabajo realizado por Beber y Pagano (2012). El periodo de estimación es de 2010 a 2013 para acciones del Eurostoxx 300. La variable del lado izquierdo de la ecuación va a ser la ratio diaria de iliquidez de Amihud para cada acción del Eurostoxx 300. Como variables de control se introducirán *dummies* por cada acción y sesión, la ratio de iliquidez retardada y la volatilidad implícita de cada acción en el cierre de la sesión anterior, lo que permite controlar por el nivel de volatilidad, que puede estar correlacionado con la decisión de prohibir las ventas en corto y la propia iliquidez. Por último, se introduce una *dummy* que toma el valor 1 cuando existe una prohibición de ventas en corto sobre un valor en particular. Adicionalmente, se va a proceder a realizar esta estimación para diferentes submuestras, según el tamaño de la empresa, el país en que se aplica la prohibición y diferentes periodos de estimación.

Estimación por datos de panel

Descripción de la estimación				Coeficientes de la estimación							
Estimación	Periodo estimación		Población considerada	Efectos fijos		Prohibición		Amihud (-1)		Volatilidad (-1)	
				Individuales	Temporales	Coef.	t-stat	Coef.	t-stat	Coef.	t-stat
1	1-5-10	04-03-13	Eurostoxx300	Sí	No	0,242***	32,68				
2	1-5-10	04-03-13	Eurostoxx300	Sí	Sí	0,191***	25,58				
3	1-5-10	04-03-13	Eurostoxx300	Sí	Sí	0,158***	23,01	0,139***	32,44		
4	1-5-10	04-03-13	Eurostoxx300	Sí	Sí	0,152***	21,45	0,135***	27,10	0,050***	5,49
5	1-3-11	31-12-11	Eurostoxx300	Sí	Sí	0,237***	16,93	0,065***	7,03	0,014	0,51
6	1-3-12	31-12-12	Eurostoxx300	Sí	Sí	0,130***	11,21	0,081***	8,98	0,034*	1,73
7	1-5-10	04-03-13	España	Sí	Sí	0,145***	6,63	0,128***	8,16	0,178***	3,37
8	1-5-10	04-03-13	Italia	Sí	Sí	0,091***	6,52	0,245***	16,12	0,015**	2,31
9	1-5-10	04-03-13	Francia	Sí	Sí	0,186***	10,93	0,103***	12,55	-0,012***	-0,43
10	1-5-10	04-03-13	Financieras	Sí	Sí	0,096***	7,81	0,168***	18,14	0,033	1,05
11	1-3-12	04-03-13	Cap. Pequeñas ²	Sí	Sí	0,086***	7,28	0,132***	21,51	-0,046	-1,47
12	1-3-12	04-03-13	Cap. Medianas ²	Sí	Sí	0,167***	18,80	0,107***	25,00	0,076***	3,94
13	1-3-12	04-03-13	Cap. Grandes ²	Sí	Sí	0,264***	23,12	0,155***	32,47	0,029**	2,45
14	1-3-12	04-03-13	Cap. Muy grandes ²	Sí	Sí	0,100***	14,06	0,151***	38,23	0,167***	8,27

Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Estimación por datos de panel para el periodo 1/1/2010 a 04/3/2013 de acciones componentes del Eurostoxx 300 en septiembre de 2012 para las que exista información sobre volatilidad implícita en el mercado de opciones. Los estadísticos t de los coeficientes se han estimado con una matriz diagonal de White. Se han eliminado los datos cuando la ratio de Amihud estaba en el 1% superior de toda la muestra, para evitar la presencia de *outliers*. Tampoco se consideran los datos de Grecia, ya que la prohibición estuvo en vigor en todo el periodo, ni los de Bankia, por ser de difícil modelización estadística. (2) La clasificación por tamaños se deriva de la media del valor de mercado durante el periodo de estimación. El grupo de empresas pequeñas son aquellas con valor medio inferior a 2.500 millones de euros, el grupo de medianas de 2.500 a 5.000 millones, el de grandes de 5.000 a 10.000 millones y el de muy grandes por encima de 10.000 millones.

Según los resultados del cuadro 4, la imposición de una prohibición sobre ventas en corto está claramente asociada estadísticamente a una mayor iliquidez de las acciones afectadas. Así, en la estimación número 4, tras controlar por factores como la volatilidad implícita y la iliquidez general en los mercados europeos, se observa que la prohibición provoca de media un aumento de 0,152 en la ratio de Amihud. Si analizamos por separado las prohibiciones de 2011 y 2012 (estimaciones 5 y 6), vemos que la primera estuvo asociada a mayores deterioros individuales de la iliquidez que la segunda. Si la estimación se realiza por países (estimaciones 7 a 9) y por tamaños de la empresa (estimaciones 10 a 14), también se encuentra dicho efecto significativo.

5.3 Análisis del mercado español de renta variable durante la prohibición de 2012

Como se ha visto, la prohibición de ventas en corto aparece asociada empíricamente a descensos en la contratación y la liquidez de las acciones afectadas, a la vez que se producen aumentos en la volatilidad. En el presente apartado se va a proceder a estudiar algunos aspectos específicos del mercado español de renta variable durante el periodo de prohibición de ventas en corto iniciado en julio de 2012.

El importe efectivo del volumen medio diario negociado descendió notablemente durante la segunda prohibición, especialmente en el periodo agosto-octubre de 2013. Sin embargo, no toda esta caída se debe achacar a la prohibición de ventas en corto, ya que simultáneamente puede deberse a la reducción del precio de las acciones negociadas o, incluso, a un efecto estacional.

Para eliminar los anteriores efectos, se ha procedido a deflactar la contratación nominal utilizando la evolución del IGBM¹⁷. Posteriormente se ha procedido a calcular la serie desestacionalizada utilizando el programa Tramo-Seats. Los datos se ofrecen en el cuadro 5 estandarizados, de modo que 100 es la media de la contratación desestacionalizada y deflactada en 2012.

Contratación deflactada y desestacionalizada en acciones del IGBM en BME

CUADRO 5

100= Media de la contratación deflactada y desestacionalizada en 2012

Mes/año	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Enero	93,6	92,4	134,9	83,8	88,9	111,9	93,4
Febrero	99,1	106,4	107,1	104,7	109,8	95,2	80,0
Marzo	85,0	132,8	104,3	104,2	76,0	101,0	101,5
Abril	87,1	102,3	93,4	105,9	111,7	99,9	117,9
Mayo	89,8	104,2	84,1	104,6	146,3	91,0	120,6
Junio	92,4	137,4	98,0	92,4	100,1	87,8	117,9
Julio	91,3	102,4	101,5	97,1	103,7	118,5	112,9
Agosto	86,3	126,2	104,1	93,5	91,5	143,9	80,6
Septiembre	111,6	108,2	123,4	80,4	86,5	106,2	99,3
Octubre	91,7	116,1	126,5	85,9	116,6	104,7	97,3
Noviembre	103,5	116,2	111,1	94,0	143,4	108,2	71,9
Diciembre	108,2	107,7	96,5	98,1	97,7	97,1	106,6

Fuente: CNMV y elaboración propia. La suma del efectivo negociado cada día en BME sobre acciones del IGBM se ha deflactado utilizando este último índice y calculada su media mensual para el periodo 1998-2012. Esta media mensual deflactada de contratación se ha desestacionalizado mediante el programa Tramo-Seats. Para facilitar el análisis, los datos obtenidos se han estandarizado dividiendo por la media en 2012.

Como se puede observar, incluso tras realizar estos ajustes, los meses de agosto y noviembre de 2012 tienen una de las menores actividades de todo el periodo analizado (80,6 y 71,9, respectivamente). Sin embargo, otros meses en que la prohibición de ventas en corto estuvo vigente, muestran actividades bursátiles ordinarias, especialmente diciembre, que está por encima de la media. La conclusión es que la prohibición parece estar asociada a descensos en la actividad, pero menores de lo que aparentemente indican los datos de efectivo negociado.

17 Este ajuste, en todo caso, no es perfecto, ya que las ponderaciones del IGBM dependen de la capitalización de las empresas y no de la importancia relativa de la contratación de estas acciones, aunque se usa porque está convenientemente correlacionada.

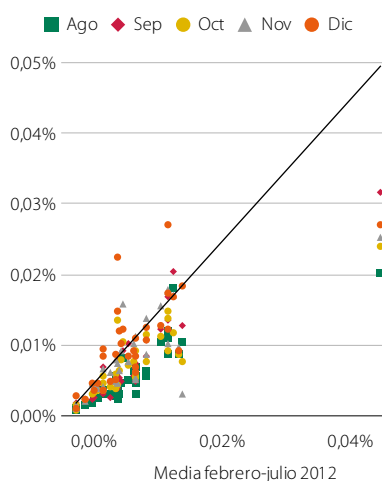
Para analizar la liquidez en la bolsa española, se va a utilizar otra medida de liquidez denominada Lambda de Kyle¹⁸, estimada por la Sociedad de Bolsas. Para cada acción, se calcula el valor monetario de la operación que permite comprar o vender dichos títulos afectando al precio como máximo en un $\pm 1\%$. Cuanto más líquida sea dicha acción, mayor será dicho valor monetario, es decir, mayor será la capacidad de un inversor de hacer operaciones de gran volumen sin que el precio de mercado se altere en su contra.

En el gráfico 6.A se ofrece para cada empresa del Ibex 35 dicha medida de liquidez estandarizada según el valor de mercado de la empresa, de modo que esta medida se puede interpretar como el porcentaje de títulos de la empresa que se pueden adquirir alterando su precio en un máximo del $\pm 1\%$. En el eje horizontal se ofrece dicho valor para el periodo de febrero a julio de 2012, un periodo sin apenas restricciones a las ventas en corto¹⁹. En el eje vertical, se ofrecen los mismos datos para los meses de agosto a diciembre, con la prohibición vigente, acompañados por la bisectriz.

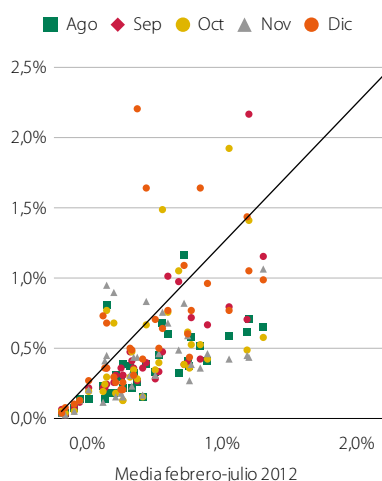
Liquidez en acciones del Ibex 35. Prohibición 2012

GRÁFICO 6

A. Lambda de Kyle-Liquidez ex ante¹



B. Rotación – liquidez ex post²



Fuente: Sociedad de Bolsas, Thomson Datastream y CNMV. (1) La Sociedad de Bolsas ofrece en su boletín mensual el valor medio en euros necesario para alterar el precio de una acción en un $\pm 1\%$. Un mayor valor implica una mayor liquidez, ya que el impacto previsible de una compra será menor. Dicha cuantía ha sido estandarizada por el valor de mercado de la empresa al cierre del periodo de análisis. (2) La rotación se calcula para cada día como el número de títulos negociados divididos por el número de títulos emitidos; posteriormente se calcula su media mensual.

En dicho gráfico, un punto por debajo de la bisectriz implica un empeoramiento de la liquidez respecto a la media del periodo febrero-julio de 2012. Como se puede observar, en general la liquidez *ex ante* de las acciones de empresas del Ibex 35 se redujo durante los meses en que estuvo vigente la prohibición.

18 Véase el anexo explicativo del Informe mensual de la Sociedad de Bolsas.

19 Durante este periodo estuvo vigente algún tipo de restricción a las ventas en corto durante la primera mitad de febrero y la última semana de julio.

Adicionalmente se procede a analizar la liquidez *ex post*, medida como el número medio diario de títulos negociados de cada empresa del Ibex 35, dividido por el número total de títulos admitidos (la rotación). Como periodo de comparación (eje horizontal del gráfico 6.B) se usa febrero-julio de este año. En el eje vertical aparece dicho valor para agosto y septiembre de 2012, junto a la bisectriz. Los resultados muestran también una caída en la liquidez y son coherentes con los observados en el gráfico 6.A.

6 Conclusiones

La CNMV estableció en 2011 y en 2012 prohibiciones sobre la constitución o ampliación de posiciones cortas, debido a «que la situación de extrema volatilidad que atraviesan los mercados de valores europeos podría perturbar su ordenado funcionamiento y afectar al normal desenvolvimiento de la actividad financiera».

Una gran parte de la literatura académica tiene una opinión favorable de las ventas en corto, ya que considera que estas mejoran la eficiencia del proceso de formación de precios. Sin embargo, algunos autores también han destacado que, en circunstancias de gran incertidumbre, las ventas en corto tienen la capacidad de incentivar operaciones que generen movimientos espurios en el precio de mercado y, en casos extremos, alterar el valor fundamental de las empresas afectadas de manera persistente. Estos efectos se agravarían en situaciones de riesgo sistémico en que no solo el emisor directamente afectado resulta perjudicado, sino también otros emisores públicos o privados.

Las autoridades del mercado de valores que han aplicado estas prohibiciones de ventas en corto lo han hecho precisamente en circunstancias excepcionales en que los mercados de valores operaban en condiciones de alta volatilidad, incertidumbre y riesgo sistémico. Cuando estas circunstancias se han relajado, estas autoridades han eliminado las restricciones, ya que son conscientes de que reducen la eficiencia del mercado de valores.

Este documento ha medido, para este periodo, los cambios en el funcionamiento del mercado asociados a la aplicación de las prohibiciones de ventas en corto. La palabra «asociados» se ha elegido deliberadamente, ya que, debido a problemas empíricos, no se pretende haber logrado una medición del efecto causal de esta prohibición sobre el funcionamiento del mercado y el autor es consciente de que, en algunos casos, los cambios pueden estar asociados a otros eventos del mercado que están correlacionados con la aplicación de la prohibición de ventas en corto.

La estimación de estos cambios asociados a las prohibiciones de ventas en corto se ha realizado para el conjunto de acciones del Eurostoxx 300, durante el periodo 2010-2013. Las conclusiones han sido:

- La prohibición no está asociada a rendimientos anormales positivos para la mayoría de las acciones afectadas.

- Cuando existe dicho efecto precio, aparece a corto plazo y es más probable en empresas sobre las que previamente hubiera más incertidumbre.
- La prohibición está asociada empíricamente a aumentos de la volatilidad implícita y observada de las acciones afectadas.
- La prohibición está asociada empíricamente a descensos en la contratación de las acciones afectadas.
- La prohibición está asociada empíricamente a descensos en la liquidez de las acciones, medida por la ratio de Amihud. Este empeoramiento de la liquidez es robusto a la introducción de controles, como la volatilidad implícita de las acciones y la propio ratio de Amihud retardado. También es robusto al análisis para distintas submuestras por países, tamaños de la empresa y periodos.

La prohibición de ventas en corto, por tanto, parece estar asociada empíricamente a un peor funcionamiento de los mercados de valores, lo que sería el coste explícito de esta medida. Sin embargo, su posible beneficio, de existir, es implícito y no se puede calcular, porque para hacerlo sería necesario conocer el escenario contrafactual, esto es, qué habría pasado de no tomarse esa medida.

Anexos

Estructura de la base de datos utilizada sobre el Eurostoxx 300

ANEXO I

País	Fin.	N. Empresas	Prohibición 2011		Prohibición 2012		Núm. de observaciones	
			Inicio	Final	Inicio	Final	Sin prohibic.	Con prohibic.
Austria	Sí	4	–	–	–	–	3.308	0
Austria	No	5	–	–	–	–	4.135	0
Bélgica	Sí	6	12/8/2011	13/2/2012	–	–	4.164	798
Bélgica	No	8	–	–	–	–	6.616	0
Alemania	Sí	9	–	–	–	–	7.109	0
Alemania	No	58	–	–	–	–	47.851	0
España	Sí	7	12/8/2011	15/2/2012	23/7/2012	31/1/2013	3.871	1.918
España	No	20	–	–	23/7/2012	31/1/2013	13.284	2.780
Finlandia	Sí	2	–	–	–	–	1.654	0
Finlandia	No	17	–	–	–	–	14.059	0
Francia	Sí	14	12/8/2011	13/2/2012	–	–	9.716	1.862
Francia	No	67	–	–	–	–	55.280	0
Irlanda	Sí	1	–	–	–	–	827	0
Irlanda	No	7	–	–	–	–	5.789	0
Italia	Sí	11	12/8/2011	24/2/2012	23/7/2012	14/9/2012	7.095	2.002
Italia	No	17	–	–	–	–	13.581	0
Luxemb.	No	3	–	–	–	–	2.481	0
Holanda	Sí	6	–	–	–	–	4.962	0
Holanda	No	27	–	–	–	–	20.501	0
Portugal	Sí	1	–	–	–	–	827	0
Portugal	No	4	–	–	–	–	3.308	0
Total	Sí	61	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	43.533	6.580
Total	No	233	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	186.885	2.780
Total		294	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	230.418	9.360

Fuente: Reuters Datastream, comisiones de valores europeas y elaboración propia. Se han excluido del análisis las empresas de Grecia, porque se mantiene la prohibición durante todo el periodo, y Bankia, por su comportamiento estadísticamente errático. Datos desde el 4/1/2010 hasta el 04/03/2013.

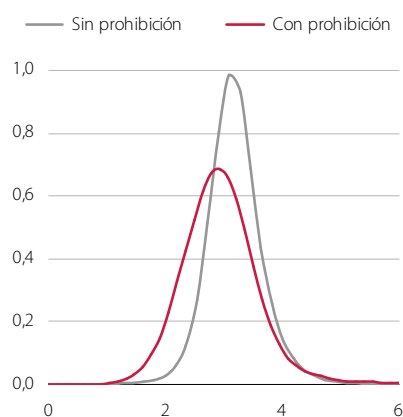
Estadísticas descriptivas de las variables utilizadas

ANEXO II

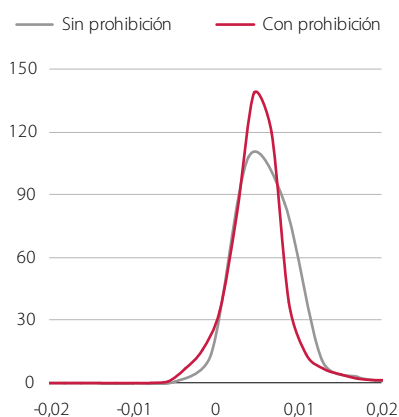
Variable	Prohibición	Mínimo	1º cuartil	Mediana	Media	3º cuartil	Máximo
Efectivo (mill. de euros)	No	0,00	9,35	23,09	82,24	69,83	18.400
	Sí	0,00	6,05	13,38	76,98	66,32	4.120
Rotación	No	0,0000	0,0025	0,0046	0,0062	0,0077	0,4046
	Sí	0,0000	0,0016	0,0033	0,0057	0,0065	0,1768
Amihud	No	0,0000	0,0985	0,2215	0,3690	0,4407	4,0000
	Sí	0,0000	0,1467	0,3811	0,6617	0,8671	4,0000
Volatilidad implícita	No	0,0014	0,2286	0,2841	0,3050	0,3570	9,0860
	Sí	0,1050	0,3030	0,3797	0,4344	0,5348	2,3310

Fuente: Reuters Datastream, Bloomberg y elaboración propia. Se han excluido del análisis las empresas de Grecia, porque se mantiene la prohibición durante todo el periodo, y Bankia, por su comportamiento estadísticamente errático. Datos desde el 4/1/2010 hasta el 04/03/2013. Para medir el volumen total negociado, se toma el concepto de EU Composite de Bloomberg, que agrega la negociación de una acción para todos los mercados de la Unión Europea. El efectivo se estima como el producto de la negociación por el precio de cierre. La ratio de Amihud se estima como se ha explicado en el texto. La volatilidad implícita son datos calculados por Datastream para opciones de compra europeas con precio de ejercicio próximo al precio del subyacente.

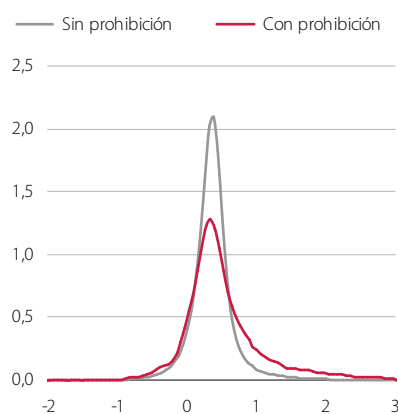
A. Efectivo negociado (mill).Log



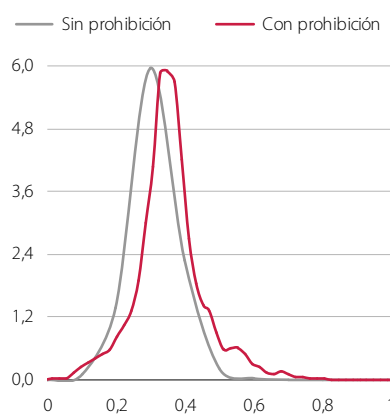
B. Rotación



C. Ratio de Amihud



D. Volatilidad implícita



Fuente: Datastream-Reuters, Bloomberg y elaboración propia. Para cada observación se ajusta la variable restándole la media individual de la misma, la media del día para todas las acciones y sumándole la media incondicionada. Sobre estos datos se estima un Kernel con una función de Epanechnikov para las observaciones en que está vigente una prohibición de ventas en corto y para las que no lo está. Se han excluido del análisis las empresas de Grecia, porque se mantiene la prohibición durante todo el periodo, y Bankia, por su comportamiento estadísticamente errático. Datos desde el 4/1/2010 hasta el 04/03/2013. Para medir el volumen total negociado, se toma el concepto de *EU Composite* de Bloomberg que agrega la negociación de una acción para todos los mercados de la Unión Europea. El efectivo se estima como el producto de la negociación por el precio de cierre. La ratio de Amihud se estima como se ha explicado en el texto. La volatilidad implícita son datos calculados por Datastream para opciones de compra europeas con precio de ejercicio próximo al precio del subyacente, denominadas *continuous call*.

Cambios en la varianza observada (log) de las acciones del Eurostoxx 300, asociados a la prohibición de ventas en corto ANEXO IV

Estimación por datos de panel. En el lado izquierdo de la ecuación se introduce el logaritmo del cuadrado del error de estimación para cada acción y para cada día de un modelo APT

Estimación	1	2	3	4	5	6
	Ene10	Ene10	Ene10	Ene10	Mar 11	Mar 12
Periodo estimación	Mar 13	Mar 13	Mar 13	Mar 13	Dic 11	Dic 12
Efectos fijos individuales	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos temporales	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Prohibición	0,575***	0,428***	0,403***	0,292***	0,217***	0,028
estadístico-t	20,23	15,04	14,16	9,71	3,65	0,47
$\log((\text{error}(-1))^2)$			0,050***	0,045***	0,039***	0,048***
estadístico-t			24,41	19,88	8,84	11,38
Varianza Implícita(-1) (log)				0,367***	0,206***	0,226***
estadístico-t				27,78	7,54	7,45

Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

Población: Acciones del Eurostoxx300 a septiembre de 2012. Se han eliminado los emisores de Grecia, Luxemburgo y Bankia. Adicionalmente, se han eliminado las observaciones extremas del cuadrado del error, tanto el 0,1% superior como el 0,1% inferior.

Estimación por datos de panel. Matriz de covarianzas de los coeficientes por diagonal de White.

Variable del lado izquierdo:

Logaritmo neperiano del cuadrado del error de estimación de un modelo APT individual por acción. Para cada acción considerada, se procede a estimar un modelo APT para el periodo 04/01/2010 a 04/03/2013. En el modelo APT se introduce como variables de lado derecho el Eurostoxx 300 y el CDS nacional de cada acción, para controlar por el riesgo sistémico. Si no es significativamente distinto de cero al 10% el coeficiente del CDS, se procede a utilizar un modelo con el Eurostoxx 300 como variable del lado derecho. En caso de que este tampoco fuera significativo, se utiliza como error de estimación la rentabilidad diaria al cuadrado.

Variables del lado derecho:

- i) constantes para cada acción de la muestra;
- ii) una constante temporal para cada sesión incluida en los datos de panel;
- iii) una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando hay una prohibición de ventas en corto sobre la acción;
- iv) la variable del lado izquierdo, retardada una sesión;
- v) la volatilidad implícita retardada una sesión.

Un análisis sobre el diseño y el impacto del impuesto a las transacciones financieras propuesto por la Comisión Europea

Ramiro Losada (*)

(*) Ramiro Losada pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

La actual crisis económica y financiera ha tenido y tiene graves repercusiones sobre las economías de los países europeos y sus finanzas públicas. Existe consenso en que la creación de burbujas inmobiliarias en diversos países como Estados Unidos, Irlanda, Reino Unido o España desempeñó un papel determinante en la génesis de la crisis. También existe consenso en que estas burbujas fueron alimentadas por una rápida expansión del crédito, acompañada de una toma de riesgos y de un apalancamiento excesivo por parte de las entidades financieras.

La intensidad y la persistencia de la crisis se explican, en gran medida, por el hecho de que el sector financiero se vio fuertemente afectado por la burbuja inmobiliaria en las principales economías desarrolladas. Un número considerable de instituciones financieras entraron en pérdidas y vieron en peligro su solvencia en diversos países, obligando a los Estados a inyectar dinero en estas instituciones con el fin de contener la inestabilidad financiera. En particular, el sector financiero de la zona euro ha recibido ayudas públicas sustanciales como consecuencia de la crisis, lo que ha agravado los problemas de déficit público generados por la pérdida de actividad en la economía real.

La responsabilidad atribuida al sector financiero en el desencadenamiento de la actual crisis y la cuantía de las ayudas públicas que este sector ha recibido han suscitado un amplio debate, tanto en torno a la conveniencia de mantener un sistema de garantías públicas respecto a este sector, como sobre el reparto de la carga asociado a las ayudas públicas¹. En este contexto, en la reunión de Pittsburgh de 2009, el G-20 solicitó al Fondo Monetario Internacional (FMI) un informe sobre posibles medidas para asegurar una contribución mayor y más justa de las instituciones financieras a los presupuestos públicos². El FMI propuso dos alternativas. La primera consistía en la creación de un fondo dotado por las entidades financieras en función de su riesgo potencial para la estabilidad financiera. El objetivo del fondo sería hacer frente a cualquier posible rescate de entidades financieras sin tener que recurrir a ayudas públicas. La segunda opción propuesta consistía en establecer un impuesto sobre las actividades financieras, cuya base estaría constituida por la suma de los beneficios obtenidos por estas entidades y las remuneraciones satisfechas a sus empleados.

Por su parte, la Comisión Europea (CE) ha optado por desarrollar una alternativa distinta a las sugeridas por el FMI. Así, el 28 de septiembre de 2011, la Comisión Europea presentó una propuesta formal de directiva del Consejo y el Parlamento Europeo para establecer un impuesto sobre las transacciones financieras (ITF). Este impuesto gravaría las transacciones sobre instrumentos financieros en que participan las instituciones financieras en los mercados secundarios. Según se indica en la propuesta de la CE, con este impuesto se pretendía no solo asegurar una mayor contribución de las instituciones financieras a los presupuestos públicos, sino tam-

1 En relación con la segunda cuestión, cabe destacar que, en la mayoría de los países, las transacciones realizadas a través del sector financiero están exentas de impuestos que, como el impuesto sobre el valor añadido (IVA) y otros similares, gravan de modo muy extendido las transacciones de bienes y servicios en otros sectores.

2 International Monetary Fund (2010), "A fair and substantial contribution: A framework for taxation and resolution to improve financial stability", Draft Report to the G-20.

bién propiciar una cierta reducción en el tamaño de la economía financiera en relación con la economía real, que, en su opinión, podría resultar excesivo.

La propuesta de directiva presentada por la CE fue discutida en las reuniones de junio y julio de 2012. En estas reuniones, los miembros de la UE no llegaron a un acuerdo para que se aplicara el ITF propuesto por la CE. Sin embargo, el 28 de septiembre de 2012, la CE recibió una petición de diez Estados Miembros para introducir en sus jurisdicciones un ITF bajo la figura de un acuerdo de cooperación reforzada. Tras la autorización del Consejo, el 14 de febrero de 2013, la CE ha presentado una nueva propuesta de ITF para los países que firmen el acuerdo de cooperación reforzada, que se basa casi en su totalidad en la anterior propuesta de directiva. Como se comentará más adelante en profundidad, solo introduce una novedad sustancial: la ampliación de la base de sujetos obligados a pagar el impuesto.

Hay que destacar que la propuesta del ITF es parte de una estrategia global de la Unión Europea para dar respuesta a los problemas que se han identificado como causa de la crisis actual. La Unión Europea se encuentra actualmente inmersa en un ambicioso programa de reglamentación del sector de servicios financieros³. Este programa tiene por objeto lograr unos servicios financieros más seguros, mediante la introducción de incentivos para que las entidades financieras no vuelvan a involucrarse en prácticas que se ha demostrado que entrañaban un riesgo excesivo. Esta reforma legislativa de los servicios financieros de la UE se estructura en torno a cuatro objetivos estratégicos: una mejora en la supervisión del sector financiero; el fortalecimiento de las entidades financieras y el establecimiento de un marco para su rescate, en caso de que fuera necesario; el incremento de la seguridad y la transparencia de los mercados financieros; finalmente, la mayor protección de los consumidores de servicios financieros.

El objetivo de reducir el tamaño de la economía financiera asumido en la propuesta de la CE concuerda con una corriente de pensamiento dentro de la literatura económica que trata los temas financieros. Gran parte de esta corriente sostiene, además, que una excesiva operativa a corto plazo en los mercados secundarios de valores podría ser perjudicial para la estabilidad financiera.

Así, en 1972, James Tobin propuso la introducción de un impuesto en los mercados de divisas para reducir el peligro que podía suponer su volatilidad para la estabilidad financiera. Antes de esta propuesta, John Maynard Keynes había propuesto un impuesto para transacciones sobre renta variable que hiciera más difícil la negociación de este tipo de activos en el corto plazo.

Sin embargo, siempre que se introduce un nuevo impuesto, este genera beneficios y costes para la sociedad en su conjunto. Como se indica más adelante, el ITF no es una figura totalmente desconocida en la práctica impositiva, ya que diversos países mantienen o han mantenido en vigor impuestos que gravan determinados tipos de transacciones financieras, si bien con distintas variantes. Así pues, se cuenta ya con

3 Véase J. Rodríguez de Agüero (2012), «Iniciativas recientes en la regulación europea de los mercados de valores: la respuesta a la crisis financiera y la revisión de las grandes directivas», en el Boletín trimestral de la CNMV, IV trimestre de 2012, pp. 75-106.

una cierta evidencia empírica a la hora de analizar la eficacia, en relación a sus objetivos, y los costes no deseables asociados a este tipo de impuestos.

Este artículo, además de describir con un cierto detalle las características del ITF propuesto por la CE, trata de analizar cuáles son los principales beneficios y costes que traería consigo su implantación. El análisis se apoya, de manera especial, en las previsiones de la propia CE y en las aportaciones de la literatura económica, incluidas las aportaciones de la literatura empírica que se basan en el estudio de las experiencias de aplicación de impuestos de este tipo en diversos países.

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En la sección 2 se describen diferentes modelos de ITF que están o han estado en vigor en diversos países. En la sección 3 se describe y analiza el ITF propuesto por la CE. Las secciones 4 y 5 se centran, respectivamente, en los beneficios y costes potenciales de la medida. En la sección 6 se muestran las conclusiones. Finalmente, en el anexo I se ilustran los posibles efectos redistributivos del ITF y en el anexo II se describen las hipótesis y los cálculos realizados por la CE en los análisis de impacto que acompañan a sus propuestas de ITF.

2 Precedentes en diversos países

Las propuestas relacionadas con el establecimiento de un ITF se asocian a menudo con la propuesta que realizó el economista James Tobin en los años setenta, reflejada en dos conocidos artículos sobre la creación de un impuesto uniforme a nivel internacional que gravara las operaciones de divisas al contado⁴. En esa propuesta, Tobin argumentaba que, dado el incremento en la movilidad del capital, sobre todo después del periodo en que estuvo en vigor el sistema de Bretton Woods, el impuesto podría reducir la volatilidad en este mercado, lo que ayudaría a que las economías fueran más estables y su financiación menos costosa.

Los impuestos sobre transacciones financieras no son desconocidos en la práctica impositiva de algunos países. De hecho, diversos países han tenido o tienen en vigor impuestos de este tipo, si bien, en la mayoría de los casos, los ITF en vigor no cubren, como propuso Tobin, las operaciones con divisas al contado. Así, dentro de la Unión Europea, países como Bélgica, Polonia, Irlanda o Reino Unido vienen aplicando desde hace tiempo sus propias versiones del ITF. También Alemania y Suecia, aunque actualmente no lo mantienen en vigor, han dispuesto de este tipo de impuesto en el pasado. De forma más reciente, Francia, en agosto de 2012, y Grecia, en abril de 2011, decidieron establecer unilateralmente sus propias versiones del ITF en sus respectivos territorios. Fuera de la Unión Europea, entre los países que mantienen en vigor un impuesto de este tipo, cabe citar a Singapur, Suiza o Taiwán.

Los ITF que están o han estado en vigor no comparten un mismo diseño. En particular, en el ámbito de la UE, aunque casi todos los ITF gravan o han gravado las

4 Véase J. Tobin (1974), *The new economics one decade older*, Princeton University Press y (1978), "A proposal for international monetary reform", en *Eastern Economic Journal*, vol. 4, pp. 153-159.

operaciones al contado en acciones, se pueden observar notables diferencias entre ellos, que se resumen a continuación⁵.

2.1 Bélgica

En Bélgica, el ITF que se encuentra en vigor se denomina «Impuesto sobre Transacciones en Bolsa». Este impuesto se aplica a las transacciones en acciones de compañías cotizadas, las acciones de sociedades de inversión, los bonos y algunos tipos de derivados. No obstante, para que una operación con estos instrumentos financieros se encuentre gravada, esta debe ejecutarse en un mercado organizado belga y a través de intermediarios belgas.

El tipo impositivo que se aplica varía de acuerdo con el tipo de transacción. En concreto, se aplica un tipo del 0,07%, con un máximo de 500 euros por transacción, para acciones de sociedades de inversión y bonos de deuda pública belga o de deuda pública de otros Estados, y un tipo del 0,17%, con un máximo de 500 euros por transacción, para cualquier otro tipo de instrumento financiero.

Hay algunas excepciones al pago del impuesto, entre las que destacan, por su importancia, las transacciones por cuenta propia de las instituciones financieras (bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones o fondos de inversión) y de los contribuyentes no residentes.

2.2 Polonia

En Polonia, la imposición sobre transacciones financieras está integrada en un impuesto más general que grava cualquier venta o intercambio de derechos de propiedad. Este ITF se aplica a las transacciones sobre cualquier valor o producto derivado que generen derechos de propiedad legalmente reconocidos. Están sujetas al pago de este impuesto las operaciones que se realicen en mercados organizados, así como los bonos y las letras del tesoro polaco. El tipo impositivo que se aplica a estas operaciones es del 1% y debe ser pagado por el comprador del valor o producto derivado.

2.3 Irlanda

En Irlanda, se aplica un impuesto a la compraventa o transferencia de acciones de compañías irlandesas y derivados cuyo subyacente esté constituido por acciones de compañías irlandesas. En este caso, el sujeto pasivo del impuesto es la persona que recibe las acciones o los derivados y el tipo impositivo aplicable es el 1% sobre el valor de mercado del instrumento.

5 Al ITF que solo grava transacciones sobre acciones se le denomina «Impuesto sobre Transacciones con Valores (ITV)».

2.4 Reino Unido

En el Reino Unido, existen dos impuestos de estas características que se encuentran en vigor, los denominados Stamp Duty y Stamp Duty Reserve Tax. Ambos impuestos gravan las compraventas e intercambios de acciones. El primero de ellos, el Stamp Duty, grava las operaciones en las que la transferencia de acciones se acredita mediante documentos físicos, por ejemplo, títulos representativos tradicionales en soporte papel, que deben presentarse o entregarse en la liquidación. En cambio, cuando las operaciones afectan a acciones representadas mediante anotaciones en cuenta y que se liquidan electrónicamente, el impuesto aplicable es el Stamp Duty Reserve Tax.

En cualquier caso, en ambos tipos de impuesto se aplica un tipo del 0,5% sobre el valor de la transacción. Este importe debe ser abonado por el comprador independientemente de que la operación se haya realizado en el Reino Unido o de que una o las dos partes no sean residentes en el Reino Unido.

2.5 Grecia

En Grecia se introdujo en abril de 2011 un impuesto que gravaba solo la venta de acciones que cotizasen en mercados organizados, tanto si la negociación se realizaba en mercados organizados como en mercados OTC. El tipo impositivo que se aplicaba a estas operaciones era del 0,2%. Este impuesto dejó de aplicarse el 1 de enero de 2013.

2.6 Francia

Como se ha indicado, la versión francesa del ITF se introdujo en agosto de 2012. Este impuesto grava con un 0,1% a la parte compradora de las compraventas o intercambios de acciones de empresas que coticen en mercados organizados y que tengan como residencia Francia, siempre que su capitalización sea mayor de mil millones de euros. Están sujetos a este impuesto tanto los residentes como los no residentes en el país.

Este ITF también grava de forma específica las operaciones de compraventa de acciones negociadas en la operativa de alta frecuencia, mediante un tipo adicional del 0,01% sobre el valor de dichas operaciones. Asimismo, también se aplica esta tarifa impositiva a los contratos de permuta financiera destinados a la cobertura de riesgo de crédito, los denominados Credit Default Swaps (CDS), cuyo subyacente sea deuda de países miembros de la UE. A diferencia de las operaciones de traspaso de propiedad de las acciones, en las operaciones de CDS solo están sujetos al pago del impuesto los residentes en Francia.

2.7 Suecia

En 1984 se introdujo en Suecia un impuesto del 0,50% sobre la compraventa de acciones y sobre el nocional de las opciones sobre acciones. El impuesto se aplicó a todas las compraventas que se realizaran en el país y que usaran los servicios de in-

intermediarios locales. Se gravaba tanto a la parte compradora como a la vendedora. En julio de 1986, el tipo impositivo se revisó, aumentándose hasta el 1%.

En enero de 1989, la aplicación del impuesto se extendió a los valores de renta fija. En este caso, se estableció un tipo impositivo menor, del 0,002% para instrumentos a menos de 90 días y del 0,03% para bonos a cinco o más años.

El ITF sueco sobre valores de renta fija solo estuvo en vigor hasta el 15 de abril de 1990, fecha en la que fue derogado. Por su parte, el impuesto sobre las operaciones con acciones y opciones sobre acciones también fue derogado a finales de 1991, tras haberse reducido a la mitad el tipo impositivo en enero del mismo año.

En el caso del impuesto sueco, su derogación obedeció a diversas razones⁶. En primer lugar, los ingresos que se obtuvieron de la recaudación del ITF estuvieron muy lejos de las previsiones. Se esperaba recaudar una cantidad anual cercana a los 1.500 millones de coronas suecas; sin embargo, la recaudación anual media a través de este impuesto fue tan solo de unos 50 millones de coronas. Además, las autoridades estimaron que la introducción del ITF supuso una reducción de la recaudación mediante el impuesto sobre ganancias de capital en una cuantía similar a la obtenida por el nuevo impuesto, de modo que, en términos netos, no se constataba un aumento de la recaudación fiscal total. La caída de la recaudación del impuesto sobre las ganancias del capital vino producida por el descenso en el precio de los activos, asociado al impacto negativo en su valor presente descontado de la carga impositiva esperada sobre su negociación futura.

En segundo lugar, se apreció tras la introducción del ITF una sustancial deslocalización de la actividad negociadora. Así, se estimó que en 1990 más del 50% de la negociación sobre renta variable sueca se había desplazado a Londres. Los inversores extranjeros de renta variable decidieron evitar el impuesto realizando la negociación en valores de renta variable suecos fuera de Suecia, mientras que los inversores domésticos redujeron su volumen de negociación.

La caída del volumen negociado en el mercado sueco en valores de renta fija y derivados fue todavía más acusada, a pesar de que el tipo impositivo era menor. Así, durante la primera semana de vigencia del ITF sobre la negociación en bonos, el volumen negociado en estos instrumentos cayó un 85% en el mercado de referencia. Por su parte, la introducción del ITF en el mercado de derivados trajo como consecuencia un descenso del 98% en la negociación de futuros y la desaparición del mercado de opciones. Tras la derogación del impuesto, los volúmenes de negociación en activos de renta variable, fija y derivados se recuperaron en un corto plazo de tiempo, creciendo substancialmente durante la década de los noventa.

Los expertos que han analizado el impacto del ITF sueco durante el tiempo que estuvo en vigor identifican, fundamentalmente, dos razones por las que este impuesto

6 Véase S. R. Umlauf, S. R. (1993), "Transaction taxes and the behaviour of the Swedish stock market", en *Journal of Financial Economics*, vol. 33, pp. 227-240; G.W. Schwert y P.J. Seguin (1993), "Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions", en *Financial Analysts Journal*, vol. Sept-Oct, pp. 27-35; y J.Y. Campbell y K.A. Froot (1994), "International experiences with securities transaction taxes", en *The Internalization of Equity Markets*, pp. 227-308, University of Chicago Press.

comportó más costes que beneficios. La primera es que el impuesto solo se aplicaba sobre las empresas de servicios de inversión suecas. Cualquier operación con valores suecos que se hiciera a través de intermediarios que no fueran suecos evitaba el pago del impuesto. La segunda razón es que existía una amplia gama de productos financieros que no estaban sujetos al impuesto y que se podían considerar como sustitutivos de los activos financieros gravados, lo que facilitaba el arbitraje fiscal.

3 El impuesto sobre las transacciones financieras propuesto por la Comisión Europea

Como se ha indicado, la propuesta de establecer un impuesto sobre transacciones financieras, finalmente asumida por once países de la zona euro, tiene su origen en un consenso generalizado sobre la conveniencia de que el sector financiero cargue en mayor medida con los costes generados por la crisis⁷.

La propuesta de directiva presentada el 28 de septiembre de 2011 por la Comisión Europea, inicialmente encaminada al establecimiento de un impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) común para todos los Estados Miembros de la UE, se apoyaba, además, en otros argumentos. En particular, se destacaba en la propuesta la existencia de un tratamiento fiscal ventajoso para el sector financiero en comparación con otros sectores económicos. Esta ventaja proviene de que la mayoría de los servicios en este sector se encuentran exentos del pago del impuesto sobre el valor añadido (IVA). Así pues, de acuerdo con la Comisión Europea, la introducción de un impuesto sobre las transacciones financieras (ITF) contribuiría a establecer una mayor igualdad en las reglas de juego que afectan a los agentes económicos (*level playing field*).

Esta propuesta de Directiva abogaba por un ITF que gravase el valor de determinadas transacciones realizadas por entidades financieras que actuaran en calidad de parte en la transacción, aplicándose el gravamen antes de cualquier tipo de compensación⁸. A estos efectos, la definición de entidad financiera considerada era amplia, incluyéndose en la misma a las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, los mercados organizados, las empresas de seguro y reaseguro, las instituciones de inversión colectiva y sus gestoras, los fondos de pensiones y sus gestoras, las sociedades de cartera y las empresas de arrendamiento financiero. También se consideraba a este efecto como entidades financieras a otras personas físicas o jurídicas que llevaran a cabo determinadas actividades financieras a gran escala. En cambio, las entidades de contrapartida centrales y los depositarios centrales de valores no se consideraban como entidades financieras a efectos de sujeción al ITF.

7 Véase la Propuesta de Directiva del Consejo de la UE relativa a un sistema común del impuesto sobre las transacciones financieras y por la que se modifica la Directiva 2008/7/CE.

8 La propuesta de Directiva se fundamentaba en el artículo 113 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE). En este artículo se encarga al Consejo, previa consulta al Parlamento Europeo y al Comité Económico y Social, que adopte las disposiciones legislativas necesarias para armonizar los impuestos indirectos en el seno de la UE, en la medida en que dicha armonización sea necesaria para garantizar el establecimiento y el funcionamiento del mercado interior y evitar las distorsiones de la competencia.

La iniciativa proponía gravar las transacciones realizadas en mercados secundarios con instrumentos financieros, en concreto, los instrumentos negociados en el mercado de capitales, los instrumentos del mercado monetario (salvo los instrumentos de pago), las participaciones o acciones en instituciones de inversión colectiva (UCITS y fondos de inversión alternativa) y los contratos de productos derivados⁹.

En la propuesta, el ámbito de aplicación no quedaba limitado a la negociación en mercados organizados, como los mercados regulados o los sistemas de negociación multilateral, sino que abarcaba otros ámbitos de la negociación, como los mercados no organizados (OTC). Además, no solo se preveía gravar las operaciones que supusiesen un traspaso de la propiedad de los instrumentos, sino también aquellas en las que una entidad financiera asumiese un riesgo equivalente al aparejado por la compra o la venta de un instrumento financiero. Esto incluía, en particular, a los préstamos de valores entre entidades de un mismo grupo. Asimismo, cuando un contrato de derivados diese lugar a la entrega de instrumentos financieros, además de gravar el contrato de derivados, también se preveía gravar la transacción o transacciones de contado destinadas a adquirir, para su entrega, los instrumentos financieros comprometidos.

A la hora de establecer una definición precisa de los instrumentos cuya compra, venta o cesión quedaba sujeta al ITF, la propuesta de la Comisión tomaba como referencia el anexo I de la Directiva 2004/39/CE, conocida como MiFID. De las definiciones que se establecen en esta Directiva se deduce que, de acuerdo con la propuesta de la Comisión, todas las operaciones al contado con instrumentos financieros quedarían sujetas a tributación, salvo las operaciones en los mercados de divisas¹⁰. En el caso de los derivados, sí se incluyen como objeto de gravamen los derivados sobre divisas, así como los derivados sobre materias primas.

Es importante señalar que, de acuerdo con la propuesta de la Comisión, las operaciones que se realizan en el mercado primario no quedarían sujetas al ITF para evitar el encarecimiento de la financiación de los sectores no financieros cuando recurran a los mercados de capital y su impacto negativo sobre el crecimiento económico. Por otra parte, la imposición de las transacciones del mercado primario entraría en conflicto con lo dispuesto en la Directiva 2008/7/CE del Consejo, relativa a los impuestos indirectos que gravan la concentración de capitales, la cual no permite establecer impuestos adicionales a la captación de capital cuando esta se realice mediante la emisión de bonos o acciones.

En cuanto a la aplicación territorial del ITF, la propuesta inicial de la Comisión proponía que se realizase utilizando el principio de residencia. Esto quiere decir que,

9 No obstante, se proponía excluir del ámbito de aplicación del impuesto las transacciones realizadas con el Banco Central Europeo y los bancos centrales nacionales, a fin de evitar una repercusión negativa sobre las posibilidades de refinanciación de las instituciones financieras o sobre las políticas monetarias en general.

10 Se asumía en la propuesta que un impuesto a las transacciones sobre divisas que afectase a las divisas oficiales de los países miembros de la EU supondría una violación del artículo 63 del Tratado sobre el Funcionamiento de la UE, en el que se prohíben las restricciones en los movimientos de capital entre Estados Miembros. En cuanto a las transacciones en divisas de países que no pertenecen a la UE, el artículo 64.3 del TFUE permitiría la adopción de un impuesto de estas características, pero tal medida podría ser interpretada por terceros países como una medida proteccionista.

para que una transacción financiera se grave, una de las partes debe estar establecida en el territorio de un Estado Miembro. En este caso, el pago del impuesto tendría lugar en el Estado Miembro donde estuviese establecida la entidad financiera que interviniese en la operación y sería independiente de la localización del mercado (dentro o fuera de la UE) donde la operación hubiera tenido lugar¹¹.

Un aspecto importante en el diseño de cualquier impuesto es la forma en que se determina la base imponible sobre la que se aplicarán los tipos impositivos. En esta propuesta de ITF se prevén dos formas de calcular la base imponible, dependiendo de que se trate de operaciones al contado o de operaciones con derivados. En el primer caso, generalmente se fija un precio y con ello un importe total para la operación de compraventa o cesión, que constituirá la base imponible para el ITF. A fin de evitar un falseamiento del mercado, cuando la operación se realice a un precio inferior al de mercado, o en el caso de operaciones que se efectúen dentro de un mismo grupo financiero, la base se calculará utilizando el precio de mercado en el momento de devengo del ITF. En el caso de operaciones con derivados, la base imponible será el nocional del subyacente en el momento de la compraventa o cesión del contrato.

En cuanto a los tipos que se aplicarían a las operaciones de contado, se propone un tipo del 0,1% para cada una de las partes en operaciones con acciones y bonos. El tipo impositivo para las operaciones con derivados sería del 0,01% para cada una de las partes.

La propuesta de directiva de la Comisión Europea fue discutida en las reuniones del Ecofin celebradas en junio y julio de 2012, sin que se alcanzase un acuerdo para introducir un ITF común para todos los países miembros de la UE. Sin embargo, el 28 de septiembre de 2012, la CE recibió una petición de diez Estados Miembros para que fuera trasladada al Consejo de Europa, solicitando autorización para poner en marcha el ITF en sus territorios mediante un procedimiento de «cooperación reforzada»¹². El 23 de octubre de 2012, la CE propuso al Consejo la autorización de dicho procedimiento, y este la ratificó el 22 de enero de 2013¹³.

El 14 de febrero de 2013, la CE presentó la nueva propuesta de ITF que se pondrá en marcha en los países que suscriban el acuerdo de cooperación reforzada, hasta ahora

11 Cuando ambas partes de una operación tuvieran su residencia en el territorio de un Estado que no fuera miembro de la Unión, la propuesta de la Comisión no contemplaba que la transacción estuviese sujeta al ITF, salvo que una de las partes en la transacción desarrollase parte de su actividad en alguno de los países de la UE. En ese caso, la entidad financiera del tercer país debería considerarse a este efecto como una entidad con residencia en el Estado Miembro en cuestión, y la transacción estaría sujeta al impuesto en dicho Estado. Cuando una transacción se llevase a cabo en un centro de negociación fuera de la UE, se contemplaría su sujeción al impuesto si, como mínimo, uno de los participantes en ella estuviese establecido en la UE.

12 Los países que solicitaron el acuerdo de cooperación reforzada fueron Austria, Bélgica, Francia, Alemania, Grecia, Italia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

13 El acuerdo de «cooperación reforzada» es una figura a la que se puede acoger un grupo de al menos nueve Estados Miembros que quieran adoptar una iniciativa legislativa propuesta por la CE, cuando no es posible alcanzar un acuerdo para adoptarla en todos los Estados Miembros de la UE. Las condiciones bajo las cuales se puede alcanzar un acuerdo de «cooperación reforzada» están reguladas en el artículo 20 del Tratado de la Unión Europea y en los artículos 326 a 334 del Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea.

once. Esta propuesta se basa en su mayor parte en los criterios y principios de la propuesta de Directiva que la propia CE realizó en 2011.

La nueva propuesta solo contiene una modificación importante, que afecta a la determinación de los sujetos pasivos que tienen la obligación de pagar el impuesto. En concreto, además del principio de residencia, ahora limitado a los países que suscriban el acuerdo, se ha añadido un criterio basado en el lugar de emisión de los instrumentos. Esto quiere decir que, además de gravar cualquier operación financiera que haga un residente de cualquiera de los países suscriptores del acuerdo, también serán gravadas las transacciones entre no residentes que operen con activos emitidos en dichos Estados.

En cualquier caso, es importante que el ITF que finalmente se implemente en el acuerdo de cooperación reforzada tenga en cuenta experiencias con este tipo de impuestos, especialmente aquellas, como la sueca, que se pueden considerar como fallidas.

Un primer paso a la hora de decidir el diseño del futuro impuesto debe ser fijar los instrumentos financieros y los mercados sobre los que recaerá. Respecto a los instrumentos financieros, el principal objetivo del diseño es limitar en la medida de lo posible la posibilidad de que pueda eludirse el impuesto mediante la utilización de productos financieros altamente sustitutivos que tengan un trato fiscal diferente. En este punto, la propuesta inicial de la CE abordaba el problema exigiendo que se gravara la negociación sobre acciones, renta fija y cualquier tipo de derivado. Solo se exceptuaban como operaciones libres de gravamen las operaciones al contado sobre divisas¹⁴. Esencialmente, en el catálogo de instrumentos considerados por la CE están incluidos los instrumentos financieros enumerados en la sección C del anexo I de la MiFID, más los derivados sobre divisas.

En cuanto a los mercados cuyas operaciones quedaban sujetas a gravamen, la propuesta de la CE contemplaba que fueran gravadas tanto las transacciones en mercados regulados como en mercados OTC. Se exceptuaban las operaciones en el mercado primario de acciones y bonos por contravenir la normativa comunitaria, como ya se ha indicado. Al gravar las operaciones tanto en los mercados organizados como en los OTC se pretende evitar que exista arbitraje entre mercados por razones fiscales, con la consiguiente pérdida de competitividad del mercado cuya negociación está sujeta a gravamen.

Un aspecto relevante en el diseño del impuesto es definir adecuadamente cuándo se genera la obligación de pagar el impuesto para las partes de una transacción. Principalmente, existen tres opciones: cuando se produce la transferencia de propiedad, cuando el contrato entra en vigor y cuando se produce el pago de la contraprestación económica del adquirente a la parte que transfiere el instrumento.

Una decisión sobre este aspecto debería tener en cuenta tanto los incentivos que pueden generarse como las características de los instrumentos financieros y de los procesos de negociación y postnegociación. Así, por ejemplo, la tercera opción po-

14 Véase nota a pie de página número 10.

dría generar entre las partes de una transacción incentivos para diferir los pagos en el tiempo. Esta es la razón por la que la CE optó en su propuesta por fijar la generación de las obligaciones tributarias en las operaciones de contado en el momento en que se transfiera la propiedad. Sin embargo, este mismo criterio no puede aplicarse a las operaciones sobre derivados, debido a que la transferencia de la propiedad del subyacente puede producirse, en su caso, mucho tiempo después de que el contrato se haya cerrado. Por esta razón, para los derivados, la CE propuso que las obligaciones tributarias se generasen en el momento en que se acuerde entre las partes el contrato derivado.

Un asunto igualmente importante es el que se refiere a la determinación de la jurisdicción que tendrá derecho a recaudar el impuesto. En principio existen tres posibles criterios: la residencia fiscal de las partes involucradas en la transacción, la jurisdicción donde tiene lugar la transacción y la jurisdicción donde fue emitido el instrumento objeto de transacción. La CE optó en su primera propuesta de Directiva solo por la primera posibilidad. Las otras dos posibilidades fueron descartadas porque entrañaban, por sí solas, un mayor riesgo de deslocalizar la negociación de determinados activos desde su actual mercado a otros mercados. Sin embargo, tras la adopción del criterio de gravar también las transacciones en valores emitidos en los países que suscriban el acuerdo de cooperación reforzada, asumido en la propuesta de la CE de febrero de 2013, habrá que tener en cuenta también las implicaciones de esta decisión.

Si se aplicara la segunda posibilidad, esto es, si se asignase la recaudación a la jurisdicción donde tiene lugar la transacción, el riesgo de que exista una deslocalización de las transacciones y, en última instancia, de los propios centros de negociación hacia terceros países podría ser considerable, como se puso de manifiesto en la experiencia del ITF sueco. Una posible alternativa a esta opción podría ser exigir el pago del impuesto en la jurisdicción donde se liquiden los contratos. Una ventaja de este criterio frente a otras alternativas es la de no requerir, necesariamente, una identificación de las partes que intervienen en cada transacción, reduciendo considerablemente el coste de gestión del impuesto. Sin embargo, debido a que en muchas ocasiones ni el lugar de negociación ni la jurisdicción de residencia de las partes coinciden con el Estado Miembro donde se liquida el contrato, esta opción podría generar conflictos basados en la distribución de la recaudación del impuesto entre los Estados Miembros.

El criterio basado en el lugar en donde se realizó la emisión del valor es el que está actualmente en vigor en el Reino Unido. Esta forma de definir el lugar donde se paga el ITF funciona bien en el caso de que el impuesto se aplique sobre las transacciones en acciones. Sin embargo, este criterio podría favorecer la deslocalización de la actividad negociadora en productos derivados, dado que no existe ninguna obligación legal de emitirlos en el mismo lugar que su subyacente. No obstante, este último efecto resulta menos relevante cuando este criterio va acompañado, como en la propuesta realizada por la CE el 14 de febrero de 2013, de otro criterio, el de determinar los sujetos pasivos en base a su lugar de residencia.

La alternativa de gravar las transacciones realizadas por los residentes de los países que suscriban el acuerdo también comporta un riesgo de deslocalización, si bien la CE argumenta que la distorsión que puede provocar será menor que con las otras

opciones. En este caso, el riesgo de deslocalización no vendría determinado por la posibilidad de que las transacciones se trasladen a otros mercados o países, sino por la posibilidad de que lo hagan las partes. Este riesgo podría materializarse, especialmente, en el traslado de la actividad de negociación de valores de algunas entidades financieras a empresas subsidiarias que se localicen fuera de la UE. Si bien este incentivo será tanto menor cuanto más negocie una entidad con activos emitidos en alguno de los países que finalmente firmen el acuerdo de cooperación reforzada.

Otro de los aspectos clave a la hora de diseñar un ITF es definir la base imponible. En el caso de las operaciones de contado, se dispone de una amplia experiencia obtenida de la implantación de este tipo de impuesto en diversos países. En este caso, la alternativa más razonable es tomar como base el importe de la operación de compraventa o, en su defecto, el importe de la operación, si esta hubiera sido realizada en un mercado de referencia. Sin embargo, el cálculo de la base imponible cuando se trata de operaciones con derivados ofrece la disyuntiva entre utilizar como base la prima del derivado o el nocional del contrato.

La CE optó por proponer la utilización del nocional como base imponible del ITF en las operaciones con derivados. La CE justificó su propuesta argumentando que el uso del nocional permitía la aplicación del ITF de una forma más fácil y directa, garantizando al mismo tiempo unos costes administrativos y de cumplimiento reducidos. Si se utilizase, en cambio, una base imponible basada en el valor de mercado del derivado, habría que tener en cuenta que, en ocasiones, es difícil determinar ese valor de mercado, al no haber contraprestaciones económicas en la operación. En estos casos, sería necesario contar con la ayuda de modelos Marked-to-Market o Model-to-Market para poder aproximar cuál sería el valor de mercado del contrato derivado.

Otro importante argumento en favor de que el nocional determine la base imponible es que su uso haría más difícil una reducción artificial de la presión fiscal a través de un diseño creativo de los contratos de derivados, al no generarse incentivos de naturaleza fiscal respecto a la celebración de contratos liquidables por diferencias. Por otro lado, la elección del nocional facilita que el gravamen se aplique en el momento de la celebración del contrato de compraventa o cesión y que no dependa de los flujos de caja que pueda generar el contrato a lo largo de su existencia, lo que, como se ha analizado anteriormente, puede introducir incentivos no deseados.

Respecto a los tipos impositivos aplicables, la CE optó por utilizar tipos diferentes a la hora de gravar las operaciones al contado y las operaciones con derivados. Un único tipo para toda clase de operaciones podría tener ventajas en términos de simplicidad, tanto en la aplicación como en la gestión del impuesto. Sin embargo, si se aplicara a las operaciones en derivados el mismo tipo que a las operaciones al contado, el importe del impuesto podría resultar desproporcionado en muchas operaciones del primer tipo, especialmente en comparación con la prima efectivamente desembolsada en las operaciones con derivados. Por tanto, en este escenario, el uso de un tipo único de nivel similar al propuesto para las transacciones en acciones podría incrementar excesivamente el coste de las coberturas mediante derivados y provocar un descenso del número de operaciones con derivados por debajo de lo deseable.

Una de las decisiones que ha tomado la CE con respecto a los tipos a aplicar en el ITF es que estos fueran bajos con respecto a los que se aplican actualmente en otros

países (0,1% para ambas partes en operaciones al contado y 0,01%, también para ambas partes, para operaciones con derivados). Así, para las operaciones al contado ha optado por un tipo del 0,2%, contando ambas partes de la transacción, en contraposición a, por ejemplo, el tipo del 0,5% que se aplica a los compradores de acciones en Gran Bretaña. Esta decisión la tomó la CE con un doble propósito: el primero era que la distorsión que provocara el ITF en los mercados financieros fuera la menor posible. El segundo propósito era que los incentivos para la evasión del impuesto fueran muy pequeños, al suponer el ITF una pequeña parte del importe total de la transacción.

Si bien todos los aspectos analizados hasta el momento son importantes, existe una característica del futuro ITF que no puede pasar desapercibida. Como se ha comentado anteriormente, a pesar de que la propuesta inicial de la CE tenía por objeto implantarlo en toda la Unión Europea, finalmente sólo once países del área euro adoptarán el impuesto mediante la figura de acuerdo de cooperación reforzada. Este hecho puede generar incertidumbre sobre el impacto del impuesto y su sostenibilidad en el tiempo. Conviene tener presente que, en un impuesto de este tipo, una aplicación suficientemente generalizada y armonizada a escala internacional del mismo resulta esencial para reducir sus efectos indeseables en términos de deslocalización de la actividad negociadora o de los propios intermediarios financieros.

Mediante un sencillo ejemplo basado en la Teoría de juegos se puede explicar por qué es importante en este tipo de impuestos que exista una máxima coordinación a la hora de su aplicación. Supongamos que dos países, A y B, están estudiando establecer un ITF con las mismas características en sus jurisdicciones. Ambos países no saben de antemano cuál es la decisión que el otro país va a tomar en relación con la puesta en marcha del ITF. Ambos países piensan que si los dos implementan el ITF a la vez, podrían alcanzar mayores cuotas de bienestar social. El incremento del bienestar provendría de reforzar la estabilidad financiera y de la obtención de unos ingresos que podrían ser empleados para políticas de redistribución o de mejora de la eficiencia en otros sectores productivos.

Sin embargo, en el caso de que uno de los países impusiera el ITF y el otro no, es bastante probable que el país que impone el ITF viera mermado su bienestar social y el otro lo aumentara. Esto se debería a que parte de los mercados y las entidades financieras que operaban en el mercado que impone el impuesto se podrían trasladar al país que ha decidido no imponer el impuesto. Así, el país que impone el impuesto perdería parte de su sistema financiero, a la vez que la recaudación que obtendría por el impuesto sería pequeña. En cambio, el otro país lograría atraer al menos a una parte del sistema financiero del país que impone el impuesto, lo que supondría más empleo e impuestos (mayor recaudación por impuestos al trabajo y a los beneficios empresariales).

Supongamos que las celdas de la matriz que se presenta en el cuadro 1 reflejan los niveles de bienestar que cada uno de los países alcanzarían en función tanto de su decisión como de la decisión del otro país. El nivel de bienestar del país A está representado por el primer elemento de cada una de las celdas de la matriz y el bienestar del país B, por el segundo elemento. Suponemos que, a mayor puntuación, mayor bienestar.

		País B	
		No ITF	ITF
País A	No ITF	100, 100	120, 80
	ITF	80, 120	110, 110

Fuente: Elaboración propia.

En la matriz puede apreciarse que, si los países establecieran unilateralmente y a la vez un ITF (segunda fila, segunda columna), ambos podrían alcanzar cotas de bienestar mayor. Sin embargo, esta posibilidad no está garantizada, porque ambos países tienen incentivos a no implantar el ITF con la esperanza de que el otro país sí lo haga, y así atraer hacia su jurisdicción una parte de la actividad negociadora y alcanzar un nivel de bienestar aún mayor (segunda fila, primera columna y primera fila, segunda columna). Así pues, es muy probable que la única forma de que se pueda llegar a implantar el ITF, una solución que en teoría beneficiaría a los dos, es que ambos países estén dispuestos a cooperar entre sí, negociando un acuerdo vinculante para instaurarlo¹⁵.

4 Sobre los beneficios de establecer un ITF

Esencialmente son dos los beneficios potenciales por los que un gobierno o, en este caso, un conjunto de países de la UE, se plantea la puesta en marcha de un ITF. El primero es corregir fallos de mercado mediante la imposición de un precio a posibles externalidades negativas. En este caso el ITF ayudaría a cambiar el comportamiento de los participantes en los mercados financieros para que estos estén más en línea con lo deseable socialmente. Este tipo de impuestos se conoce en la literatura económica como «impuestos pigouvianos»¹⁶. El segundo tipo de beneficio consiste en aumentar la recaudación fiscal.

La existencia de un fallo de mercado en los mercados financieros fue descrita por Keynes (1964) y Tobin (1978), aunque cada uno de ellos se refirió a mercados financieros diferentes: Keynes al mercado de acciones y Tobin al de divisas¹⁷.

15 El juego no cooperativo entre dos países que se representa en el cuadro 1 es una versión del conocido dilema del prisionero. El equilibrio de Nash de este juego no cooperativo, es decir, la solución al juego que representa para cada participante su mejor opción individual en el supuesto de que el otro participante también elija su mejor respuesta, es el par de estrategias (No ITF, No ITF). Sin embargo, existe otro par de estrategias, en el juego del ejemplo (ITF, ITF), donde ambos jugadores obtienen una recompensa mayor en términos de bienestar, esto es, de acuerdo con la Teoría económica, proporcionan una solución o equilibrio Pareto superior en comparación con el equilibrio de Nash. Para ver detalles sobre el juego del dilema del prisionero puede consultarse, por ejemplo, R. Gibbons (1993), *Primer curso de teoría de juegos*, Antoni Bosch editor.

16 Véase A.C. Pigou (1920), *The economics of welfare*, London, Macmillan.

17 J.M. Keynes (1964), *The general theory of employment, interest and money*, San Diego, Harcourt Brace and Co.; J. Tobin. (1978), "A proposal for International monetary reform", en *Eastern Economic Journal*, vol. 4, pp. 227-240. El análisis de estos dos mercados fue el punto de partida para que autores como J. Stiglitz (1989), "Using tax policy to curb speculative short-term trading", en *Journal of Financial Service Research*,

Tobin (1978) comparte la visión de los mercados financieros descrita en la comparación que realizó Keynes (1964) entre la inversión financiera y un concurso de belleza organizado por un periódico. En este concurso, los participantes tenían que elegir las seis caras más bonitas entre cientos de fotografías. El premio lo ganaba el participante que pudiera predecir mejor cuál era la cara que más votos recibiría de entre todos los participantes en el concurso. Por tanto, los participantes debían elegir, no las caras que a ellos les parecían más bonitas, sino las que pensaran iban a ser las más votadas. Además, cada uno de los participantes debía tener en cuenta que los otros también se enfrentaban al mismo problema estratégico. Con esta analogía, Keynes trataba de reflejar los objetivos de la negociación a corto plazo, donde el valor fundamental del activo negociado podría ser menos importante para un inversor que la anticipación de lo que el resto de los participantes en el mercado creerían que podía valer.

Dada esta distinción entre el valor fundamental de un activo a largo plazo y el valor que se le atribuye en su negociación a corto plazo, Keynes (1964) propuso el término «especulación» para calificar a la operativa a corto plazo en los mercados financieros. La visión de este autor era que la especulación dominaba en la negociación de un activo cuando el acceso a la negociación era simple y su precio, bajo. En última instancia, si todos los participantes en el mercado realizaran sus inversiones a corto plazo, el funcionamiento del mercado podría recordar al de un casino y el precio de los activos podría dejar de reflejar adecuadamente su valor fundamental.

Por tanto, ese «exceso» de negociación a corto plazo podría trasladar una externalidad negativa sobre los inversores a largo plazo, al separar el precio de mercado del valor fundamental del activo. La excesiva negociación a corto plazo haría más probable la creación de burbujas, lo que podría poner en peligro la estabilidad financiera. Por esta razón, Keynes propuso que se introdujera un impuesto para que la negociación en los mercados de acciones fuera más costosa y conseguir con ello reducir la negociación a corto plazo¹⁸. Otro de los beneficios del impuesto que argumentaba Keynes era que se mejoraría el gobierno corporativo de las empresas. Al tener las empresas unos horizontes temporales de inversión más amplios, sus gestores podrían ser menos miopes, en el sentido de no tener que ofrecer resultados con proyectos a corto plazo y centrarse más en proyectos con una mayor rentabilidad a largo plazo¹⁹.

El análisis de Tobin (1978) utiliza similares argumentos cuando trata de demostrar que existe una externalidad negativa en el mercado de divisas. En este artículo, To-

vol. 3, pp. 101-115 y L.H. Summers y V.P. Summers (1989), "When financial markets work too well: A cautious case for securities transaction tax", en *Journal of Financial Services Research*, vol. 3, pp. 261-286, propusieran una generalización de este tipo de impuesto a todos los mercados financieros. Tras el estallido de la crisis, otros autores como S. Schulmesiter, M. Schratzenstaller y O. Picek (2008), *A general financial transaction tax. Motives, revenues, feasibility and effects*, Research study by the Australian Institute of Economic Research, han argumentado sobre las ventajas de imponer un impuesto sobre las transacciones financieras.

18 En Keynes (*op. cit.*) se puede encontrar la siguiente cita: "...It is usually agreed that casinos should, in the public interest, be inaccessible and expensive. And perhaps the same is true of Stock Exchanges." («... se acepta generalmente que los casinos, en defensa del interés público, deben ser inaccesibles y caros. Y tal vez lo mismo sea cierto de las bolsas»).

19 Véase, por ejemplo, L.A. Stout (1995), "Are stock markets costly casinos? Disagreement, market failure and securities regulation", en *Virginia Law Review*, vol. 81, pp. 611-712.

bin argumenta que la introducción de un impuesto en este mercado haría que la negociación a corto plazo disminuyera y se pudieran lograr unos mercados más estables, al verse reducida la volatilidad. En general, los defensores del impuesto argumentan que este reducirá la volatilidad del mercado y la especulación improductiva a corto plazo, al tener los inversores más incentivos para invertir a largo plazo.

Sin embargo, otros autores argumentan que no siempre estaría justificado reducir la participación de los inversores denominados «especuladores». En Dooley (1996), se argumenta en contra del supuesto de que los inversores a corto plazo no invierten de acuerdo al precio fundamental del activo²⁰. Según este autor, no existe evidencia de que los inversores que basan sus inversiones en los fundamentales de una empresa tengan un periodo de inversión en el activo superior al de los denominados «especuladores». En la misma línea, Song y Zhang (2005) encuentran que la disminución en el volumen de los inversores que no se basan en fundamentales y, por extensión, la disminución de la volatilidad en un mercado, es contingente a las características del propio mercado²¹.

La literatura empírica pone de manifiesto que los posibles beneficios de un ITF dependen de las características del mercado afectado. Así, Hau (2006), en relación con la introducción de un aumento del tick mínimo en el mercado de renta variable, mostró que el incremento en los costes de transacción derivados de la medida provocó un incremento de la volatilidad en la Bolsa de París²². Otros ejemplos de estudios empíricos que proporcionan evidencia en esta línea son los de Bond, Hawkins y Klemm (2004) y Jones y Seguin (1997).²³ En el primero se analiza el efecto que tiene la Stamp Duty en los costes de transacción y, por extensión, en el precio de las acciones en el Reino Unido. En el segundo de los artículos se analiza una reducción en los costes de transacción que se produjo en el New York Stock Exchange a mediados de los noventa. En ambos artículos, los autores rechazan la hipótesis de que un aumento en los costes de transacción suponga un descenso en la volatilidad de los precios de los activos.

Dos artículos más recientes, Baltagi, Li y Li (2006) y Liu y Zhu (2009), muestran que es difícil obtener una evidencia concluyente sobre los efectos de imponer un ITF²⁴. En el primer artículo se analiza el impacto de incrementar el impuesto de 0,3% a 0,5% en el mercado de renta variable chino. Los autores encuentran que la medida redujo el volumen de negociación en un tercio y que la volatilidad aumentó significativamente. En cambio, Liu y Zhu (2009) encontraron en su análisis del mercado

20 J. Dooley (1996), "The Tobin tax: Good theory, weak evidence, questionable policy", en *The Tobin tax: Coping with financial volatility*, Oxford University Press.

21 F. M. Song y J. Zhang (2005), "Securities transaction tax and market volatility", en *The Economic Journal*, vol. 115, pp. 101-115.

22 H. Hau (2006), "The role of transaction costs for financial volatility: evidence from the Paris Bourse", en *Journal of European Economic Association*, vol. 4, pp. 862-890.

23 S. Bond, M. Hawkins y A. Klemm (2004), *Stamp duty on shares and its effects on share prices*, Institute for Fiscal Studies working paper 04/11; C.M. Jones y P.J. Seguin (1997), "Transaction costs and price volatility: evidence from commission deregulation", en *The American Economic Review*, vol. 87, pp. 728-737.

24 B.H. Baltagi, D. Li y Q. Li (2006), "Transaction tax and stock market behaviour: evidence from an emerging market", en *Empirical Economics*, vol. 31, pp. 393-408; S. Liu, y Z. Zhu (2009), "Transaction costs and price volatility: new evidence from the Tokyo Stock Exchange", en *Journal of Financial Service Research*, vol. 36, pp. 65-83.

de acciones japonés que un aumento en los costes de transacción había comportado una disminución de la volatilidad.

La evidencia de estos artículos sugiere que, para estudiar el impacto que podría suponer establecer un ITF a nivel de la UE, o en un grupo determinado de países, sería necesaria la evaluación del impacto en cada uno de los mercados de valores a los que afecte. Si bien es poco arriesgado vaticinar que la creación de un ITF hará que la negociación se reduzca en el conjunto de los mercados afectados, no es fácil conocer a priori cuál será su efecto sobre la volatilidad en estos mercados.

Otro de los beneficios señalados por los defensores del ITF es que su introducción puede ayudar a reducir el riesgo sistémico²⁵. En particular, se señala que el ITF podría reducir el riesgo sistémico por dos vías: mediante una reducción de la volatilidad en los mercados o haciendo más difícil que se produzcan burbujas en los mercados financieros. Como se ha discutido anteriormente, no existe una evidencia clara de que el establecimiento de un ITF vaya acompañado de una reducción en la volatilidad de los mercados.

En relación con la formación de burbujas en los mercados financieros, Scheinkman y Xiong (2003) concluyeron, en un artículo de contenido eminentemente teórico, que un pequeño impuesto a las transacciones reduciría la negociación especulativa²⁶. Este resultado fue confirmado por Porter y Smith (2003), quienes mediante un experimento de laboratorio pudieron comprobar como un aumento en los costes de transacción se traducen en una reducción en la magnitud de las burbujas²⁷.

Sin embargo, existen mercados como el inmobiliario, donde se forman burbujas de una dimensión considerable, como ha ocurrido recientemente en algunos países, a pesar de ser mercados donde los costes de transacción son altos. Cabe esperar, por tanto, que el resultado de introducir un ITF tenga un efecto limitado sobre el riesgo sistémico provocado por la formación de burbujas en los precios de los activos financieros.

La utilización de los ITF para asegurar una mayor contribución del sistema financiero a las finanzas públicas ha cobrado una marcada actualidad a partir de 2008, como consecuencia de las ayudas públicas recibidas por el sector financiero. Shaviro (2012) pone de manifiesto que la implantación de un ITF puede permitir que el sistema financiero contribuya a las arcas públicas de una manera más sustancial y justa.²⁸

25 De acuerdo con Anthony y otros (2012), el riesgo sistémico se refiere a la probabilidad de que un *shock* negativo por parte de alguno o algunos de los participantes en el mercado pueda dañar a la totalidad del sistema financiero. Principalmente, el riesgo sistémico en los mercados financieros proviene de que las entidades de crédito estén expuestas a los mismo riesgo (correlación en los riesgos) y de la posibilidad de que la materialización de un riesgo en una entidad o en un grupo de entidades se propague al resto del sistema financiero (riesgo de contagio).

26 J. Scheinkman y W. Xiong (2003), "Overconfidence and speculative bubbles", en *Journal of Political Economy*, vol. 111, pp. 1183-1219.

27 D. Porter y V. Smith (2003), "Stock market bubbles in the laboratory", en *The Journal of Behavioral Finance*, vol. 4, pp. 7-20.

28 D. Shaviro (2012), *The Financial Transaction Tax versus the Financial Activities Tax*, NYU Law and Economics research paper 12/04.

En relación con su propuesta de directiva para implantar un ITF a escala europea de septiembre de 2011, la Comisión Europea sugiere que el nuevo impuesto podría generar una recaudación de 37.000 millones de euros anuales. Posteriormente, en la última propuesta de acuerdo de cooperación reforzada, la CE estimó que la recaudación ascendería a 34.000 millones para los países que tienen intención de suscribir el acuerdo y a 57.100 si se implantase en toda la UE. En el cuadro 2 se puede ver el detalle de la recaudación que la CE estima para los países que tienen previsto suscribir el acuerdo de cooperación reforzada por tipo de instrumento.

Recaudación potencial del ITF por tipo de instrumento

CUADRO 2

Miles de millones de euros

Instrumento	Recaudación potencial
Acciones al contado	4,6
Bonos al contado	8,4
Derivados sobre tipos de interés	16,5
Derivados sobre tipos de interés ligados a acciones	1,8
Derivados sobre divisas	2,7
Total	34,0

Fuente: Comisión Europea.

Desde un punto de vista de equidad social, los impuestos son importantes porque permiten la redistribución de renta entre la población y alcanzar cotas de mayor bienestar social. En un contexto de restricciones financieras en el sector público como es el actual, poder generar nuevos ingresos es una forma de mantener, en la medida de lo posible, esa distribución de renta²⁹.

5 Sobre los costes de establecer un ITF

En general, los impuestos introducen incentivos que afectan a las decisiones de los agentes económicos, por lo que pueden generar distorsiones en la asignación de recursos a través de los mercados. Tan solo se exceptúan de esta regla los impuestos consistentes en una cantidad fija para todos los individuos (Lump-Sum Taxes), aunque este tipo de impuestos son a menudo calificados como regresivos, porque comportan una carga proporcionalmente mayor para los individuos con menores recursos³⁰.

El ITF, en los diseños aplicados hasta ahora y en el contemplado por las propuestas de la Comisión Europea, es un impuesto sobre el volumen negociado en el mercado del activo financiero afectado. Por tanto, este impuesto puede generar interferencias no deseables en el funcionamiento de los mercados. Entre los efectos potenciales de

²⁹ Véase anexo I.

³⁰ Véase, por ejemplo, E. Albi, J.M. González-Páramo y J. Zubiri (2000), *Economía pública II. Teoría de la imposición e ingresos públicos*, Ariel Economía.

un impuesto de estas características a los que convendría prestar atención cabe destacar los siguientes:

- Posible disminución del volumen de negociación de los activos financieros y sus posibles consecuencias sobre las entidades financieras que intermedian o participan en esta actividad, en particular sobre el empleo generado por las mismas. Al igual que otros efectos, los aquí descritos pueden quedar compensados por los beneficios de la medida en términos de bienestar social, por ejemplo si se concluye que los volúmenes de negociación o el tamaño del sector financiero son excesivos o suponen un riesgo para la estabilidad financiera.
- Incentivos a la deslocalización de la actividad negociadora o de las entidades financieras.
- Posible aumento de los costes de financiación para las empresas que se financian a través de los mercados de valores.
- Distorsiones en las estructuras de capital de las empresas y en las carteras de los ahorradores.
- Reducción potencial de los ingresos derivados de otros impuestos, por ejemplo de los que gravan las ganancias de capital.
- Impacto de los costes de implantación y cumplimiento para las entidades financieras.

Uno de los argumentos más utilizados por quienes se oponen al impuesto es que hará aumentar los costes de transacción, reduciendo el volumen de negociación y, con ello, la liquidez y la eficiencia del mercado. Diversos estudios han comprobado empíricamente cómo la introducción de un ITF provoca un descenso sobre el volumen de negociación en los mercados de valores. Así Baltagi, Li y Li. (2006), utilizando datos sobre renta variable, muestran que en este tipo de mercados un aumento del 1% en el tipo del impuesto provocaría un descenso del 0,5% en el volumen de negociación. Por su parte, Chou y Wang (2006), en un análisis sobre el mercado de futuros de Taiwán, encontraron que un aumento del 1% en el tipo del impuesto provocaría un descenso en este mercado del 1%³¹. En el caso del ITF que se propuso en 2011 para la UE, la CE estimó que la introducción del impuesto supondría un descenso total del 15% en el volumen negociado en el mercado de bonos y del 75% en el mercado de derivados. Sin embargo, como se ha comentado anteriormente, este descenso en la negociación podría no ser considerado como un coste inasumible si se acepta el argumento de que el volumen de negociación actual podría ser excesivo desde un punto de vista social.

También se ha constatado empíricamente que la introducción de un ITF afecta a la eficiencia de los mercados financieros. La evidencia se basa en el efecto de este tipo de impuesto sobre los diferenciales de compraventa (bid-ask spreads) en diferentes

31 R. Chou y G. Wang (2006), "Transaction tax and market volatility of the Taiwan Stock Index Future", en *Journal of Future Markets*, vol. 26, pp. 1195-1216.

mercados financieros, donde se observa que estos impuestos provocan un aumento en los diferenciales. En concreto, Wang et al. (1997), Wang y Yau (2000) y Chou y Wang (2006) analizaron diversos mercados de futuros pertenecientes al Chicago Mercantile Exchange tanto financieros (índices de renta variable y bonos) como de commodities (oro, plata, cobre, trigo y soja). Estos autores encontraron que el diferencial bid-ask en estos mercados tenía un aumento de entre el 0,6% y 2,6% cuando el tipo del impuesto aumentaba en un 1%³². Por su parte, en otro artículo, Schmit (2007) encontró que en el mercado de divisas el aumento en el diferencial bid-ask era de 0,4% cuando el tipo del impuesto aumentaba en un 1%³³.

Kupiec (1996) señala que uno de los principales costes que introduciría la creación de un ITF sería el descenso a corto plazo del precio de los activos financieros y, por extensión, de la riqueza de los inversores en estos activos³⁴. De acuerdo con este autor, los precios de los activos financieros se ajustarían, debido a que sus potenciales compradores tendrían en cuenta los mayores costes de transacción que supone el ITF a la hora de comprar y vender los activos. La historia económica proporciona algunos ejemplos en relación con este tipo de efecto. Así, la introducción durante la guerra civil norteamericana de un impuesto a las transacciones sobre el oro del 0,5% dio lugar a un descenso del precio de este metal del 15%. Mas recientemente, en 1986, el principal índice sobre acciones suecas descendió un 2,2% el mismo día en que se anunció un aumento del impuesto sobre las transacciones de renta variable del 0,5% al 1%.

Más en el largo plazo, el ITF podría tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico. Se argumenta que el coste al que se enfrenten las empresas cuando traten de financiarse a través del mercado será mayor tras la introducción del impuesto, debido a que los inversores descontarán el aumento del coste asociado a las transacciones en el mercado secundario y demandarán un mayor rendimiento del emisor. Por tanto, podría ocurrir que la introducción del impuesto comportase un descenso de la inversión y del crecimiento de la economía.

Así, entre los estudios que analizan este posible efecto, Matheson (2011) concluye que un impuesto a las transacciones sobre acciones de 10 puntos básicos tendría como resultado un aumento en los costes de financiación para una empresa que solo se financiase mediante recursos propios de 25 puntos básicos³⁵. Tomando como punto de partida este resultado y suponiendo que las empresas se financien tanto con capital propio como con emisiones de deuda, cuyos tenedores suelen mantener este tipo de valor durante más tiempo que en el caso de la renta variable, Anthony y otros (2012) concluyen que el impacto se podría situar realmente entre 15 y 30 puntos básicos³⁶. Estos mismos autores utilizaron la relación a largo plazo entre el coste

32 Véase G. Wang, J. Yau y T. Baptiste (1997), "Trading volume and transaction costs in future markets", en *Journal of Future Markets*, vol. 17, pp. 757-780; G. Wang y J. Yau (2000), "Trading volume, bid-ask spreads, and price volatility in future markets", en *Journal of Future Markets*, vol. 20, pp. 943-970.

33 R. Schmidt (2007), *The currency transaction tax: rate and revenues estimates*, Ottawa North South Institute working paper.

34 P. Kupiec (1996), "Noise traders, excess volatility, and a securities transaction tax", en *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, pp. 115-129.

35 T. Matheson (2011), *Taxing financial transactions: issues and evidence*, IMF working paper 11/54.

36 Para llegar a esta conclusión, los autores suponen una rotación de la deuda en la cartera de los inversores de un año, y de tres meses para las acciones. También suponen que la ratio deuda/total de activos es 0,5 y que el porcentaje que se financiaba a través del mercado era del 30%.

de financiación y el crecimiento de una economía para concluir que un incremento del impuesto de entre 15 y 30 puntos básicos se traduciría en un descenso del PIB a largo plazo de entre el 0,4% y el 1,2%³⁷.

Otro de los posibles efectos negativos de la introducción del impuesto, complementario al descrito anteriormente, es una distorsión a la hora de configurar carteras óptimas desde el punto de vista de los inversores. Tal distorsión podría producirse en caso de que el impuesto, como se contemplaba en la propuesta de directiva de la Comisión Europea de septiembre de 2011, no gravase de manera neutra la negociación de los distintos activos. En este caso, se alterarían los precios relativos de los activos, lo que favorecería una infraponderación en la cartera de los activos que se negociasen más frecuentemente y que estuviesen sujetos a mayores tipos impositivos. Tomando como referencia la propuesta de la Comisión, este efecto podría ser más visible para los repos sobre bonos y las acciones. De materializarse este efecto, las emisiones de estos instrumentos tenderían a realizarse con menos frecuencia de la que desearían sus emisores, al ser menos atractivos para los inversores finales.

Aunque la introducción de un nuevo impuesto supone a priori una nueva vía de recaudación para la hacienda pública, el impacto sobre la recaudación total podría ser incluso negativo si tal introducción generase distorsiones que afectasen a la capacidad recaudatoria de los impuestos ya existentes. Como se ha comentado anteriormente, dos de los posibles efectos de la introducción de un ITF son que el valor de las carteras de activos financieros sea menor y que se produzca un descenso en el crecimiento de la economía. De materializarse estos efectos, cabría esperar una merma o un menor crecimiento en la recaudación de algunos impuestos, en particular los que gravan las ganancias al capital y el consumo. Como parte de los estudios que acompañaron a su propuesta de directiva de 2011, la Comisión Europea realizó una estimación de la recaudación neta que se lograría con la introducción del impuesto, de adoptarse en el conjunto de la Unión Europea, y concluyó que esta sería de unos 9.800 millones de euros anuales, lo que representa el 0,08% del PIB de la UE³⁸. Por tanto, teniendo en cuenta que la recaudación atribuida al ITF se estimaba en 37.000 millones de euros anuales, la pérdida estimada de recaudación de otros impuestos alcanzaba una cifra cercana a los 27.200 millones de euros anuales. Con la nueva propuesta y dada la ampliación de la base de sujetos pasivos obligados a pagar el impuesto por la incorporación del principio de emisión, se espera una recaudación neta superior a la estimada en la propuesta original de directiva de la CE, aunque también relativamente reducida en términos de PIB.

Finalmente, cabe señalar que la creación de un nuevo impuesto requiere un aumento de los costes administrativos en las entidades financieras a través de la creación y la expansión de los departamentos de administración, auditoría y cumplimiento. Además de estos costes de cumplimiento en sentido estricto, también habría que tener en

37 Estas estimaciones provienen de aplicar un modelo de crecimiento estándar con una función de producción Cobb-Douglas. La ratio entre el coste del capital y la producción proviene de N. Dwenger (2010), *User cost elasticity of capital revisited*, Max Planck Institute working paper.

38 Para más detalles de las simulaciones realizadas por la CE, véase el anexo 16 de la evaluación de impacto publicada por la Comisión Europea para la propuesta de Directiva del Consejo sobre un sistema común de impuesto a las transacciones financieras y enmienda de la Directiva 2008/7/EC publicado en 2011.

cuenta los costes en que puedan incurrir las entidades financieras para evitar el pago del impuesto. En especial, es importante señalar el incentivo que se introduce a un aumento de la ingeniería financiera con el objetivo de la creación de nuevos instrumentos financieros con el único objetivo de que no estén sujetos al impuesto.

6 Conclusiones

Tanto en la propuesta de directiva inicial como, posteriormente, en la propuesta para el acuerdo de cooperación reforzada presentadas por la Comisión Europea para el establecimiento de un ITF a nivel europeo se identifican dos tipos principales de beneficios asociados a la creación del impuesto. El primero es la reducción del volumen de negociación a corto plazo en los mercados secundarios de valores, que se juzga excesivo. Esta reducción podría ayudar, en opinión de la Comisión Europea, a aumentar la estabilidad financiera. El segundo beneficio principal es el aumento de los ingresos fiscales de los países miembros de la UE en un momento de considerables dificultades en esta área debido, en gran medida, a las ayudas canalizadas hacia el sector financiero y al impacto negativo en la economía de la crisis desencadenada en dicho sector.

En la citada propuesta pueden identificarse también distintos costes asociados a la medida. Entre ellos, los más importantes pueden ser los siguientes:

- Si se redujera el número de entidades financieras debido al menor tamaño de la economía financiera, se provocaría una pérdida de puestos de trabajo, además de un posible aumento de precios en el sector por una menor competencia. De forma complementaria, el número de entidades financieras con residencia en la UE también puede descender, debido al incentivo que existe a eludir el pago de impuestos. Podría haber incentivos para deslocalizar, al menos, el negocio de la intermediación a países no incluidos en el acuerdo de cooperación reforzada, o para diseñar derivados fuera mediante entidades residentes en otros Estados.
- Podrían aumentar los costes de financiación para las empresas que se financian a través de los mercados de valores, al descontarse el aumento de los costes de transacción en el mercado secundario.
- Podrían reducirse los ingresos fiscales que provienen de otros impuestos, como los impuestos sobre ganancias de capital.

Del análisis de los beneficios y los costes identificados no puede concluirse de manera nítida cual será el impacto neto de la medida.

Uno de los argumentos en favor de introducir el ITF es que podría ayudar a reducir la volatilidad en los mercados y, con ello, ayudar a la estabilidad financiera. Sin embargo, la evidencia empírica aportada por la literatura académica no es concluyente. Dependiendo del mercado analizado, se pueden encontrar ejemplos donde la volatilidad aumenta y otros donde desciende con la introducción de la medida o el aumento de un impuesto similar ya existente.

La literatura financiera aporta argumentos que respaldan la idea de que introducir un ITF reduce la probabilidad de que se produzcan burbujas en los mercados financieros, un efecto que sin duda resulta positivo en términos de estabilidad financiera. No obstante, la experiencia reciente de otros mercados como el inmobiliario, donde se aplican impuestos a las transacciones, sugieren que la medida puede tener también en este aspecto una eficacia limitada.

De acuerdo con las estimaciones de la CE, la introducción del impuesto para el conjunto de la Unión Europea en los términos definidos en la propuesta de septiembre de 2011 supondría un aumento de los ingresos fiscales de los Estados Miembros del 0,08% del PIB de la UE. Se espera que la recaudación del ITF que se establezca mediante el acuerdo de cooperación reforzada suponga un porcentaje algo mayor del PIB agregado de los países que suscriban el acuerdo debido a la introducción del principio de emisión como desencadenante de la obligación tributaria, aunque, en cualquier caso, no se espera que dicho porcentaje sea muy relevante. Este aumento relativamente modesto de la recaudación fiscal contribuiría a aliviar el déficit público que acarrean varios Estados Miembros desde el inicio de la crisis. Aunque quizás el beneficio más relevante de la medida vendría dado por su potencial identificación con una mayor aportación del sector financiero al presupuesto público, en línea con una demanda social ampliamente extendida.

En relación a los costes, se estimaba en la propuesta original de directiva que la introducción del ITF supondría una reducción de entre el 0,3% y el 1,2% del PIB, debido al descenso de la inversión por el aumento de los costes de financiación inducidos por la puesta en marcha del ITF. Además, habría que tener en cuenta el impacto negativo de una menor eficiencia de los mercados secundarios de valores, derivada de la pérdida de volumen en la contratación.

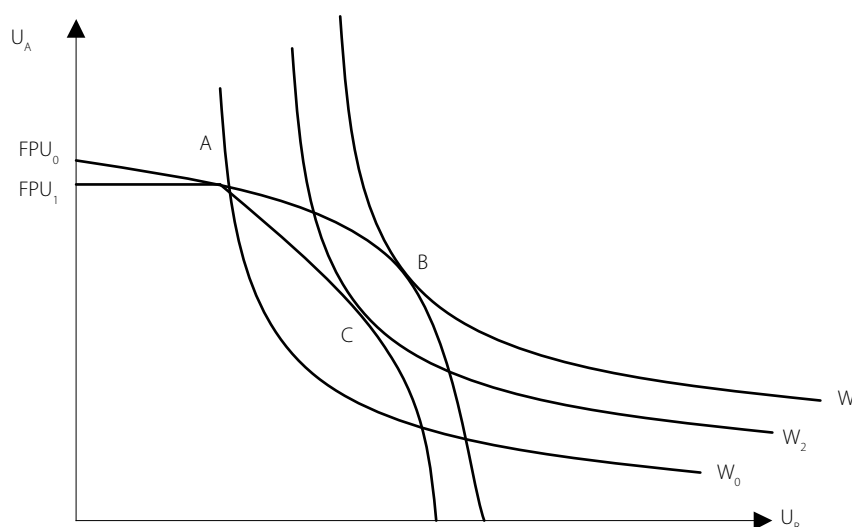
Así pues, la introducción del ITF puede comportar beneficios a corto plazo en términos de estabilidad financiera y de una contribución mayor del sector financiero a las finanzas públicas. Sin embargo, dados los costes asociados a su introducción, quizás hubiera sido deseable que, por parte de la Comisión, se hubiesen analizado con cierto detalle las ventajas comparativas de este impuesto en relación con otras alternativas, como el establecimiento de un impuesto sobre las actividades financieras que, en línea con lo propuesto por el FMI, gravaría los beneficios y las remuneraciones de las instituciones financieras.

Anexo I: Sobre los efectos redistributivos del ITF

El segundo teorema del bienestar nos garantiza que en unos mercados perfectamente competitivos cualquier asignación eficiente entre los distintos agentes de una economía puede ser implementada siempre que se produzcan las transferencias de renta adecuadas³⁹. En el gráfico 1 se ilustra el efecto potencialmente positivo, en términos de bienestar social, de una redistribución de renta, en este caso basada en el establecimiento de un ITF.

Ganancia de bienestar social por establecer un ITF

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico, el punto A representa cuál sería la asignación de utilidades entre estos dos individuos cuando no existe transferencia de renta entre ellos. Cuando se realiza la transferencia de renta entre individuos y esta se hace mediante impuestos que son eficientes, básicamente un individuo le transfiere renta a otro y la asignación de utilidad entre ambos individuos se situaría en el punto B. En este punto se puede ver cómo la utilidad social es claramente superior a la situación en la que no existía la transferencia de renta, $W_0 < W_1$.

Sin embargo, la mayoría de las transferencias de renta se realizan a través de la recaudación de impuestos que introducen una distorsión en las decisiones de los individuos, como ocurre con el ITF, dado que es un impuesto sobre las cantidades que se intercambian en un mercado. Eso quiere decir que la introducción del impuesto supone, en principio, una restricción de las utilidades que pueden alcanzar ambos individuos por su cuenta, debido a la pérdida de eficiencia económica que supone el impuesto⁴⁰.

39 Para una presentación formal del Segundo Teorema del Bienestar, véase A. Mas-Collé, M.D. Whinston y J.R. Green (1995), *Microeconomic Theory*, Oxford University Press.

40 Esta pérdida de eficiencia tiene su origen en los costes que se describen en la sección 5 del artículo.

En el ejemplo ilustrado en el gráfico, la distorsión introducida por el impuesto se refleja en un desplazamiento de la Frontera de Posibilidades de Utilidad de FPUo a FPU1 que impide alcanzar el punto B.⁴¹ Aun así, la introducción del impuesto permite desplazar la asignación de utilidades del punto A al punto C, lo que supone una ganancia en el bienestar social ($W_0 < W_2$) respecto a la situación inicial. Por tanto, incluso en este caso, el establecimiento de un ITF podría ayudar a lograr un óptimo social de segundo grado, al permitir mediante la recaudación que se genera alcanzar mayores cotas de bienestar.

41 La Frontera de Posibilidades de Utilidad representa las asignaciones de bienes y servicios que son Pareto óptimos.

Anexo II: Cálculos e hipótesis de la CE sobre el impacto del ITF

Para estimar el ingreso fiscal bruto que supondría la implantación del ITF, la CE utiliza la siguiente fórmula:

$$Ingreso = Tipo_{ITF} * Volumen * Evasión * \left(1 + \frac{Tipo_{ITF}}{Coste_{Transacción}}\right)^{Elasticidad}$$

donde: $Tipo_{ITF}$ es el tipo del ITF, $Volumen$ es el volumen del activo financiero antes de que se instaure el impuesto, $Evasión$ recoge el porcentaje de potenciales sujetos pasivos que se prevé que finalmente paguen el impuesto, $1 - tasa_{EVASIÓN}$, $Coste_{Transacción}$ es el porcentaje que suponen los costes de intermediación de la compraventa para las partes en relación al precio del activo comprado. Finalmente, el exponente $Elasticidad$ es un número negativo que mide la pérdida porcentual que experimenta la demanda del activo cuando aumenta el tipo del impuesto un 1%. Precisamente por ser la elasticidad un número negativo, el término $\left(1 + \frac{Tipo_{ITF}}{Coste_{Transacción}}\right)^{Elasticidad}$ corrige a la baja la potencial recaudación del impuesto para tener en cuenta que su introducción generará una menor demanda de los activos gravados, debido a los mayores costes de intermediación que tendrán que soportar las partes que intervengan en las compraventas.

En los cálculos realizados en la propuesta de directiva, la CE consideró: una ratio de evasión fiscal del 10% para acciones y bonos y del 90% para derivados; una elasticidad de entre 0 y 2, asumiendo en el escenario central una elasticidad de 1 para los mercados de contado y de 1,5 para los mercados de derivados; y una tasa del impuesto de entre el 0,01% y 0,1%.

Así, en el caso de los bonos y las acciones, la CE contempló unas pérdidas en los volúmenes en el rango 10-15% y para los derivados la pérdida considerada fue del 70% al 90%. De acuerdo con los cálculos del CE, un ITF aplicado a bonos y acciones de un 0,1% para cada una de las dos partes intervinientes en las transacciones, con una reducción en los volúmenes negociados del 15%, llevaría a recaudar unos 13.600 millones de euros para el conjunto de la UE. En el caso de los derivados, asumiendo un descenso en la negociación del 75%, la recaudación sería de 23.400 millones de euros. No obstante, de acuerdo con la metodología utilizada por la CE, el ingreso que podría proporcionar el ITF estaría sujeto a una gran incertidumbre, dado que las estimaciones varían entre los 16.000 y los 400.000 millones de euros por año, dependiendo de los supuestos bajo los que se realice el cálculo.

En la evaluación de impacto que la CE realizó para la propuesta de cooperación reforzada que presentó el 14 de febrero, la CE estimó que la incorporación del principio de emisión a la determinación de los sujetos pasivos del ITF supondría una reducción de un 10% en la tasa de evasión en las acciones y bonos emitidos en los países que firmen el acuerdo con respecto a las previsiones que acompañaron la propuesta original de directiva. La introducción de este nuevo principio supondría para los once países firmantes, según la Comisión Europea, un aumento estimado de la recaudación de 3.900 millones de euros en el caso de la renta variable y de 8.300 millones en el caso de la renta fija.

Todas estas estimaciones se refieren a la previsión de ingreso bruto que supondría la implantación de los ITF propuestos por la CE. Sin embargo, es importante señalar que la implantación también supondrá la pérdida de ingresos fiscales en otros impuestos, en especial, los que gravan las ganancias de capital y el consumo.

En la propuesta de directiva, para realizar sus previsiones sobre el impacto que el ITF podría tener a nivel macroeconómico y el impacto neto sobre la recaudación fiscal, la CE utilizó un modelo DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) con el sector bancario. En este modelo se asumió que la tasa del impuesto era del 0,1% y que toda inversión que se realizaba se hacía exclusivamente a través de bonos y acciones. En un principio, la CE estimó que el PIB descendería entre el 0,5% y el 1,8%; posteriormente, en diciembre de 2011, se revisaron estas estimaciones, calculándose que la pérdida en términos de PIB estaría situada entre el 0,3% y el 1,2%. En el escenario central, la estimación de recaudación neta del ITF fue del 0,08% del PIB de la UE.

Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2011

Sergio Rodríguez y Ángel Domínguez (*)

(*) Sergio Rodríguez y Ángel Domínguez pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV. Este artículo está basado en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas (ejercicio 2011) publicado en diciembre de 2012 por la CNMV.

1 Introducción

El presente artículo describe las principales características de las estructuras de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas durante el ejercicio 2011. Para ello, y con el objetivo de detectar posibles tendencias en el comportamiento de determinados parámetros o en su funcionamiento, se han analizado los informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) de los ejercicios 2008 a 2011.

El artículo se estructura en nueve secciones. Las tres primeras describen la estructura de la propiedad y del consejo de administración y sus comisiones delegadas, así como las principales características del funcionamiento de dicho órgano y sus sistemas retributivos.

En las secciones cuarta y quinta se estudia la política de gestión de riesgos y los sistemas de control que describen las sociedades en sus IAGC.

De la sección sexta a la octava se analizan las operaciones con partes vinculadas, los conflictos de intereses, las juntas generales y la aplicación del principio de cumplir o explicar. La última sección presenta las consideraciones finales.

2 Estructura de la propiedad

Uno de los elementos clave para comprender el gobierno corporativo de una sociedad es la identificación de su estructura de la propiedad, porque determina la composición de su consejo, sus comisiones delegadas y las prácticas seguidas por ambos.

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

Según los IAGC correspondientes al ejercicio 2011, el capital social agregado de las sociedades cotizadas¹ ascendía a 42.653 millones de euros, lo que supone un incre-

1 La muestra de sociedades analizadas que son objeto de este artículo está compuesta por 149 entidades, lo que corresponde a todas las compañías cotizadas a 31 de diciembre de 2011 registradas en España y que, por tanto, presentan IAGC, excepto tres sociedades, una por tener ejercicio irregular y dos porque no han remitido su IAGC. En 2010, la muestra estaba formada por 153 sociedades.

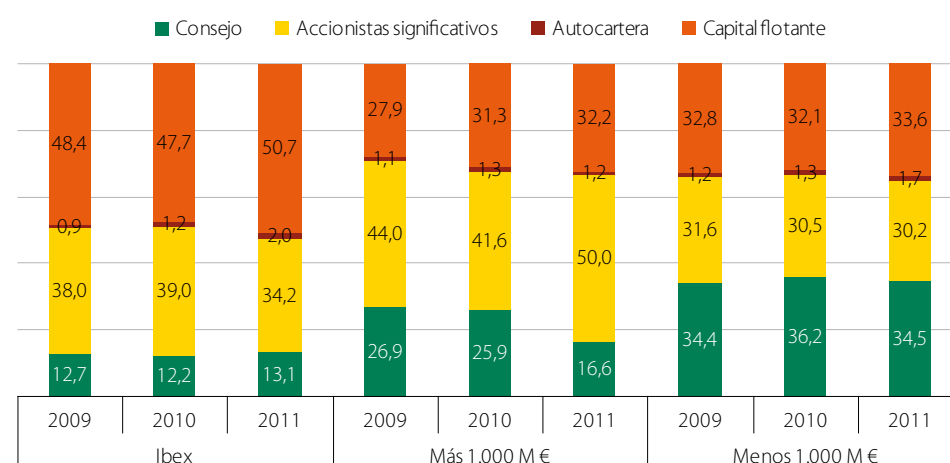
mento del 5,2% respecto a 2010. Por otro lado, la capitalización bursátil disminuyó un 10,2% respecto al cierre de 2010, siguiendo la tendencia de los últimos años.

En cuanto a la distribución del capital, los accionistas significativos no consejeros tenían una participación del 32,5%, el consejo de administración poseía el 28,3% del capital social y la autocartera representaba el 1,7%. Por tanto, el capital flotante se situó en el 37,5%.

El gráfico 1 muestra la evolución de la distribución del capital, por grupos de capitalización bursátil².

Distribución porcentual del capital por grupos de capitalización

GRÁFICO 1



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

La presencia de los accionistas significativos no consejeros en las sociedades cotizadas ha disminuido, en promedio, en 0,9 puntos porcentuales, situándose en el 32,5%.

El capital flotante se ha incrementado en dos puntos porcentuales respecto a 2010. En 102 sociedades –el 68,5% del total– el capital flotante es superior al 25%, mientras que en siete sociedades –el 4,7% del total– es inferior al 5%. El resto de las sociedades se concentraban en el tramo comprendido entre el 5% y el 25% de capital flotante.

En 37 sociedades –el 24,8% del total– existía alguna persona, física o jurídica, que poseía la mayoría de los derechos de voto o que ejercía o podía ejercer el control, frente a 43 compañías en 2010 (el 28,1%).

La suma de las participaciones significativas declaradas, incluyendo los paquetes accionariales en poder del consejo de administración, superaban el 50% del capital social en 110 entidades –el 73,8% del total–, de las cuales 19 corresponden al Ibex.

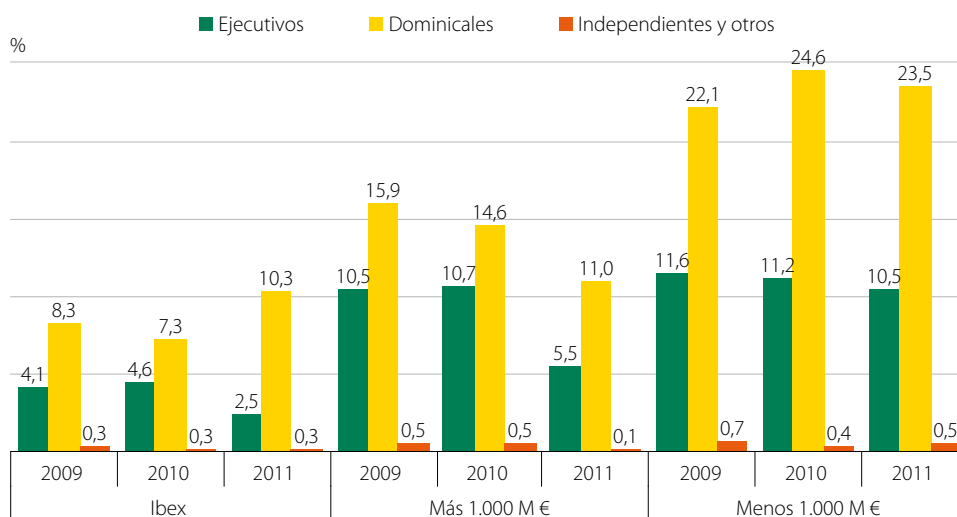
2 Los datos representan la media aritmética de la distribución del capital de las sociedades cotizadas, tomando como base de cálculo los porcentajes correspondientes, para cada sociedad, de las diferentes categorías incluidas en el gráfico. El porcentaje representativo de los accionistas significativos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

El 32,5% de capital en poder de los accionistas significativos no consejeros se repartía de la siguiente forma: un 5,1% correspondía a personas físicas residentes; un 21,1%, a personas jurídicas residentes; y el 6,3% restante a inversores no residentes.

En el gráfico 2 se muestra, en porcentaje, la evolución de la distribución del capital en manos del consejo según la condición de sus miembros, agrupando las sociedades por capitalización bursátil:

Distribución del capital por tipología de consejeros

GRÁFICO 2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El 75,7% de los consejeros ejecutivos mantenían alguna participación en el capital de las compañías en las que ejercían su actividad. De estos, ocho superaban el 50% y 25 declararon participaciones entre el 10% y el 50%.

3 Consejo de administración

3.1 Estructura del consejo de administración

Los datos relativos al tamaño del consejo y la tipología de sus miembros se han mantenido en línea con los de años anteriores. Así, el tamaño medio de los consejos de administración se situó en 10,5 miembros (10,4 en 2010).

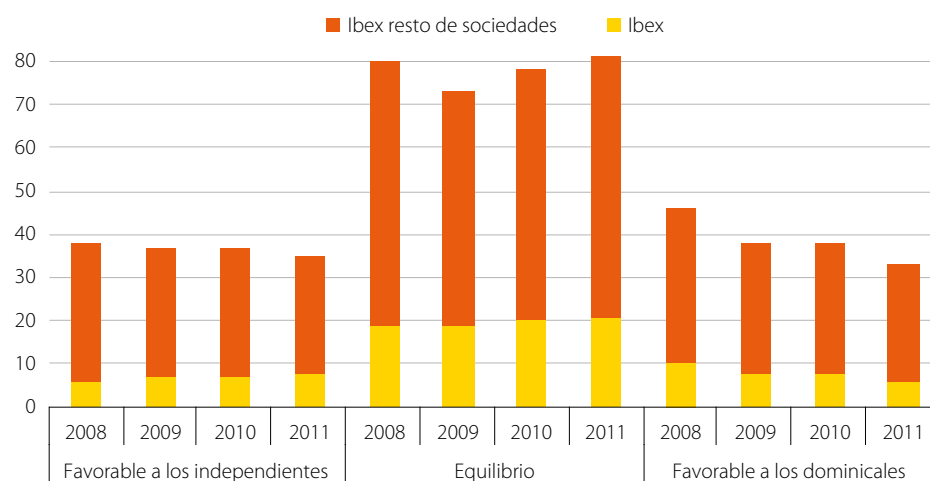
En 2011, el 94% de las sociedades cotizadas mantenía una mayoría de consejeros externos. Desde 2008, se observa la paulatina disminución de consejeros ejecutivos a favor de los independientes, de 1,9 y 2 puntos porcentuales, respectivamente.

En 2011, a pesar del incremento de un punto porcentual de consejeros independientes, a nivel agregado su proporción se ha situado por debajo del mínimo de un tercio que recomienda el Código Unificado.

En este sentido, ha continuado la tendencia creciente en el porcentaje de sociedades con equilibrio en el consejo o con una proporción favorable a los administradores independientes (incremento de 5,9 puntos porcentuales en los últimos cuatro años), en línea con lo recomendado por el Código Unificado, tal y como se muestra en el siguiente gráfico:

Equilibrio entre dominicales e independientes

GRÁFICO 3



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Cabe destacar que, en 2011, solo el 4% de los consejeros que ocupaban el cargo de presidente del consejo tenían la condición de independientes (el 5,2% en 2010). Por otro lado, este porcentaje se ha incrementado en el caso del vicepresidente, alcanzando el 22,6% (el 20,6% en 2010).

La antigüedad de los miembros del consejo, en promedio, se ha mantenido sin cambios (7,8 años), siendo los ejecutivos los que acumulan mayor antigüedad (10,8 años) seguidos de los dominicales (7,4 años).

3.2 Diversidad de género

El Código Unificado llega a considerar la diversidad de género como un objetivo de eficiencia que las sociedades cotizadas deben plantearse, y recomienda que cuando sea escasa la presencia de mujeres en los consejos, se promueva la búsqueda de posibles candidatas para cubrir plazas vacantes.

En esta línea, la Comisión Europea ha lanzado una propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo³ cuya finalidad es mejorar el equilibrio de género entre los consejeros no ejecutivos de compañías cotizadas, a excepción de las pequeñas y medianas empresas. Para ello, fija como objetivo mínimo un 40% para los miembros no ejecutivos del género menos representado en el consejo de administración de las empresas cotizadas en 2020.

3 http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/directive_quotas_en.pdf

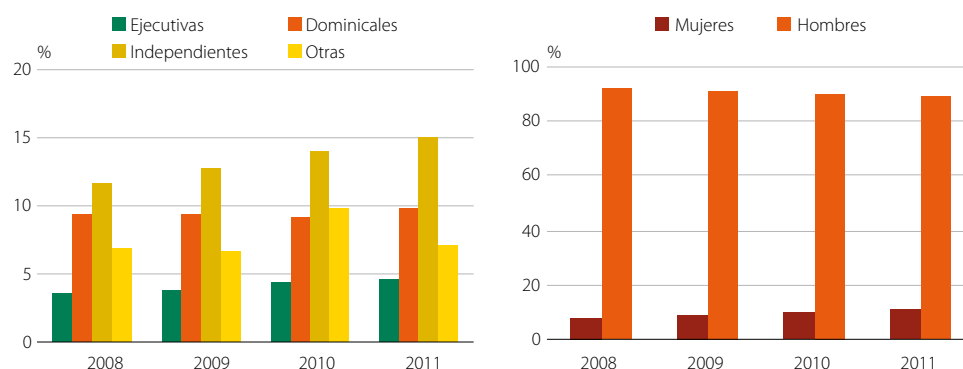
En España, la diversidad de género es uno de los aspectos donde se van apreciando avances en relación con la composición de los consejos de administración, si bien queda mucho por mejorar.

En 2011, el 66,4% de los consejos de las sociedades cotizadas tenían presencia femenina, lo que supuso un incremento de 2,3 puntos porcentuales con respecto al año anterior.

El gráfico 4 muestra la evolución de la presencia femenina en los consejos, según la tipología de consejera.

Porcentaje de consejeras sobre el total de consejeros

GRÁFICO 4



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En el periodo 2008-2011, el porcentaje de mujeres en los consejos se ha incrementado 2,3 puntos porcentuales, alcanzando el 10,4% en 2011. Por tipologías y para el mismo periodo, destaca el incremento de consejeras independientes, del 11,7% en 2008 al 14,9% en 2011. En 2011, los cargos ocupados por consejeras en los órganos de gobierno se han mantenido similares al año anterior, destacando que su presencia en el comité de auditoría era del 11,7% y en la comisión de nombramientos, del 10,8%.

3.3 Funcionamiento del consejo

El Código Unificado no se pronuncia sobre la conveniencia de separar los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo, pero en su recomendación 17 sugiere que cuando el presidente sea también el primer ejecutivo, se faculte a uno de los consejeros independientes para solicitar la convocatoria del consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día, para coordinar las preocupaciones de los consejeros externos y para dirigir la evaluación.

En los tres últimos años, se ha reducido en seis puntos porcentuales (3,9 con respecto al 2010) el número de sociedades en las que la condición de presidente y primer ejecutivo recaía en la misma persona. En el 70,5% de esas sociedades existen los contrapesos recomendados por el Código Unificado. Este porcentaje de contrapesos se ha incrementado en 6,5 puntos porcentuales con respecto al año 2010.

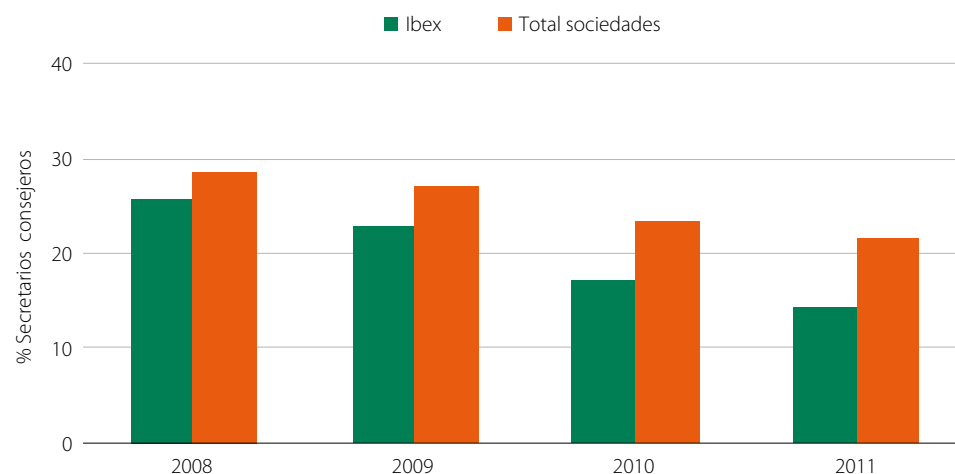
Por otra parte, en los últimos tres años, se han incrementado en 4,1 puntos porcentuales las compañías que tienen establecido un voto de calidad para dirimir los empates en las votaciones del consejo, alcanzando el 62,4%.

Durante los últimos cuatro años se ha reducido en un 14% el número de sociedades que cuentan con vicepresidentes. En 2011, se ha incrementado en 4,4 puntos porcentuales el peso de los vicepresidentes independientes, mientras que han disminuido los ejecutivos en 2,9 puntos porcentuales y por primera vez ha descendido por debajo del 50% el peso de los que tienen condición de dominicales.

En cuanto a los secretarios del consejo –sobre los que el Código Unificado no se pronuncia acerca de la conveniencia de que sean miembros del consejo, aunque recomienda salvaguardar su independencia, imparcialidad y profesionalidad en el desempeño de sus funciones–, se ha observado una reducción en el número de sociedades en las que son consejeros, tal y como se muestra en el gráfico 5.

Secretario miembro del consejo

GRÁFICO 5



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En los últimos cuatro años, el porcentaje de secretarios consejeros se ha reducido en 7,2 puntos porcentuales, alcanzando el 21,5% de las sociedades, de los cuales el 44,8% tenían la condición de ejecutivos (el 36,4% en 2010), el 27,6% de dominicales (el 30,3% en 2010), el 17,2% de independientes (el 18,2% en 2010) y el 10,3% de otros externos (el 15,1% en 2010).

En relación con el número de reuniones del consejo, el Código Unificado recomienda que el órgano de administración se reúna con la frecuencia precisa para desempeñar con eficacia sus funciones. En este sentido, el promedio de reuniones anuales fue de 9,8, en línea con los dos años anteriores, pero destacaba el incremento del 19,4%, con respecto al 2010, del número de reuniones en sociedades con capitalización bursátil superior a mil millones de euros, con una media de once reuniones anuales.

En lo relativo a los reglamentos del consejo, la Ley de Transparencia introdujo la obligación para las sociedades cotizadas de contar con un reglamento que contenga las medidas tendentes a garantizar la mejor administración. En 2011, el 53,7% de las

sociedades modificaron sus reglamentos del consejo, correspondiendo la mayoría de las modificaciones (61%) a los últimos cambios regulatorios en la Ley de Sociedades de Capital, la Ley de Auditoría o la Ley del Mercado de Valores. La causa por la que un mayor número de sociedades (el 72,5%) han declarado haber modificado sus reglamentos en 2011 está vinculada a la composición y el funcionamiento de la comisión de auditoría. Otras modificaciones realizadas por más del 30% de las sociedades que han adaptado sus reglamentos están relacionadas con las funciones de la comisión de nombramientos y retribuciones –el 32,5%– y con el funcionamiento del consejo de administración –el 35%.

3.4 Comisiones del consejo

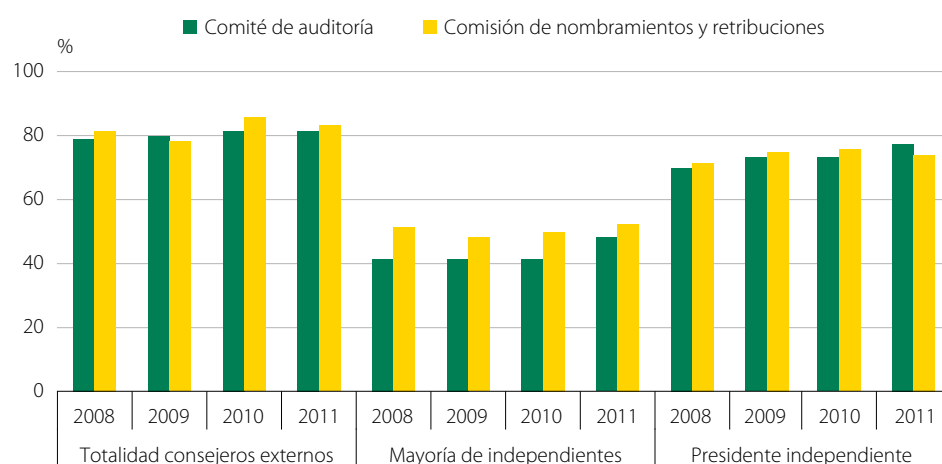
En el ejercicio 2011, el porcentaje de sociedades que contaban con comisiones delegadas se mantenía similar al ejercicio anterior, destacando el incremento de 2,4 puntos porcentuales de aquellas sociedades con comisión de nombramientos y retribuciones (pasó del 86,9% en 2010 al 89,3% en 2011).

En relación a la comisión delegada o ejecutiva, es más frecuente su existencia en sociedades de elevada capitalización bursátil: el 71,4% de las sociedades del Ibex contaba con ella, frente al 28,8% de las sociedades con capitalización bursátil inferior a mil millones. El tamaño medio de esta comisión (5,8 miembros) se ha mantenido en línea con respecto al año anterior, y de su composición destaca la disminución de la representación de consejeros ejecutivos en 1,5 puntos porcentuales. Esta última, se mantuvo –al igual que en años anteriores– mayor que en el consejo, a pesar de que el Código Unificado de Buen Gobierno recomienda que la estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros sea similar a la del propio consejo, para que sus funciones sean ejercidas con la misma perspectiva.

Por otro lado, la comisión de nombramientos y retribuciones –constituida en el 89,3% de las sociedades– tenía un tamaño medio de 3,7 consejeros, mientras que los comités de auditoría –requisito obligatorio para todas las sociedades cotizadas– estaban formados, en promedio, por 3,6 miembros. Respecto a estas dos comisiones, el Código Unificado aconseja que estén compuestas exclusivamente por consejeros externos y que sus presidentes sean independientes; mientras que recomienda –solo para la de nombramientos y retribuciones– que la mayoría de sus consejeros sean independientes.

En el gráfico 6 se muestra la composición del comité de auditoría y de la comisión de nombramientos y retribuciones.

Se observa que la mayoría de las sociedades han seguido las recomendaciones de que sus miembros sean consejeros externos (el 81,6% en el comité de auditoría y el 83,5% en la comisión de nombramientos y retribuciones) y que sus presidentes sean independientes (el 76,9% en el comité de auditoría y el 73,6% en la comisión de nombramientos y retribuciones). En cuanto a la recomendación de que la mayoría de los consejeros sean independientes, solo la seguían el 51,9% de las comisiones de nombramientos y retribuciones.



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

4 Retribuciones del consejo y la alta dirección

El ejercicio 2011 ha sido el primero en que las sociedades anónimas cotizadas han tenido que elaborar un informe anual sobre las remuneraciones de sus consejeros. Dicho informe debe incluir información completa, clara y comprensible sobre la política de remuneraciones de la sociedad aprobada por el consejo para el año en curso, así como, en su caso, la prevista para años futuros y un resumen global de cómo se aplicó dicha política durante el ejercicio cerrado, detallando las retribuciones individuales devengadas por cada uno de los consejeros.

El informe anual de retribuciones debe difundirse y someterse a votación, con carácter consultivo y como punto separado del orden del día, a la junta general ordinaria de accionistas.

En ausencia de un modelo normalizado, las sociedades han elaborado su informe anual de las retribuciones de los consejeros respetando los contenidos mínimos que establece la ley, pero no han seguido un formato homogéneo. La revisión de los informes correspondientes a 2011, que fueron presentados en las juntas celebradas en 2012, arroja los siguientes resultados:

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

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

- Algunas sociedades no incluían como remuneración la retribución devengada por los consejeros que han cesado en el cargo a lo largo del ejercicio.
- En algunos casos no se informaba sobre la remuneración que han devengado los consejeros por pertenecer a los órganos de administración de las filiales.

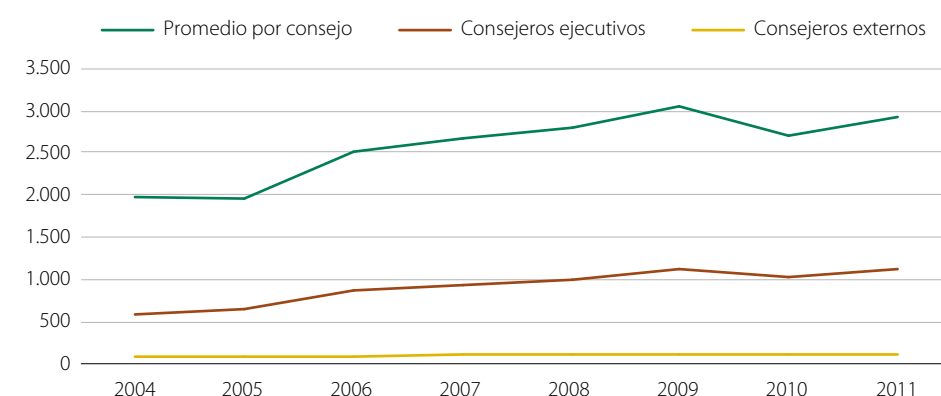
Además de la obligación de elaborar un informe anual de remuneraciones de los consejeros, el IAGC de las sociedades debe contener información cuantitativa agregada sobre la remuneración devengada por el consejo de administración. Las sociedades deben detallar ciertos conceptos retributivos, tales como la retribución fija, la variable, las dietas, las atenciones estatutarias, los instrumentos financieros sobre acciones y otros beneficios sociales. El IAGC también debe reflejar la remuneración total agregada por tipología de consejero, devengada en la sociedad y su grupo.

Respecto a la alta dirección, la sociedad debe identificar los miembros que no sean a su vez consejeros ejecutivos, e indicar la cifra de remuneración total devengada a su favor durante el ejercicio.

El gráfico 7 muestra la evolución de la retribución media por consejo, por consejero ejecutivo y por consejero externo de las sociedades cotizadas para el periodo 2004-2011.

Evolución de la remuneración

GRÁFICO 7



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En el año 2011, la retribución media devengada por consejo ascendió a 2,9 millones de euros. En tres compañías se han producido incrementos singulares en la remuneración de los consejeros, como consecuencia del aumento de la retribución variable y el pago de una indemnización por pacto de no competencia postcontractual a un consejero que ha cesado.

Sin tener en cuenta estas compañías, la retribución media del consejo, en las sociedades comparables, aumentó un 1,5%.

Considerando el efecto de estas tres compañías, el incremento ha sido del 7,8%. En las 145 sociedades que remitieron el IAGC en 2010 y en 2011, el incremento fue del 6,1%.

En el 14,5% de las sociedades cotizadas, la retribución por consejo registró incrementos superiores al 20%. En el 11%, el aumento se ha situado entre el 10% y el 20%, y en el 20,7% la retribución se incrementó, pero en un porcentaje inferior al 10%. Por el contrario, en el 44,1% de las sociedades cotizadas la retribución por consejo ha disminuido respecto a 2010. En 23 compañías –el 15,9% del total– el descenso ha sido superior al 20%, en 13 sociedades la disminución se situó entre el 10% y el 20%, y en 28 el descenso ha sido inferior al 10%. Por último, en el 9,7% de las sociedades las retribuciones del consejo no registraron ninguna variación.

La retribución media por consejero se situó en 279.300 euros anuales, lo que supuso un incremento en las sociedades comparables del 4% respecto a 2010. Teniendo en cuenta el efecto de las tres sociedades mencionadas al inicio, el incremento ha sido del 7,3%.

La remuneración media por consejero ejecutivo se situó en 1,1 millones de euros, lo que supuso un aumento en las sociedades comparables del 1,8% respecto a 2010. Teniendo en cuenta las tres sociedades comentadas, la retribución media se hubiera incrementado un 10,3%. En las 145 sociedades que remitieron el IAGC en 2010 y en 2011, el aumento ha sido del 9%.

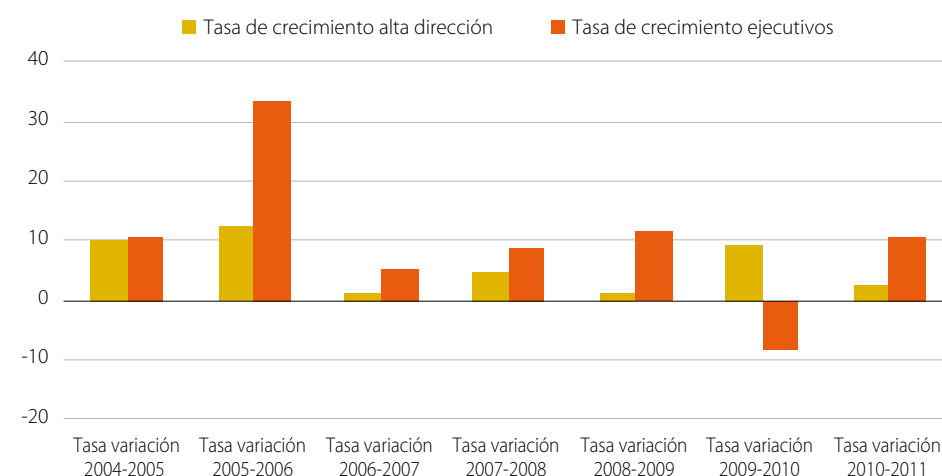
La retribución media de los consejeros externos fue de 109.686 euros, lo que representa un incremento interanual del 7%.

Respecto a los diversos componentes de la retribución, la proporción que representa la remuneración variable, excepto los sistemas retributivos basados en acciones, se ha incrementado respecto a 2010, mientras que la parte de la remuneración que no está vinculada a criterios de rendimiento (remuneración fija, dietas y atención estatutaria) se ha reducido en 2,3 puntos porcentuales.

El gráfico 8 muestra la tasa de variación de la remuneración de la alta dirección y la de los consejeros ejecutivos.

Tasas de variación de la remuneración media por consejero ejecutivo y alto directivo

GRÁFICO 8



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En el ejercicio 2011, el número de miembros de la alta dirección declarados en los IAGC ascendía a 1.116 (1.164 en 2010). Su retribución media se situó en 466.678 euros, lo que representa un incremento del 2,6% respecto a 2010.

Este incremento se debió, en parte, a los aumentos en la retribución de dos sociedades que compensaron el descenso en una entidad cuyos altos directivos han pasado de percibir 6,8 millones de media en 2010 a un millón en 2011.

5 Información financiera y sistemas de control de riesgos

La gestión de los riesgos ha demostrado jugar un papel fundamental desde hace años y más concretamente desde el comienzo de la crisis financiera. En este sentido, se han pronunciado tanto la OCDE –en su informe de febrero de 2010⁴– como la Comisión Europea –en su Libro Verde⁵ sobre gobierno corporativo de abril de 2011–. Así, en las mencionadas publicaciones, se establecía que la política y el apetito por el riesgo deben fijarse en el máximo nivel jerárquico de las sociedades.

El Código Unificado recomienda que el consejo presente a la junta general las cuentas anuales sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría, pero que, en los casos en que estas existan, tanto el presidente del comité de auditoría como los auditores expliquen a los accionistas el contenido y alcance de dichas reservas o salvedades. En 2011, ha aumentado más del doble el porcentaje de auditorías recibidas con salvedades –excluidas las excepciones por uniformidad– de todas las entidades emisoras de valores cotizados, pasando del 0,9% en 2010 al 2,3% en 2011.

En cuanto al control de riesgos, las sociedades cotizadas deben describir en sus IAGC la política de gestión de riesgos y los sistemas de control establecidos. De esta forma, una amplia mayoría de las sociedades informaban de la existencia de sus sistemas de control de riesgos. Sin embargo, no en todos los casos se incluyó una descripción del contenido de dichos sistemas.

En esta identificación de riesgos, los más señalados por las sociedades han sido la morosidad, las dificultades de financiación y la falta de liquidez en el sistema financiero, la volatilidad de los precios de las materias primas, el ciclo bajista en el sector inmobiliario y los riesgos regulatorios y de tipo de cambio.

En 2011 se ha producido un incremento de 4,3 puntos porcentuales en el número de sociedades que identifican riesgos materializados distintos a los propios del sector. Al mismo tiempo, se ha reducido en 2,6 puntos porcentuales el número de socieda-

4 *Corporate Governance and the Financial Crisis: Conclusions and good practices to enhance implementation of the principles*, febrero de 2010.

5 El Libro Verde sobre Gobierno Corporativo lanzado por la Comisión Europea (*Green Paper on the EU Corporate Governance Framework*) en abril de 2011 contiene una serie de iniciativas con el objetivo de mejorar el gobierno corporativo de las sociedades, fundamentalmente las cotizadas europeas.

des que no identifican riesgos materializados, siendo esta disminución de 14,4 puntos porcentuales desde el 2008.

La Ley 12/2010, de 30 de junio, modificó la LMV, asignando nuevas funciones al comité de auditoría, entre las que destaca la supervisión de la eficacia del control interno de la sociedad y los sistemas de gestión de riesgos, mientras que el Código Unificado recomienda que el comité de auditoría revise periódicamente dichos sistemas. A este respecto, se mantiene la tendencia creciente en la proporción de sociedades que asignaron a su comité de auditoría la supervisión de los sistemas de control de riesgos –el 78,5% en 2011–, que ha aumentado en 20 puntos porcentuales desde el 2008.

Las recomendaciones del Código Unificado sobre las funciones del comité de auditoría son seguidas en casi todos los casos por, al menos, el 99% de las sociedades. El establecimiento y supervisión de un mecanismo que permita a los empleados comunicar irregularidades sigue siendo la recomendación menos seguida, con un 78,5%, aunque se ha incrementado en 8,6 puntos porcentuales con respecto a 2010. Las otras dos recomendaciones sobre las funciones del comité de auditoría seguidas por menos del 99% de las sociedades son velar por la independencia y eficacia de la auditoría interna, y asegurar que todas las sociedades del grupo sean auditadas por la misma firma, con un seguimiento del 90% y el 93%, respectivamente.

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

La Ley de Economía Sostenible introdujo un nuevo artículo 61 bis en la Ley del Mercado de Valores⁶ que amplió el contenido del IAGC, exigiendo una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera. Esta nueva obligación se hizo efectiva para los ejercicios iniciados a partir del 1 de enero de 2011.

Las mayoría de los emisores de valores cotizados –excepto un 6%– han realizado, con mayor o menor detalle, una descripción de sus SCIIF en sus IAGC, cumpliendo con carácter general lo establecido en la LMV. Así, para realizar la descripción, el 71% ha seguido el formato de estructura del grupo de expertos⁷ o el del proyecto de Circular de la CNMV⁸. Sin embargo, en algunos casos el contenido tenía un carácter demasiado generalista y, en el caso de alrededor del 12% de las entidades, resultaba insuficiente, ya que no describía controles internos específicos sobre la información financiera. En otros casos se indicaba que los mecanismos estaban en proceso de implantación o de documentación.

6 Véase el artículo de A. Aguilar, F. Ibáñez y Á. Domínguez «Modificaciones introducidas por la Ley de Economía Sostenible en el mercado de valores», en el Boletín Trimestral de la CNMV del tercer trimestre de 2011.

7 En junio de 2010, se publicó en la página web de la CNMV un documento elaborado por un grupo de expertos sobre recomendaciones de los SCIIF de las entidades cotizadas.

8 Proyecto de Circular de la CNMV para modificar el modelo de IAGC, que se sometió a consulta pública el 26 de octubre de 2011 e incluía un apartado específico para informar sobre el SCIIF.

A continuación se resumen los aspectos más relevantes notificados por las sociedades en relación a los cinco componentes del SCIIF:

1. Entorno de control de la entidad sobre la información financiera: en general las sociedades describen la existencia de mecanismos de control interno; más del 80% de las entidades identificaron al consejo de administración como responsable de la existencia y mantenimiento del SCIIF, y más del 85%, al comité de auditoría como responsable de su supervisión.
2. Evaluación del riesgo de la información financiera: en torno al 87% de las entidades desglosan las características de sus procesos para identificar los riesgos de la información financiera.
3. Actividades de control: el 89% de las sociedades describen las actividades que tienen implementadas para mitigar los riesgos de error en la información financiera. Sin embargo, no se identificaba con claridad el nivel máximo de autoridad dentro de la sociedad encargado de revisar las principales estimaciones, valoraciones y proyecciones relevantes.
4. Información y comunicación: aproximadamente el 91% de las entidades informaban de la existencia de mecanismos para transmitir las políticas contables al personal encargado de elaborar la información financiera, y de sistemas de información que permiten recabar la información financiera que fundamenta los estados financieros.
5. Supervisión del funcionamiento del sistema: en general, todas las sociedades han identificado al comité de auditoría como órgano responsable; el 90% informó de las actividades de supervisión y la mayor parte señaló que la función de auditoría interna colabora con dicho comité en esta función.

7 Operaciones vinculadas y conflictos de intereses

Las sociedades cotizadas deben informar en el IAGC de las transacciones que realicen con los accionistas significativos, administradores y cargos directivos, así como de las transacciones “intragrupo” que no se eliminen en el proceso de consolidación. Este requisito de transparencia se limita a las operaciones vinculadas que sean significativas por su cuantía o relevantes para una adecuada comprensión de los estados financieros.

Además, el artículo 229 de la Ley de Sociedades de Capital exige que los administradores comuniquen al consejo cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener con los intereses de la sociedad, y que se abstengan de intervenir en los acuerdos o decisiones relativos a las operaciones a que el conflicto se refiera.

En el ejercicio 2011, el importe agregado de las operaciones vinculadas realizadas con accionistas significativos ascendió a 65.345 millones de euros. El 75,2% de este importe correspondía a operaciones notificadas por cinco compañías.

Un 60,4% del total agregado eran créditos, avales o garantías concedidos por bancos y cajas que son accionistas significativos de sociedades cotizadas. En 2011, disminuyó un 32% el importe agregado de los préstamos concedidos respecto a 2010, mientras que las garantías y avales exigidos aumentaron un 38%.

Un 15,3% de las operaciones realizadas con accionistas correspondía a la compra-venta de bienes, otro 15,1% tenía su origen en los dividendos pagados durante el ejercicio y el resto correspondía a otras operaciones del tráfico ordinario.

Un total de 50 sociedades comunicaron operaciones vinculadas con administradores y directivos por un volumen de 1.148 millones de euros. Las transacciones realizadas por dos compañías representaron el 62,2% del importe agregado de las sociedades analizadas.

El volumen de las transacciones con consejeros y directivos se ha reducido un 72% en 2011 con respecto al ejercicio anterior. Esto se ha debido, principalmente, a que una sociedad, cuyas operaciones representaban el 47,8% del total agregado en 2010, declaró no haber realizado ninguna en 2011.

Las sociedades cotizadas también deben informar en sus IAGC sobre las operaciones relevantes realizadas con compañías del grupo, siempre que no se eliminen en el proceso de consolidación, y con empresas bajo control conjunto y entidades asociadas, siempre y cuando no formen parte del giro o tráfico ordinario de la sociedad.

El importe agregado de este tipo de transacciones declaradas en 2011 por 19 sociedades cotizadas (21 en 2010) ascendió a 37.435 millones de euros (4.952 millones en 2010).

El incremento se debió a que el 94,2% del volumen total había sido declarado por una compañía, como consecuencia del traspaso del negocio bancario de una entidad del grupo a la sociedad cotizada.

En 2011, 28 sociedades han identificado situaciones de conflictos de intereses, que han afectado a 135 consejeros.

La naturaleza de los conflictos de los administradores declarados en 2011 se ha mantenido sin variaciones significativas en los últimos años. Las sociedades destacan los siguientes:

- Aprobación de sus condiciones contractuales y retributivas.
- Aprobación de operaciones relevantes que suponían una transferencia de recursos o un reconocimiento de obligaciones entre la sociedad y las partes vinculadas al administrador.
- Calificación del consejero según las definiciones del Código Unificado.
- Designación del consejero como miembro de comisiones delegadas del consejo de administración.

8 Junta general de accionistas

Una mayor implicación de los accionistas, en particular los inversores institucionales, en el gobierno de las sociedades cotizadas a través de su participación en las juntas generales, es uno de los aspectos de gobierno corporativo sobre el que organismos internacionales como la OCDE y la Comisión Europea están incidiendo desde el inicio de la crisis financiera.

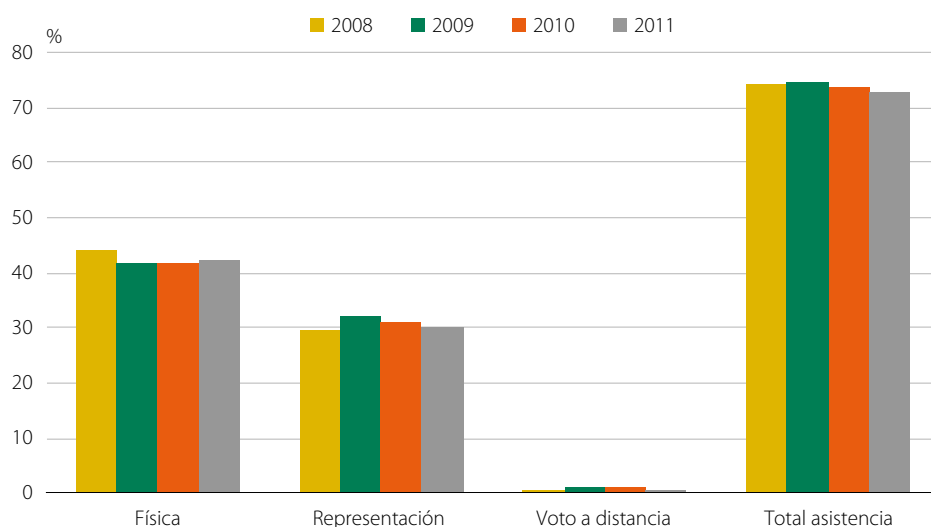
A nivel nacional, durante los últimos ejercicios las sociedades han ido adoptando medidas para facilitar la participación de los accionistas en las juntas. Además, la reforma de la Ley de Sociedades de Capital ha introducido novedades importantes para conseguir dicho objetivo. Entre otras medidas, las sociedades anónimas cotizadas deben disponer de una página web en la que se publique toda la documentación relativa a la organización y funcionamiento de las juntas generales con suficiente antelación, así como los acuerdos adoptados. También deben habilitar un Foro Electrónico de Accionistas, con el fin de facilitar la comunicación de los accionistas con anterioridad a la celebración de las juntas generales. A través de este foro los accionistas pueden publicar propuestas para el orden del día, adherirse a las mismas o llevar a cabo iniciativas para alcanzar el porcentaje necesario para ejercer un derecho de minoría.

El Código Unificado también contiene un capítulo dedicado a la junta de accionistas, que incluye recomendaciones relativas a las competencias de las juntas, la información previa sobre las propuestas de acuerdo, la votación separada de asuntos y la posibilidad de fraccionamiento del voto.

El gráfico 9 muestra la evolución del promedio de la participación de los accionistas de las sociedades cotizadas en las juntas generales celebradas durante el periodo comprendido entre 2008 y 2011. Además, en el mismo se diferencian las distintas modalidades de asistencia a las juntas: asistencia física, mediante representación y por medio del voto a distancia:

Participación en las juntas generales

GRÁFICO 9



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

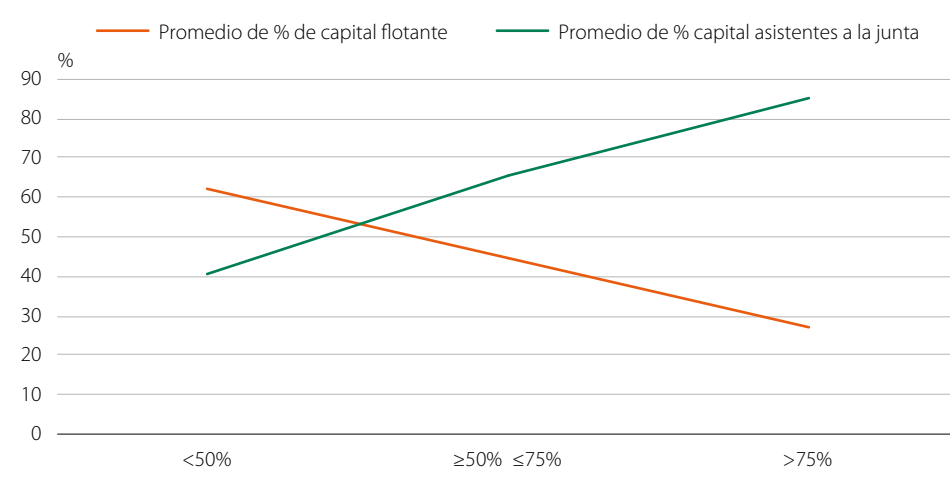
El porcentaje medio de asistencia a las juntas generales de accionistas se situó, en 2011, en el 73% del capital social, lo que supone un descenso de 0,9 puntos porcentuales respecto al ejercicio anterior. Atendiendo a las modalidades de participación, la asistencia física fue la única que aumentó, pasando de un 41,8% en 2010 a un 42,3% en 2011, lo que supone un cambio en la tendencia decreciente observada desde el ejercicio 2008.

En 13 sociedades la presencia física de accionistas en la junta superó el 90% del capital. En cinco de ellas el porcentaje de presencia física fue del 100%. En dichas sociedades, las juntas de accionistas sobre las que se informa en el IAGC fueron las celebradas en 2011, con anterioridad a su salida a bolsa.

El gráfico 10 relaciona los datos medios de asistencia y el capital flotante, para cada uno de los tramos analizados de participación en las juntas celebradas en el ejercicio 2011.

Asistencia a junta vs capital flotante

GRÁFICO 10



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En los últimos años las sociedades han ido adoptando medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en la junta general. No obstante, tal como refleja el gráfico anterior, la existencia de un mayor porcentaje de accionistas minoritarios se traduce en una menor participación en las juntas, que aumenta a medida que disminuye el promedio de capital flotante.

9 Principio de «cumplir o explicar»

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

A nivel agregado, las declaraciones incluidas en los IAGC del año 2011 sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado pusieron de manifiesto, entre otros, los siguientes aspectos:

- En promedio, las sociedades cotizadas cumplían el 81,3% de las recomendaciones del Código (el 78,1% en 2010) y, adicionalmente, de forma parcial otro 7,6% (el 8,9% en 2010). Por tanto, a nivel agregado, no seguían, ni siquiera de forma parcial, el 11,1% de las recomendaciones.

El incremento se explica, en gran parte, por la incorporación al ordenamiento jurídico de las recomendaciones 40 (que el consejo someta a la junta un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros) y 41 (que en la memoria se detalle las retribuciones individuales).

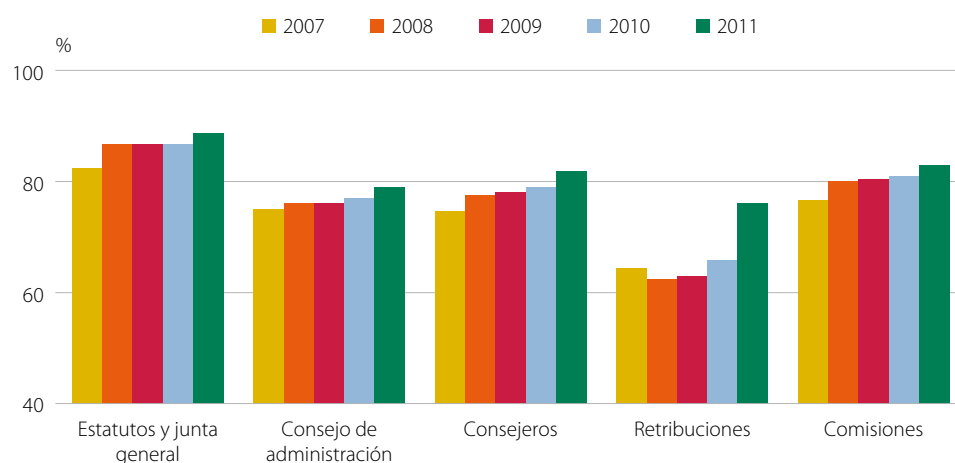
- Un total de 46 compañías –el 30,9% del total– seguían más del 90% de las recomendaciones del Código Unificado, de las cuales cuatro declararon cumplir el 100% de las recomendaciones. Por el contrario, el 5,4% de las sociedades cotizadas han registrado un grado de seguimiento de las recomendaciones inferior al 50%.
- Todas las sociedades cotizadas declararon cumplir la recomendación 53 del Código Unificado (que el consejo de administración procure presentar las cuentas a la junta general sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría).
- En promedio, se cumplían parcialmente el 7,6% de las recomendaciones del Código Unificado. Las que presentaban un mayor seguimiento parcial eran: la recomendación 26 (dedicación de los consejeros) y la 42 (composición de la comisión ejecutiva), seguidas de forma parcial por el 43,6% y el 40,3% de las compañías, respectivamente.

Ambas recomendaciones incluyen varias prácticas de buen gobierno, cuyo cumplimiento exige distinto nivel de esfuerzo a las sociedades. Este hecho puede explicar el alto porcentaje de seguimiento parcial.

En el gráfico 11 se incluye, en promedio, el grado de seguimiento total de las recomendaciones del Código Unificado, agrupadas por categorías, por las sociedades cotizadas para los ejercicios 2007 a 2011:

Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código

GRÁFICO 11



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código ha pasado del 78,1% en 2010 al 81,3% en 2011. El incremento más importante se ha producido en las recomendaciones relativas al régimen de aprobación y transparencia de las retribuciones de los consejeros, que se situó en el 76%, frente al 65,3% en 2010.

Exceptuando las recomendaciones que se han incorporado al ordenamiento jurídico, la que registró mayor incremento en el grado de seguimiento es la 11 –si existiera algún consejero externo que no pudiera ser considerado dominical ni independiente, ha de explicarse tal circunstancia–, que pasó de ser cumplida en su totalidad por el 73,3% de las sociedades en 2010 al 85,5% en 2011.

La recomendación 42 –participación de las diferentes categorías de consejeros en la comisión– fue la que registró un mayor descenso en el porcentaje de seguimiento. En 2011, 29 sociedades seguían en su totalidad esta recomendación, frente a las 31 entidades que declaraban su seguimiento en 2010.

El 62,1% de las sociedades cotizadas declara cumplir un porcentaje del Código Unificado superior al del ejercicio anterior.

Desde el ejercicio 2008, la CNMV publica los resultados del análisis de una muestra de las explicaciones ofrecidas en los IAGC por las sociedades españolas cotizadas.

Para los IAGC de 2011, se ha analizado una muestra de 530 explicaciones (un 33% del total) sobre las diez recomendaciones menos seguidas del Código Unificado. Excepto en los IAGC de las sociedades del Ibex, no se observa una mejora significativa respecto a la calidad de la información ofrecida por las sociedades para explicar los motivos por los que se apartan de dichas recomendaciones.

Una gran parte de la información analizada se considera excesivamente genérica o redundante, lo que ha dado lugar al envío de escritos con recomendaciones, encaminados a mejorar la calidad de las explicaciones incluidas en los IAGC.

En relación con estos resultados, cabe destacar que tras el proceso de revisión anual de los IAGC, se han enviado un total de doce escritos a otras tantas sociedades, por la calidad de las explicaciones ofrecidas a la falta de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado. La mayor parte de estos escritos contenían orientaciones individualizadas, destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones de cara a ejercicios futuros.

10 Conclusiones

Siguiendo la tendencia de los últimos ejercicios, el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado declarado por las sociedades cotizadas en sus IAGC ha vuelto a incrementarse en 2011, hasta alcanzar un 81,3%.

El 62,1% de las sociedades declararon un seguimiento del Código Unificado en 2011 superior al del año anterior. Esta mejoría se concentró, fundamentalmente, en las

recomendaciones relativas a las retribuciones de los consejeros, parte de las cuales se incorporaron al ordenamiento jurídico en la Ley de Economía Sostenible.

Respecto a la calidad de la información ofrecida por las sociedades para explicar los motivos por los que se apartan de dichas recomendaciones, excepto en los IAGC de las sociedades del Ibex, no se ha observado una mejora significativa.

Una gran parte de la información analizada se considera excesivamente genérica o redundante, lo que ha dado lugar al envío de escritos con recomendaciones, encaminadas a mejorar la calidad de las explicaciones incluidas en los IAGC.

El capital flotante ha aumentado en casi dos puntos porcentuales, situándose en el 37,5% (el 35,6% en 2010), lo que ha tenido su reflejo directo en la composición de los consejos, con el incremento de la presencia de consejeros independientes en un punto porcentual. Así pues, se mantiene la tendencia de los últimos cuatro años en el incremento de sociedades con equilibrio en el consejo o con una proporción favorable a consejeros independientes.

Una mejora que siguen realizando las sociedades, pero lentamente, es la diversidad de género en la composición de los consejos, con un incremento en los últimos cuatro años de 2,3 puntos porcentuales de la presencia femenina en los consejos. Este asunto centrará mucha atención en los próximos años, en caso de salir adelante la propuesta sobre mejoras en la diversidad de género que contempla la propuesta de directiva del Parlamento Europeo y del Consejo formulada por la Comisión Europea.

Otra variación relevante, en cuanto al consejo, es la reducción en 3,9 puntos porcentuales del número de sociedades en las que el presidente es primer ejecutivo, al mismo tiempo que se ha incrementado en 4,4 puntos porcentuales el peso de los vicepresidentes independientes.

Otra importante novedad que afecta a los requisitos de transparencia es la relativa a la obligatoriedad de difundir y someter a voto consultivo de la junta un informe anual de remuneraciones de consejeros.

A falta de los desarrollos legislativos de la Ley de Economía Sostenible, los informes presentados a las juntas de 2012 respetan los contenidos mínimos que establece la ley, pero no son homogéneos, por no existir todavía un modelo normalizado oficial. En algunos casos, resulta complejo extraer la totalidad de la remuneración devengada por un consejero por todos los conceptos retributivos. Además, algunas sociedades no han incluido las remuneraciones devengadas por consejeros que han cesado en el cargo a lo largo del ejercicio 2011.

La retribución media devengada por consejo ascendió a 2,9 millones de euros. Se ha producido un incremento del 1,5% en dicha remuneración respecto a la media de 2010, si se excluye el aumento singular registrado en los consejos de tres sociedades. Considerando estas tres compañías, el incremento de la retribución media ascendió a un 7,8% respecto al ejercicio 2010.

III Novedades regulatorias

Las empresas de asesoramiento financiero en España

Maribel Herrero (*)

(*) Maribel Herrero pertenece a la Dirección General de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

La transposición a nuestro ordenamiento jurídico de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID)¹ ha supuesto una importante modificación en relación con la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares, los requisitos de organización y las normas de conducta exigibles a quienes prestan estos servicios. Entre los cambios introducidos, cabe destacar la ampliación del catálogo de servicios de inversión contemplados en la normativa, al incluir el asesoramiento en materia de inversión, una actividad que, hasta ese momento, venía siendo considerada como un servicio auxiliar complementario. Tanto este cambio como el conjunto de las modificaciones introducidas responden al deseo de mejorar la protección del inversor en un contexto caracterizado por la mayor sofisticación y complejidad de los instrumentos financieros.

La letra g) del apartado 1 del artículo 63 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) establece que el asesoramiento en materia de inversión es un servicio de inversión y lo define como «la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituyan asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial».

Aun cuando no es el objetivo de este artículo analizar la problemática en torno al concepto de asesoramiento en materia de inversión, resulta obligado hacer una mínima mención al respecto, puesto que su definición y la delimitación de su alcance, desde que la MiFID decidió considerarlo como servicio de inversión, no ha sido una tarea sencilla. En relación con este tema, se han publicado diversos documentos interpretativos en los que se difunden criterios y pautas de actuación para entender y diferenciar el asesoramiento en materia de inversión de la simple comercialización de un instrumento financiero como fase previa a la prestación del servicio de recepción, transmisión o ejecución de órdenes^{2, 3}.

1 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros, transpuesta al ordenamiento jurídico nacional mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

2 El número 4 del artículo 63 de la LMV señala que la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes no constituyen en sí mismas servicios de inversión, sino actividades previas a cada uno de los servicios de inversión enumerados en los apartados precedentes, que podrán ser desarrolladas de forma separada a la prestación del servicio en sí.

3 Véanse los documentos emitidos en su momento por el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR): *CESR's Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39 EC on Markets in Financial Instruments* (ref.: CESR/05-290b, 29/4/2005); *Consultation Paper - Understanding the definition*

De acuerdo con las directrices recogidas en dichos documentos y en la normativa española de desarrollo del citado artículo 63 de la LMV, la CNMV publicó, el 23 diciembre de 2010, una «Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión», en la que concluye que una entidad está prestando asesoramiento en materia de inversión cuando cumple simultáneamente dos condiciones: i) que exista una recomendación sobre instrumentos financieros concretos, ya sea explícita o implícita, y ii) que la recomendación sea personalizada, es decir, que se presente como idónea para el inversor basándose en sus circunstancias personales⁴.

En resumen, la transposición de la MiFID al ordenamiento jurídico español ha supuesto el reconocimiento y la catalogación del asesoramiento en materia de inversión, como un servicio de inversión sujeto al cumplimiento de las obligaciones generales aplicables a cualquier otro servicio de inversión y supervisado por la CNMV. Por consiguiente, de acuerdo con la LMV, solo pueden prestarlo entidades que estén expresamente autorizadas para realizar actividades relacionadas con los mercados de valores, que deben cumplir con determinadas obligaciones de carácter prudencial y otras relativas a requisitos organizativos y normas de conducta. La LMV reserva esta actividad a las entidades de crédito, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y a un nuevo tipo de entidades especializadas en este servicio, las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello.

El presente artículo se centra en las EAFI, con el propósito de difundir sus principales características, describir su evolución reciente y reflexionar en torno a algunas cuestiones que resultan de interés para esta actividad, en particular sobre el impacto potencial en el sector de la reforma de la MiFID actualmente en trámite. Así, en la sección 2 se describe la regulación que afecta a estas empresas. En la sección 3 se da cuenta de la evolución reciente de sus principales indicadores en materia de actividad y situación económico-financiera. La sección 4 analiza el impacto en las EAFI de una posible prohibición de los incentivos procedentes de terceros a través de la reforma de la MiFID. Por último, el artículo se cierra con una sección de conclusiones.

2 Empresas de asesoramiento financiero (EAFI)

El servicio de asesoramiento se ha venido prestando libremente en España desde hace mucho tiempo. Cualquier persona o entidad podía desarrollar dicha actividad, con independencia de su experiencia profesional, sus conocimientos y su solvencia. Sin embargo, con la regulación del asesoramiento como un servicio de inversión, y al objeto de que el servicio se preste de manera más transparente y se adecuen las recomendaciones de inversión al perfil del cliente, se restringe ahora su prestación a entidades autorizadas y sujetas al cumplimiento de unos requisitos y controles

of advice under MiFID (ref.: CESR/09-665, 14/10/2009); *Question & Answers - Understanding the definition of advice under MiFID* (ref.: CESR/10-293, 19/4/2010); *Feedback Statement - Understanding the definition of advice under MiFID* (ref.: CESR/10/294, 19/4/2010).

4 Esta guía está disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

muy estrictos. Debe señalarse que, aunque la MiFID fue transpuesta en diciembre de 2007, no fue hasta el año 2009 cuando entró en vigor la obligación de las empresas, tanto sociedades como personas físicas que vinieran desarrollando habitual y profesionalmente la actividad de asesoramiento en materia de inversión, de solicitar la preceptiva autorización a la CNMV⁵.

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, mediante la cual se transpuso la MiFID a la LMV, de forma simultánea a la consideración del asesoramiento de inversión como servicio principal de inversión, creó un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión que denominó «empresa de asesoramiento financiero». Los requisitos de acceso y desarrollo de la actividad de estas entidades están regulados en el Título V de la LMV, en el Capítulo III del Título I del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y en la Circular 10/2008, de la CNMV, sobre EAFI.

El número 5 del artículo 64 de la LMV define a las EAFI como aquellas personas físicas o jurídicas que exclusivamente pueden prestar los servicios de asesoramiento en materia de inversión, asesoramiento a empresas y la elaboración de informes y análisis financieros.

Para el desarrollo de su actividad, requieren de la preceptiva autorización administrativa de la CNMV⁶ y de su inscripción en el registro correspondiente. No pueden efectuar operaciones en nombre propio o ajeno, salvo que, con sujeción a posibles limitaciones reglamentarias, se trate de administrar su propio patrimonio, y no están autorizadas a mantener fondos o valores de clientes. En ningún caso sus actividades estarán cubiertas por el Fondo de Garantía de Inversiones. Además, las EAFI no pueden actuar como agentes de otra ESI o entidad de crédito, ni contratar agentes⁷.

La actividad por la que las EAFI están sujetas a autorización⁸ es la de realizar recomendaciones personalizadas, ya sea de forma puntual o recurrente, a sus clientes y para ello han de cumplir con determinados requisitos financieros y de actividad que, con carácter general, se refieren al cumplimiento de requisitos de organización y de control interno⁹. Se les exige que, en el desempeño de su actividad, los profesionales cuenten con los conocimientos y experiencia adecuados en el ámbito del mercado de valores y que en sus actuaciones cumplan con las normas de conducta previstas en la normativa. Además, las EAFI deben contar con un departamento o servicio de atención al cliente para la resolución de las quejas y reclamaciones presentadas por sus clientes y están sujetas a la normativa sobre prevención del blanqueo de capitales.

5 Véase la Disposición transitoria primera del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

6 La obligación de registrarse individualmente en el organismo regulador no es una práctica general en otros países. En algunos de ellos, son los colegios o las asociaciones profesionales los que deben registrarse y el organismo regulador les otorga la potestad de vigilancia de los asesores.

7 De acuerdo con el artículo 65.1 de la LMV, los agentes pueden prestar asesoramiento sobre los instrumentos financieros y los servicios de inversión de la empresa a la que representan.

8 El artículo 73 de la LMV prevé diversas causas de revocación de la autorización, entre ellas la demora en el inicio de la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión.

9 Véase la Sección 2ª del Capítulo III del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Entre los requisitos exigidos, resultan de especial relevancia los que se refieren a la obligación de contar con una función de cumplimiento normativo, de evaluar la idoneidad en la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión y de establecer los mecanismos y previsiones necesarios para evitar los conflictos de interés que en su actuación pudieran producirse.

Las EAFI son responsables de mantener una estructura organizativa adecuada y proporcionada, que cuente con una función de cumplimiento normativo que podrá ser externalizada y que deberá encargarse de comprobar el cumplimiento de determinadas políticas y procedimientos en el seno de la organización, relacionados, entre otros, con el Reglamento Interno de Conducta, la profesionalidad de su personal, la gestión de los conflictos de interés, las normas de conducta que les son de aplicación o el mantenimiento de los registros obligatorios exigidos por la normativa¹⁰.

La prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión exige la elaboración de un test de idoneidad para recabar toda la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia de sus clientes, sobre su situación financiera y sobre sus objetivos de inversión, al objeto de poder recomendarles los productos y servicios financieros que más les convengan¹¹. Las EAFI, como el resto de las entidades autorizadas a ofrecer este servicio, deben prestar el asesoramiento en materia de inversión en el mejor interés del cliente. Para ello, se exige transparencia, esto es, que el cliente esté adecuadamente informado, y personalización o individualización en las recomendaciones (el producto recomendado se debe ajustar al perfil de riesgo del cliente, de acuerdo con el resultado de la evaluación de la idoneidad). Se requiere asimismo que las recomendaciones sean concretas (deben realizarse sobre productos financieros determinados) y comprensibles para el cliente. Siempre deberá justificarse por escrito cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del cliente¹².

En el ejercicio de su actividad, las EAFI pueden recibir determinados incentivos o comisiones de terceros, siempre que ello no suponga menoscabo de su obligación de actuar con la debida diligencia en interés del cliente e informen a este con carácter previo de tal circunstancia. Estos incentivos o comisiones deben ser gestionados adecuadamente para evitar la aparición de conflictos de interés que puedan afectar a la independencia de sus actuaciones. En relación con estos incentivos, en la sección cuarta de este artículo se analizan con mayor detenimiento las retrocesiones y las consecuencias de su posible limitación, prevista en la propuesta de reforma de la MiFID actualmente en discusión.

La normativa obliga a las EAFI a publicar sus folletos informativos de tarifas máximas¹³ y a divulgarlas en sus correspondientes páginas web en un lugar de fácil acce-

10 La CNMV está elaborando actualmente una Circular que regulará los requisitos de organización interna de las funciones de control para el conjunto de las empresas que presten servicios de inversión.

11 El tratamiento de los test de idoneidad será distinto en función de la catalogación de los clientes como minoristas o profesionales.

12 Esta obligación, que figura entre las propuestas de reforma de la MiFID actualmente en discusión en las instituciones europeas, está ya recogida en el artículo 79 bis de la LMV. Su desarrollo está previsto mediante una circular de la CNMV.

13 En la Circular 7/2011, de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el folleto informativo de tarifas y el contenido de los contratos tipo, se establecen los conceptos, la forma de cálculo y la base sobre la cual se pueden cobrar comisiones por la prestación del servicio de asesoramiento.

so, con independencia de que elijan algún otro medio para su publicación. Pueden fijar un mínimo anual y las comisiones pueden establecerse en función del importe del patrimonio asesorado, de su revalorización durante un periodo determinado o de ambos. También pueden aplicar una tarifa por la dedicación del tiempo necesario para el análisis de la cartera.

Además de los requisitos de carácter organizativo y de normas de conducta referidos, las EAFI están sujetas a obligaciones de carácter prudencial, que les exigen el cumplimiento de unos requisitos financieros para garantizar su solvencia¹⁴. Las personas jurídicas registradas como EAFI tienen la consideración de entidades de interés público con arreglo a lo establecido en el Real Decreto 1517/2011¹⁵, con el objetivo de mejorar su funcionamiento y permitir que los auditores colaboren con la CNMV en la supervisión de estas entidades. Tienen la obligación de someter a una auditoría sus cuentas anuales y remitirla junto con las cuentas anuales y el correspondiente informe de gestión a la CNMV. Por su parte, las personas físicas registradas bajo el régimen de EAFI están obligadas a remitir con carácter anual a la CNMV un informe elaborado por un experto independiente que deberá emitir su opinión sobre la veracidad y fiabilidad de determinada información relativa a sus actividades¹⁶.

Por último, debe señalarse que, en el ejercicio de sus actividades, las EAFI están sujetas a la aplicación del régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV.

3 Evolución reciente de la actividad, ingresos y resultados del sector

En este apartado se presentan algunos datos básicos de la evolución del sector durante 2011 y 2012, que se resumen en el cuadro 1. La información agregada que se ofrece se ha obtenido a partir de la información que las EAFI remiten semestralmente a la CNMV sobre su actividad y situación financiera y de la información sobre normas de conducta que también remiten, con carácter anual, al organismo supervisor, así como de las cuentas anuales y, en el caso de las personas jurídicas, del informe de auditoría. Los indicadores seleccionados, que se resumen en el cuadro 1, son el número de entidades, el número de clientes y el patrimonio asesorado en materia de inversión financiera, los ingresos y los resultados. También se proporcionan algunos datos, a nivel agregado, sobre las características de las recomendaciones efectuadas por estas entidades a sus clientes en su actividad de asesoramiento.

14 El artículo 22 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, exige a las personas jurídicas registradas como EAFI que cuenten con un capital inicial de 50.000 euros, o un seguro de responsabilidad civil, o un aval, con una cobertura total de 1.500.000 euros anuales para todas las reclamaciones, o una combinación de ambos mecanismos que proporcione una cobertura similar. Las personas físicas registradas como EAFI deberán suscribir un seguro con las características mencionadas.

15 Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio.

16 El alcance del trabajo del experto está determinado en la Disposición adicional primera de la Circular 1/2011, de 21 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

Evolución de las EAFI en 2011 y 2012

CUADRO 1

Importes en miles de euros	Diciembre 2011	Var. s/dic. 2010 (%)	Diciembre 2012	Var. s/dic. 2011 (%)
Nº de entidades	82	57,7	101	23,2
Personas jurídicas	60	50,0	75	25,0
Personas físicas	22	83,3	26	18,2
Nº de clientes asesoramiento financiero	3.677	51,3	3.468	-5,7
de los cuales, minoristas (%)	96,3	51,0 ¹	94,1	-7,8
Patrimonio asesorado	16.033.109	1,5	14.708.739	-8,3
de los cuales, minoristas (%)	13,6	27,2 ²	21,8	46,7
Ingresos	31.052	49,7	25.347	-18,4
Comisiones asesoramiento financiero	22.469	48,8	18.573	-17,3
Retrocesiones	4.724	35,3	4.631	-2,0
Otros ingresos	3.860	79,6	2.141	-44,5
Resultado después de impuestos	7.474	9,9	3.550	-52,5

Fuente: CNMV.

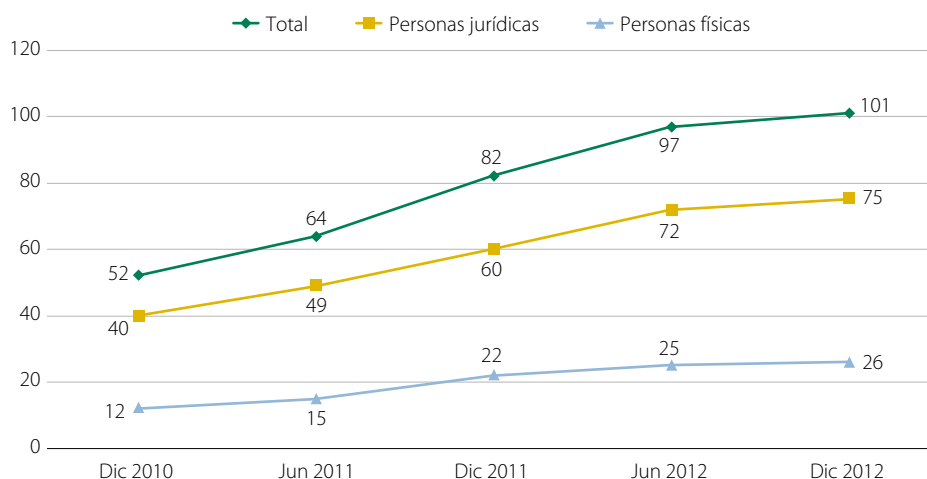
1 Variación del número de minoristas.

2 Variación del patrimonio asesorado a minoristas.

Como se aprecia en el gráfico 1, el crecimiento en el número de EAFI registradas en la CNMV ha sido intenso durante 2011 y el primer semestre de 2012¹⁷. Durante el segundo semestre del pasado año, el aumento ha sido más moderado, situándose el número total de entidades al cierre del ejercicio en 101, de las cuales 75 eran personas jurídicas y el resto personas físicas.

Número de EAFI

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

En 2011, el patrimonio asesorado experimentó un incremento del 3,2% con respecto al ejercicio 2010, mientras que el número de clientes creció un 51,3%. Los datos de 2012 ponen de manifiesto un retroceso de ambos, del 8,3% y del 5,7%, respecto al año

17 El registro de EAFI se inició en 2009. A finales de dicho ejercicio estaban registradas un total de 16 entidades, dos de ellas personas físicas.

anterior, aunque el descenso se concentró en dos entidades, principalmente. Las entidades constituidas bajo fórmula societaria suponían en torno al 90% del patrimonio asesorado al cierre de 2012. Una sola entidad concentraba el 60% del total. Como se observa en el cuadro 1, en dicha fecha, el patrimonio bajo asesoramiento de las EAFI correspondía fundamentalmente a clientes institucionales (el 78%), si bien los clientes minoristas constituían, en cuanto a número, el grueso de la clientela (el 94%).

La prestación del servicio de asesoramiento financiero en materia de inversión está fuertemente concentrada en las entidades bancarias nacionales. En diciembre de 2011, última fecha para la que se dispone de este dato, estas entidades reunían al 95% del número total de clientes, como se advierte en el cuadro 2. Por su parte, las EAFI mantenían en la misma fecha una cuota muy reducida respecto al total, en torno al 1%, si bien concentraban en torno al 24% de los clientes de las ESI en este servicio. El perfil minorista es ampliamente dominante entre la clientela de los distintos tipos de entidades, si bien se observa un número de inversores institucionales o profesionales significativamente mayor, en términos relativos, en las EAFI.

Número de clientes de asesoramiento en materia de inversión

CUADRO 2

Diciembre de 2011

Tipo de entidad	Número	%	Minoristas (%)	Var. s/2010 (%)
EAFI	3.798	1,0	93,3	48,4
SAV	10.640	2,8	97,5	-78,5
SGC	1352	0,4	99,6	50,2
Total ESI	15.790	4,2	96,6	-70,1
Entidades de crédito nacionales	355.684	94,6	99,4	46,0
Resto	4.691	1,2	99,1	-37,3
Total	376.165	100,0	99,3	23,8

Fuente: CNMV.

En el ejercicio de su actividad, las EAFI emitieron 60.971 recomendaciones de compra y 43.364 recomendaciones de venta durante 2012, referidas a activos con un valor de mercado total de siete mil y nueve mil millones de euros, respectivamente. El 84% de las recomendaciones de compra y el 60% de las de venta se referían a participaciones y acciones emitidas por instituciones de inversión colectiva, a las que seguían, en un porcentaje muy inferior, el 9%, las recomendaciones sobre acciones. El número de recomendaciones de compra sobre productos de riesgo elevado tales como *warrants*, contratos por diferencias y otros productos estructurados fue reducido, dirigiéndose, en general, este tipo de recomendaciones a clientes profesionales.

Los ingresos de las EAFI proceden del asesoramiento en materia de inversión, de incentivos recibidos de terceros en forma de retrocesión de comisiones realizadas por los clientes de dicho servicio y del asesoramiento a empresas sobre estructuras de capital, fusiones, elaboración de informes de inversiones y análisis financiero, entre otras actividades. En 2012, los ingresos totales del sector ascendieron a 25 millones de euros. De este importe, el 73%, correspondió estrictamente a comisiones por asesoramiento financiero en materia de inversión, aunque si se añaden las retrocesiones, dicho porcentaje aumenta hasta el 92% (véase el cuadro 1). En 2011, estos porcenta-

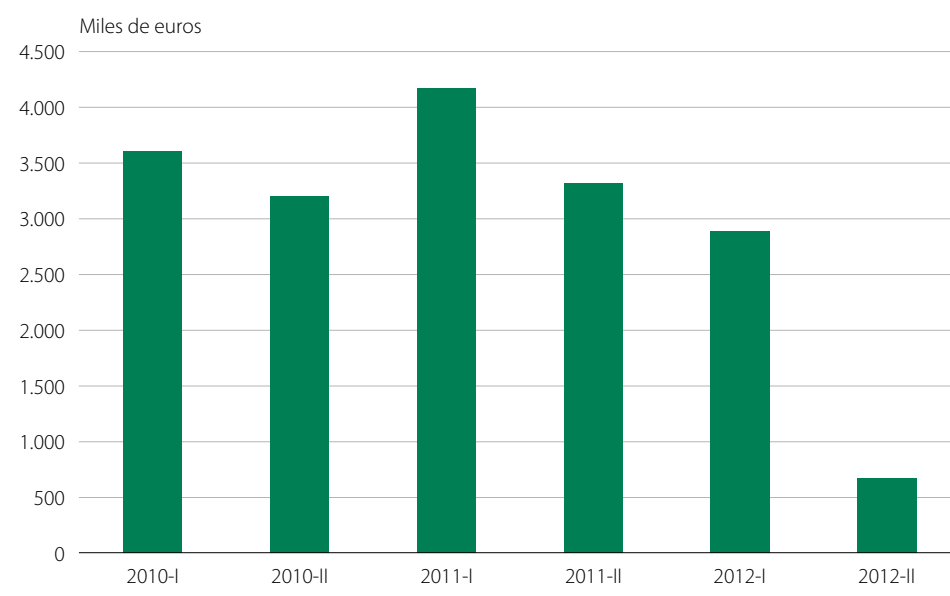
jes se situaron en el 72% y en el 88%, respectivamente. Debe señalarse, no obstante, que, en 2012, 62 de las 101 entidades registradas al cierre del ejercicio declararon no haber percibido retrocesiones y que el 57% del importe percibido por ese concepto se concentraba en tres entidades. En torno al 36% de las comisiones por asesoramiento en materia de inversión percibidas en 2012 provino del segmento minorista.

Como se aprecia en el cuadro 1, los ingresos de las EAFI aumentaron fuertemente en 2011. Sin embargo, los datos de 2012 ponen de manifiesto un retroceso de todos sus componentes, que refleja el descenso tanto del patrimonio gestionado en el segmento no minorista como del resto de las actividades de asesoramiento del sector. La ratio entre los ingresos por la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión, incluyendo los incentivos recibidos, y el patrimonio asesorado se mantuvo relativamente estable en ambos ejercicios (en el 0,17% en 2011 y en el 0,16% en 2012), con un elevado grado de dispersión que refleja la diversidad de modelos de negocio que coexisten dentro del sector. En general, las EAFI aplican a los clientes institucionales o los inversores minoristas con elevados patrimonios tarifas fijas de cuantía inferior a las que resultarían de la aplicación de un porcentaje sobre los patrimonios asesorados.

El sector obtuvo en 2011 unos resultados después de impuestos agregados de 7,4 millones de euros, lo que supuso un aumento del 7,9% respecto al año anterior. En 2012, los resultados retrocedieron fuertemente, hasta los 3,6 millones de euros. Al cierre de dicho ejercicio había 24 entidades en pérdidas, una más que en 2011, lo que representa el 24% del total (el 28% en 2011 y el 35% en 2010). El importe total de las pérdidas se aproximó a 399 mil euros, frente a 500 mil en 2011 y cerca de 400 mil en 2010. Como se aprecia en el gráfico 2, los resultados han seguido una evolución decreciente desde el segundo semestre de 2011, si bien durante el ejercicio 2012 el descenso se ha concentrado fundamentalmente en cuatro entidades cuyos ingresos en España representan el 46% del total de ingresos del sector. Las EAFI de carácter societario concentran el grueso de los resultados generados por el sector. Concretamente, en 2012, dichas entidades generaron el 89% de los resultados después de impuestos del sector.

Resultados semestrales de las EAFI

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

4 Los incentivos por el asesoramiento en materia de inversión en la reforma de la MiFID

La propuesta de reforma de la MiFID planteada por la Comisión Europea contempla una revisión del alcance del servicio de asesoramiento en materia de inversión, por considerar insuficiente el contenido de la Directiva en esta materia. Entre otras novedades¹⁸, para mejorar la transparencia en la fijación de los precios, se revisa la regulación de los incentivos percibidos por los asesores, materia no exenta de controversia y que ha sido sometida a un intenso debate, hasta el punto de que los textos de compromiso publicados por el Consejo y por el Parlamento contemplan posiciones diferentes sobre esta cuestión, lo que requerirá una negociación de cara al texto de compromiso que la presidencia de la UE tiene previsto cerrar durante el primer semestre de 2013¹⁹. Ambas propuestas prohíben los incentivos cuando las entidades presten el servicio de asesoramiento calificado con la etiqueta de independiente, pero existen dudas de interpretación en lo que se refiere al alcance de dicha prohibición.

Con independencia de la redacción definitiva de la norma en este punto, la definición de asesoramiento independiente contemplada en ambos textos también suscita incertidumbre. A este respecto, tanto el texto del Parlamento como el del Consejo señalan que para considerar que el asesoramiento prestado es independiente, las entidades deberán valorar «un número suficientemente amplio de instrumentos en el mercado» o «...suficientemente diversificados en lo que respecta a su tipo y sus emisores o proveedores». Esta redacción exigirá, para evitar interpretaciones discrecionales, una mayor concreción en cuanto al número y la diversidad de los instrumentos financieros y proveedores que habrán de valorarse para considerar que se cumplen las condiciones para calificar el asesoramiento prestado como independiente²⁰.

Todo parece indicar, a la vista de los textos de compromiso publicados, que, en caso de mantenerse el enfoque actual, las entidades que presten asesoramiento independiente no podrán cobrar incentivos. La propuesta de modificación de la MiFID aboga, además, por incrementar la transparencia del servicio de asesoramiento, exigiendo a las empresas que presten este servicio que informen al inversor sobre si el asesoramiento que le ofrecen es independiente o no. Si lo es, deberán informar al cliente de que sus recomendaciones se realizan tras valorar un número suficiente-

18 En términos generales, se refuerzan las obligaciones de información que exigen que se explique por qué se recomiendan determinados productos y cómo se adecuan al perfil de riesgo del cliente. También se refuerza la información a clientes cuando se trata de productos complejos (riesgo, valoración, evolución de los activos subyacentes cuando se trate de estructurados). Asimismo, se precisa el concepto de seguimiento del asesoramiento (actualización de la información sobre el cliente y de las recomendaciones realizadas).

19 El último texto de compromiso del Consejo se publicó el 13 de febrero de 2013 (<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/13/st06/st06016-re01.en13.pdf>). Por su parte, el Parlamento Europeo publicó el 5 de octubre de 2012 el texto con enmiendas a la propuesta de la Comisión publicado, a su vez, el 20 de octubre de 2011 (<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-406+0+DOC+XML+V0//EN>).

20 La propuesta del texto de la Comisión prevé que esta cuestión sea objeto de desarrollo reglamentario de nivel 2.

mente amplio de instrumentos financieros (de diferentes proveedores) disponibles en el mercado. Además deberán fijar e informar con claridad, de forma explícita, sobre el importe de los honorarios que cobrarán directamente del cliente.

La normativa española actual permite a las EAFI cobrar retrocesiones siempre que se cumplan ciertos requisitos para evitar los conflictos de interés que pudieran surgir en el desarrollo de su actividad²¹. De materializarse la prohibición contemplada en la reforma de la MiFID, las EAFI no podrían percibir incentivos de terceros cuando presten un servicio de asesoramiento independiente. No obstante, debe señalarse que, hasta ahora, el asesoramiento independiente no ha constituido una línea dominante en los modelos de negocio desarrollados por el sector, por lo que muchas firmas podrían seguir percibiendo incentivos siempre que no presten un servicio de asesoramiento etiquetado como independiente y cumplan las obligaciones de información que se establecerán en la norma. Por otra parte, como ya se ha indicado, aunque los incentivos suponen en torno al 18% de los ingresos totales del sector, la mayor parte del importe percibido por este concepto está concentrado en un número reducido de firmas. Por todo ello, no cabe esperar un impacto excesivamente severo en el sector de la eliminación de los incentivos en la reforma de la MiFID.

5 Conclusiones

A pesar de la crisis financiera, el número de EAFI registradas en la CNMV ha aumentado a un fuerte ritmo durante los últimos años, pasando el número de entidades de 16 en 2009 a 107 en marzo de 2013. Sin embargo, las EAFI siguen siendo entidades poco conocidas, dada su reciente creación, como lo es, en términos generales, a diferencia de lo que ocurre en otros países, el servicio de asesoramiento independiente en materia de inversión financiera²².

Como se ha comentado, la cuota de mercado de las EAFI es, a pesar del aumento en el número de entidades, todavía muy reducido, en un mercado caracterizado por el predominio de las entidades bancarias. Además, las EAFI se enfrentan al hecho de que, en España, no era habitual que los clientes pagasen, al menos de forma explícita, por el servicio de asesoramiento financiero. El avance, a través de las EAFI, de los servicios de asesoramiento independiente puede ayudar a mejorar la calidad del asesoramiento y a reducir los conflictos de interés.

La experiencia de la crisis financiera, donde se han puesto de manifiesto problemas de relieve relacionados con el asesoramiento a los inversores y la comercialización

21 El artículo 59b) del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, permite el cobro de incentivos siempre que aumenten la calidad del servicio prestado, no entorpezcan la obligación de la entidad de actuar en el interés óptimo de cliente y que se informe al cliente de esta circunstancia de forma completa, exacta y comprensible antes de la prestación del servicio.

22 Este servicio está especialmente extendido en los países anglosajones. Cabe citar, en particular, la figura del *Independent Financial Advisor* (IFA), autorizada por el regulador en el Reino Unido, y la del *Registered Investment Adviser* (RIA), en Estados Unidos, supervisada por el regulador federal si cuenta con más de cien millones de dólares de patrimonio asesorado de clientes o por las agencias estatales de valores en otro caso.

de los productos de inversión, resalta la conveniencia de impulsar el asesoramiento independiente. Es importante que los clientes entiendan que, en último término, son ellos los que adoptan las decisiones de inversión, y que puede resultarles de gran utilidad contar con un servicio de asesoramiento especializado y de calidad en ese proceso, proporcionado siempre por entidades debidamente autorizadas. El desarrollo de los programas de educación financiera, que constituye una prioridad para la CNMV, puede ayudar a difundir en el futuro el uso informado y prudente de estos servicios.

Pendientes todavía de cómo se sustancie finalmente la cuestión de una posible eliminación de los incentivos percibidos de terceros por los asesores, se puede adelantar que la reforma de la MiFID actualmente en curso supondrá un cambio en los modelos de negocio de las EAFI, que deberán personalizar aún más el servicio de asesoramiento y basarse en un mejor conocimiento de sus clientes. Las actuales circunstancias son difíciles, pero las EAFI, como el resto de las entidades que prestan servicios de inversión, deben jugar un papel activo para facilitar que los inversores recuperen la confianza en el sistema financiero, objetivo que se verá reforzado si desarrollan políticas y procedimientos para asegurarse de que sus actividades se ajustan a la normativa y de que sus profesionales cuentan con la formación y la experiencia suficientes para realizar recomendaciones exclusivamente en interés de sus clientes.

IV Anexo legislativo

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

- **Ley 11/2012, de 19 de diciembre**, de medidas urgentes en materia de medio ambiente.

Esta norma introduce una Disposición adicional 21^a en la LMV para incluir en el ámbito de aplicación de la normativa de abuso de mercado la negociación de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero que no son instrumentos financieros.

- **Real Decreto 1698/2012, de 21 de diciembre**, por el que se modifica la normativa vigente en materia de folleto y de requisitos de transparencia exigibles en las emisiones de valores por la transposición de la Directiva 2010/73.

Esta norma transpone a Derecho interno la normativa comunitaria existente en materia de folletos de admisión y oferta pública de valores, así como en materia de transparencia de la información de los emisores.

Entre otros aspectos, la modificación normativa afecta al formato y al contenido del resumen del folleto, estandarizado a nivel de la Unión Europea. También se amplían las exenciones existentes para la elaboración del resumen y del propio folleto, y se eleva a cien mil euros de inversión el umbral que distingue entre inversores minoristas e inversores profesionales. Asimismo, se amplían los supuestos en que cabe exigir responsabilidad civil por defectos en el folleto. Finalmente, puede destacarse que se exonera expresamente de la exigencia del documento de condiciones finales a las emisiones de pagarés con vencimiento inferior a un año.

En materia de transparencia, se modifican las obligaciones sobre el idioma en que debe publicarse determinada información regulada.

- **Orden ECC/1/2013, de 2 de enero**, por la que se dispone la creación de deuda del Estado durante el año 2013 y enero de 2014 y se recogen las cláusulas de acción colectiva normalizadas.

Por medio de esta norma, se dispone la creación de deuda del Estado para los ejercicios 2013 y 2014, delegándose determinadas facultades en el Secretario General del Tesoro y Política Financiera. La norma también regula, para proteger la estabilidad de la zona euro, la inclusión de cláusulas de acción colectiva en las emisiones de deuda soberana. Estas cláusulas permiten la modificación de las características de los bonos con arreglo a ciertas previsiones.

- **Circular 1/2013, de 30 de enero**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación de informaciones relativas a empresas de servicios de inversión y sus sociedades dominantes y a sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

Esta norma desarrolla, para las empresas de servicios de inversión y para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, el régimen de co-

municación, el contenido de las obligaciones de información, la forma de remisión de la información y los plazos de comunicación en relación con las modificaciones que se produzcan en las condiciones de autorización de las entidades mencionadas.

- **Real Decreto-Ley 3/2013, de 22 de febrero**, por el que se modifica el régimen de las tasas en el ámbito de la Administración de Justicia y el sistema de asistencia jurídica gratuita.

Entre otras medidas esta norma flexibiliza temporalmente, en conformidad con lo que ha venido sucediendo en ejercicios anteriores, las causas legales de reducción de capital y de disolución por pérdidas.

- **Real Decreto-Ley 4/2013, de 22 de febrero**, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo.

Esta norma, con objeto de facilitar el acceso a la financiación no bancaria de las empresas españolas, levanta la limitación impuesta en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital, por la que el importe total de las emisiones de las sociedades no puede ser superior al capital social desembolsado, más las reservas. En particular, se levanta esta limitación para la inversión en sistemas multilaterales de negociación y para aquellas emisiones que vayan dirigidas a inversores institucionales.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ²
IMPORTES EFECTIVOS ³ (millones de euros)								
Total	16.016,5	17.145,9	21.142,1	3.188,3	5.296,5	5.695,3	6.961,9	4.789,4
Ampliaciones de capital	15.407,0	17.018,9	19.910,7	3.188,3	5.245,9	5.290,5	6.185,9	4.789,4
De ellas, mediante OPS	958,7	6.238,8	2.457,3	871,5	1.510,8	75,0	0,0	0,0
Tramo nacional	61,6	5.827,1	2.457,3	871,5	1.510,8	75,0	0,0	0,0
Tramo internacional	897,2	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	609,5	127,0	1.231,4	0,0	50,6	404,8	776,0	0,0
Tramo nacional	79,1	124,7	1.231,4	0,0	50,6	404,8	776,0	0,0
Tramo internacional	530,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTES NOMINALES ³ (millones de euros)								
Total	6.318,3	5.704,8	4.705,9	975,4	1.512,5	1.008,8	1.209,2	4.964,4
Ampliaciones de capital	6.309,3	5.698,8	4.595,2	975,4	1.509,7	977,3	1.132,8	4.964,4
De ellas, mediante OPS	6,8	2.070,6	613,1	522,9	82,1	8,2	0,0	0,0
Tramo nacional	6,4	1.888,4	613,1	522,9	82,1	8,2	0,0	0,0
Tramo internacional	0,4	182,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9,0	6,0	110,6	0,0	2,8	31,5	76,4	0,0
Tramo nacional	8,9	5,9	110,6	0,0	2,8	31,5	76,4	0,0
Tramo internacional	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES ⁴								
Total	69	92	105	23	25	27	30	21
Ampliaciones de capital	67	91	103	23	25	26	29	21
De ellas, mediante OPS	12	8	7	4	2	1	0	0
De ellas, liberadas	15	22	22	2	6	10	4	8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	2	3	0	1	1	1	0
NÚMERO DE EMISORES ⁴								
Total	46	46	38	13	16	20	17	13
Ampliaciones de capital	45	45	38	13	15	19	16	13
De ellas, mediante OPS	12	8	7	4	2	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	2	3	0	1	1	1	0

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

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

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

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

CUADRO 1.2

				2012				2013
Millones de euros	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	958,7	6.238,8	2.457,3	871,5	1.510,8	75,0	0,0	0,0
Mercado nacional	61,6	5.815,7	6,8	5,3	1,5	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	2,5	2.206,3	4,1	2,5	1,5	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	59,1	3.609,4	2,8	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	897,2	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	2.450,5	866,3	1.509,2	75,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	609,5	127,0	1.231,4	0,0	50,6	404,8	776,0	0,0
Mercado nacional	79,1	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	79,1	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	530,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	1.231,4	0,0	50,6	404,8	776,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	129	130	127	128	128	127	127	127
Sin Nuevo mercado	129	130	127	128	128	127	127	127
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	6	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	6	7	8	7	7	7	8	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	4	5	6	5	5	5	6	6
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	28	27	23	24	24	24	23	23
Madrid	13	13	11	11	11	11	11	11
Barcelona	18	17	13	14	14	14	13	13
Bilbao	8	8	7	7	7	7	7	7
Valencia	6	6	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	1	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.144	3.083	3.015	3.064	3.059	3.034	3.015	3.005
Latibex	29	29	27	27	27	27	27	27

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

CUADRO 1.4

Millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	498.148,1	532.039,7	487.334,8	443.405,2	490.027,9	532.039,7	551.673,0
Sin Nuevo mercado	531.194,2	498.148,1	532.039,7	487.334,8	443.405,2	490.027,9	532.039,7	551.673,0
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	82.471,4	99.072,0	90.381,7	85.013,5	89.988,0	99.072,0	107.391,4
Ibex 35	322.806,6	320.672,5	324.442,0	306.878,6	272.514,9	302.019,9	324.442,0	334.302,5
Segundo mercado	109,9	59,7	20,6	56,8	57,8	46,3	20,6	60,4
Madrid	22,8	25,5	20,3	22,6	23,6	23,6	20,3	11,1
Barcelona	87,1	34,2	0,3	34,2	34,2	22,7	0,3	49,3
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	3.704,9	3.233,0	3.482,1	3.364,7	3.257,6	3.233,0	3.178,1
Madrid	1.454,7	833,3	667,1	729,9	682,9	673,4	667,1	642,9
Barcelona	3.580,2	3.242,3	2.945,9	3.120,6	3.053,6	2.953,6	2.945,9	2.888,1
Bilbao	45,9	328,8	77,8	323,7	78,9	78,9	77,8	248,7
Valencia	760,4	240,2	350,9	423,5	379,6	369,4	350,9	352,0
Corros SICAV ⁵	126,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.718,6	23.646,0	23.776,0	24.524,4	23.315,7	24.188,7	23.776,0	24.284,3
Latibex	210.773,5	402.008,5	350.635,5	414.431,2	358.599,2	369.568,3	350.635,5	332.746,7

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	175.186,1	196.896,4	151.267,7	168.208,0	108.707,4
Sin Nuevo mercado	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	175.186,1	196.896,4	151.267,7	168.208,0	108.707,4
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	6.415,3	5.206,3	4.102,1	1.505,8	963,9	851,6	780,8	748,0
Segundo mercado	3,0	2,3	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
Madrid	2,8	1,7	0,4	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0
Barcelona	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	157,2	42,8	49,9	16,5	7,3	8,3	17,7	4,1
Madrid	15,7	16,1	3,0	1,6	0,4	0,8	0,3	2,2
Barcelona	135,7	26,4	37,7	14,4	6,9	7,4	9,0	1,9
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,0	0,0	0,0	8,5	0,0
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	8,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	1.218,1	1.104,5	947,0	1.060,0	821,1
Latibex	521,2	357,7	313,2	73,3	61,7	89,5	88,7	64,0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	983.584,5	873.485,4	658.891,4	168.765,0	187.871,7	143.171,9	159.082,8	105.268,3
Órdenes	541.879,8	505.870,1	299.022,0	103.947,2	81.004,3	61.468,6	52.601,8	56.163,7
Aplicaciones	58.678,1	69.410,4	80.617,0	12.028,9	30.160,1	21.441,3	16.986,8	9.297,5
Bloques	383.026,6	298.204,9	279.252,4	52.788,9	76.707,3	60.262,0	89.494,2	39.807,1
Fuera de hora	17.209,5	9.801,8	9.630,0	816,2	2.006,8	3.506,5	3.300,4	1.534,3
Autorizadas	2.660,5	3.492,6	7.936,9	1.026,7	2.301,0	2.202,6	2.406,5	947,4
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	312,0	4.216,8	9,6	0,0	9,6	0,0	0,0	0,0
OPV	1.448,2	3.922,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	2.273,4	2.212,7	545,0	0,0	539,7	2,4	3,0	0,2
Ejercicio de opciones	11.474,7	11.730,3	9.603,4	2.301,1	2.991,2	1.472,1	2.838,9	270,6
Operaciones de cobertura	7.515,8	8.521,5	4.942,0	2.277,0	1.176,4	912,3	576,3	686,7

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	556.246,7	493.602,4	395.859,3	98.303,7	115.376,8	79.731,5	102.447,3	79.106,4
Crédito de valores para su venta ³	598,0	518,3	199,2	76,1	100,3	16,8	6,1	32,3
Crédito para compra de valores ³	65,9	73,0	44,4	16,0	7,0	11,1	10,3	8,5
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	36.195,9	35.626,7	34.915,1	29.608,2	33.174,2	39.075,3	34.915,1	35.856,5
Crédito de valores para su venta ³	9,9	7,0	1,2	6,7	13,2	1,6	1,2	10,0
Crédito para compra de valores ³	5,0	3,9	2,5	3,9	2,2	2,5	2,5	2,8

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV

CUADRO 1.8

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	115	101	71	37	29	19	32	14
Cédulas hipotecarias	25	30	26	12	11	15	11	7
Cédulas territoriales	6	7	11	6	7	2	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	39	23	24	15	12	6	8	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	5	3	1	2	0	1	0
Bonos de titulización	36	34	16	5	2	1	9	3
Programas de pagarés	58	49	35	17	12	5	9	1
De titulización	2	2	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	56	47	34	17	12	5	8	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	349	353	334	117	100	48	69	38
Cédulas hipotecarias	88	115	94	27	22	27	18	13
Cédulas territoriales	9	42	18	8	8	2	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	154	87	134	48	50	13	23	17
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	9	7	1	4	0	2	0
Bonos de titulización	36	45	35	15	2	1	17	7
Programas de pagarés	59	53	46	18	14	5	9	1
De titulización	2	2	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	57	51	45	18	14	5	8	1
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	2	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	226.448,9	288.992,0	357.830,2	120.821,9	91.425,1	60.679,5	84.903,7	35.998,4
Cédulas hipotecarias	34.378,5	67.226,5	102.170,0	26.000,0	33.350,0	29.800,0	13.020,0	7.995,0
Cédulas territoriales	5.900,0	22.334,2	8.974,0	3.200,0	4.100,0	1.674,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356,0	20.191,7	86.441,5	31.304,9	15.230,7	91,1	39.814,9	15.517,7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968,0	7.125,9	3.563,1	1.128,2	1.592,3	0,0	842,5	0,0
Bonos de titulización	63.260,5	68.412,8	23.799,6	9.195,3	1.535,3	1.884,0	11.185,0	4.643,8
Tramo nacional	62.743,0	63.455,9	20.627,1	7.810,3	1.535,3	1.884,0	9.397,5	4.120,7
Tramo internacional	517,5	4.956,9	3.172,5	1.385,0	0,0	0,0	1.787,5	523,1
Pagarés de empresa ³	97.586,0	103.501,0	132.882,0	49.993,4	35.616,9	27.230,5	20.041,2	7.841,9
De titulización	5.057,0	2.366,0	1.821,0	616,0	630,0	275,0	300,0	180,0
Resto de pagarés	92.529,0	101.135,0	131.061,0	49.377,4	34.986,9	26.955,5	19.741,2	7.661,9
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	9.154,2	29.198,9	7.633,5	2.772,2	1.788,3	580,9	2.492,0	824,2
Emisiones aseguradas	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

Admisión al mercado AIAF

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Total	223.404,5	278.656,0	363.952,5	127.394,8	85.145,2	69.879,2	81.533,4	36.912,5
Pagarés	99.784,4	102.042,0	134.346,9	51.871,2	32.233,4	31.278,3	18.964,1	9.101,3
Bonos y obligaciones	24.728,6	12.311,9	92.733,5	36.439,3	15.868,4	692,9	39.732,8	15.540,9
Cédulas hipotecarias	32.861,0	68.346,5	103.470,0	27.500,0	28.800,0	34.350,0	12.820,0	9.195,0
Cédulas territoriales	5.900,0	20.334,2	8.974,0	2.500,0	4.800,0	1.674,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	60.030,5	75.421,4	24.428,1	9.084,3	3.443,3	1.884,0	10.016,5	3.075,3
Participaciones preferentes	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	614	634	613	613	611	596	572	569
Pagarés	67	60	45	45	51	49	46	45
Bonos y obligaciones	91	93	91	91	95	96	94	94
Cédulas hipotecarias	29	33	43	43	47	46	50	50
Cédulas territoriales	11	12	13	13	16	18	19	18
Bonos de titulización	442	459	437	437	427	415	391	386
Participaciones preferentes	60	59	60	60	60	60	60	60
Bonos matador	12	12	12	12	12	12	12	12
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	4.084	3.630	4.382	4.382	5.116	5.285	5.208	5.020
Pagarés	1.507	958	1.778	1.778	2.547	2.757	2.762	2.599
Bonos y obligaciones	611	645	624	624	628	600	583	577
Cédulas hipotecarias	202	253	296	296	301	316	334	340
Cédulas territoriales	25	26	49	49	52	58	55	53
Bonos de titulización	1629	1641	1527	1.527	1.480	1.446	1.366	1.343
Participaciones preferentes	96	93	94	94	94	94	94	94
Bonos matador	14	14	14	14	14	14	14	14
SALDO VIVO ² (millones de euros)								
Total	870.981,1	850.181,7	882.395,1	882.395,1	906.229,5	899.458,8	886.354,6	869.296,1
Pagarés	41.647,0	23.233,6	37.549,1	37.549,1	62.370,8	66.983,5	75.777,8	69.617,8
Bonos y obligaciones	150.886,3	146.077,7	131.756,8	131.756,8	144.455,8	132.981,0	125.944,4	125.584,5
Cédulas hipotecarias	185.343,8	195.734,8	241.149,7	241.149,7	257.034,8	283.064,8	309.736,1	309.606,1
Cédulas territoriales	16.030,0	18.350,0	31.884,2	31.884,2	31.834,2	35.284,2	33.579,6	33.397,3
Bonos de titulización	442.831,5	434.835,1	407.908,0	407.908,0	391.012,1	364.253,6	327.492,8	317.299,7
Participaciones preferentes	33.183,8	30.891,8	31.088,6	31.088,6	18.463,1	15.833,0	12.765,1	12.755,7
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.058,8	1.035,0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros					2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹	
POR TIPO DE ACTIVO									
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	928.497,2	555.233,8	674.389,1	961.635,0	282.728,8	
Pagarés	385.238,9	227.534,5	199.794,9	57.736,6	42.897,4	55.717,4	43.443,5	21.715,5	
Bonos y obligaciones	922.393,1	484.705,8	164.098,6	41.431,0	40.927,5	44.398,4	37.341,6	42.969,6	
Cédulas hipotecarias	271.441,8	662.177,0	994.071,3	247.459,2	168.803,9	302.081,0	275.727,2	95.443,3	
Cédulas territoriales	14.458,2	544.780,9	595.599,6	179.057,4	180.778,2	108.473,6	127.290,5	17.712,3	
Bonos de titulización	2.784.775,4	5.462.806,2	1.136.966,1	394.669,6	114.957,9	156.980,5	470.358,1	104.559,0	
Participaciones preferentes	4.635,7	6.065,0	28.781,3	8.132,1	6.593,8	6.616,4	7.438,9	329,1	
Bonos matador	175,7	116,3	443,2	11,2	275,1	121,8	35,1	0,0	
POR TIPO DE OPERACIÓN									
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	928.497,2	555.233,8	674.389,1	961.635,0	282.728,8	
Simple	288.927,3	343.099,6	428.838,0	151.533,7	121.364,6	78.110,9	77.828,8	47.244,4	
Repo	304.493,2	198.514,7	108.771,9	41.562,1	29.885,1	18.513,0	18.811,8	12.438,5	
Simultánea	3.789.698,3	6.846.571,5	2.582.145,2	735.401,4	403.984,2	577.765,2	864.994,5	223.045,9	

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Total	553.896,6	487.543,3	454.385,7	157.876,8	129.837,4	84.419,9	82.251,6	52.146,6
Sociedades no financieras	162.949,5	131.765,2	77.452,1	21.411,0	17.333,2	19.618,1	19.089,8	11.562,3
Instituciones financieras	289.950,4	256.975,8	282.733,9	103.512,7	90.698,5	46.946,5	41.576,2	24.860,4
Entidades de crédito	102.372,1	139.538,2	207.555,6	69.411,4	68.400,6	38.309,4	31.434,2	16.256,9
IIIC, seguros y fondos de pensiones	125.899,4	103.899,9	69.568,7	32.613,5	21.122,2	7.132,0	8.701,1	7.432,5
Otras entidades financieras	61.678,9	13.537,7	5.609,6	1.487,8	1.175,8	1.505,2	1.440,9	1.171,0
Administraciones públicas	3.117,7	2.602,7	5.448,2	3.372,9	747,2	1.005,9	322,3	311,9
Hogares e ISFLSH ²	14.244,4	10.230,3	11.517,9	2.793,4	2.373,7	3.137,1	3.213,5	859,8
Resto del mundo	83.634,6	85.969,3	77.233,7	26.786,8	18.684,8	13.712,3	18.049,8	14.552,2

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ²
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Total	868,0	2.681,6	7.522,0	4.875,9	1.765,9	880,2	0,0	779,3
Bonos y obligaciones no convertibles	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	779,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	468,0	2.681,6	7.522,0	4.875,9	1.765,9	880,2	0,0	0,0
Bonos de titulización	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	8	6	7	2	2	3	0	2
Bonos y obligaciones no convertibles	7	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	7	2	2	3	0	2
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	60	59	52	57	56	55	52	51
Emisores privados	46	46	39	44	43	42	39	38
Sociedades no financieras	5	4	3	4	4	4	3	3
Instituciones financieras privadas	41	42	36	40	39	38	36	35
Administraciones públicas ²	14	13	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	247	240	220	231	224	224	220	216
Emisores privados	145	133	122	126	124	125	122	122
Sociedades no financieras	7	6	3	6	5	5	3	3
Instituciones financieras privadas	138	127	119	120	119	120	119	119
Administraciones públicas ²	102	107	98	105	100	99	98	94
Comunidades autónomas	64	74	67	73	69	68	67	65
SALDO VIVO ³ (millones de euros)								
Total	41.091,3	43.817,5	37.636,4	47.939,8	45.444,9	43.726,1	37.636,4	36.645,7
Emisores privados	19.261,5	17.759,6	13.625,4	21.694,6	19.645,5	16.429,5	13.625,4	13.032,5
Sociedades no financieras	376,6	375,4	194,9	375,4	195,1	195,1	194,9	195,0
Instituciones financieras privadas	18.884,8	17.384,2	13.430,6	21.319,2	19.450,4	16.234,4	13.430,6	12.837,5
Administraciones públicas ²	21.829,9	26.057,8	24.010,9	26.245,2	25.799,4	27.296,6	24.010,9	23.613,2
Comunidades autónomas	19.442,4	24.014,4	22.145,0	24.276,9	23.932,2	25.429,9	22.145,0	21.847,3

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado electrónico	504,5	386,1	1.198,3	131,6	784,5	137,5	144,6	927,9
Corros	7.525,6	4.942,5	3.746,6	2.101,8	392,6	904,7	347,6	108,9
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.146,7	4.885,4	3.407,8	1.813,8	389,9	863,1	341,0	7,0
Bilbao	2,3	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	376,6	56,6	338,7	287,8	2,7	41,6	6,6	101,9
Deuda anotada	331,1	883,4	1.189,0	396,6	321,4	464,4	6,6	5,2
Deuda comunidades autónomas	62.029,0	63.443,7	54.015,1	13.144,2	14.588,0	13.761,1	12.521,7	5.750,0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Total	265.966,0	84.090,9	84.090,9	18.979,0	9.235,0	4.979,0	6.841,0	7.181,0
Simple	110.011,0	81.905,0	81.905,0	18.979,0	9.235,0	4.979,0	6.841,0	7.181,0
Simultáneas	155.433,0	2.185,9	2.185,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	522,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Sobre deuda	14	18	45.240	2	10.796	18.659	15.783	3.519
Futuro sobre bono nocional ²	14	18	45.240	2	10.796	18.659	15.783	3.519
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	6.946.167	5.819.264	5.410.311	1.120.323	1.884.757	1.370.029	1.035.203	894.750
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.280.999	5.291.956	4.745.067	1.022.021	1.683.154	1.183.751	856.141	773.755
Futuro mini sobre Ibex 35	357.926	307.411	242.477	49.547	95.423	62.721	34.786	31.925
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	–	3.154	2.162	555	382	210	1.015	466
Opción call mini	122.158	86.096	225.704	18.669	55.375	64.746	86.915	48.880
Opción put mini	185.083	133.801	194.902	29.532	50.423	58.601	56.347	39.724
Sobre acciones ⁵	57.291.482	55.082.944	55.753.236	16.534.500	14.627.113	12.394.790	12.196.833	6.407.602
Futuros	19.684.108	24.758.956	21.220.876	7.087.730	6.357.895	3.397.488	4.377.763	2.375.916
Futuros sobre dividendos de acciones	–	–	25.000	1.500	0	0	23.500	18.300
Opción call	17.186.515	12.050.946	14.994.283	4.333.910	2.977.728	4.272.914	3.409.731	1.963.340
Opción put	20.420.859	18.273.042	19.513.077	5.111.360	5.291.490	4.724.388	4.385.839	2.050.046
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	373.113	267.713	161.376	39.172	51.603	28.209	42.392	30.116
Sobre índices ⁷	604.029	451.016	266.422	78.776	71.498	61.078	55.070	21.779

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS ²								
Importe de las primas (millones de euros)	4.915,3	5.544,6	3.834,3	922,4	1.202,9	751,3	957,7	1.062,1
Sobre acciones	2.537,4	3.211,7	2.231,7	509,7	685,2	468,2	568,6	604,8
Sobre índices	1.852,6	1.786,8	1.273,5	310,3	435,7	229,7	297,8	394,8
Otros ³	525,4	546,0	329,1	102,4	82,0	53,3	91,4	62,5
Número de emisiones	8.375	9.237	7.073	1.733	1.798	1.319	2.223	2.303
Número de emisores	9	9	7	6	4	5	6	5
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	64,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	47,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	7	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	1	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.603,2	1.550,2	762,9	243,4	178,6	195,2	145,7	137,6
Sobre acciones nacionales	759,8	654,2	349,0	103,7	78,0	94,9	72,4	64,3
Sobre acciones extranjeras	60,7	97,8	87,6	34,3	15,5	17,4	20,4	26,0
Sobre índices	689,5	518,2	268,6	75,7	73,4	75,1	44,5	41,9
Otros ²	93,2	280,0	57,7	29,8	11,7	7,9	8,3	5,3
Número de emisiones ³	7.750	13.165	11.980	3.176	3.069	2.919	2.816	2.390
Número de emisores ³	10	9	34	9	9	9	7	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	22,0	92,1	16,8	6,5	6,6	2,7	1,1	0,1
Número de emisiones ³	16	32	13	4	4	3	2	1
Número de emisores ³	2	2	7	2	2	2	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.229,7	3.495,4	2.935,7	1.027,0	454,0	639,1	639,1	896,4
Número de fondos	65	75	74	75	75	73	74	74
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	827,8	327,2	274,7	297,4	262,5	277,3	274,7	n. d.

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n.d.: Dato no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

				2012				2013
Número de contratos	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ²
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	165.840	63.173	78.566	10.050	10.577	33.350	34.639	18.888

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: febrero de 2013.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	50	49	46	48	48	47	46	46
Sucursales	80	78	15	23	25	17	15	14
Representantes	6.560	6.589	6.267	6.516	6.531	6.305	6.267	6.242
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	45	45	41	45	45	43	41	41
Sucursales	13	14	10	12	12	12	10	10
Representantes	689	655	601	620	633	622	601	541
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	6	6	6	6	6	6	6	6
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	2	2	2	2	2	2	2
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO ²								
Entidades nacionales	58	82	101	91	97	101	101	105
ENTIDADES DE CRÉDITO ³								
Entidades nacionales	186	187	172	190	188	181	172	165

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

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

3 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Total	2.671	2.814	2.992	2.861	2.907	2.950	2.992	3.021
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	2.238	2.377	2.534	2.418	2.459	2.501	2.534	2.564
Con sucursal	40	36	37	36	35	39	37	36
En libre prestación de servicios	2.198	2.341	2.497	2.382	2.424	2.462	2.497	2.528
Entidades de crédito ³	433	437	458	443	448	449	458	457
Comunitarias	423	429	448	434	438	439	448	447
Con sucursal	55	55	55	55	56	55	55	55
En libre prestación de servicios	368	374	393	379	382	384	393	392
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	8	10	9	10	10	10	10
Con sucursal	8	7	8	7	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	2	1	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

	IV 2011				IV 2012			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
Millones de euros								
RENTA FIJA								
Total	894.746	1.963.649	131.870	2.990.265	652.591	1.833.612	138.884	2.625.087
Sociedades de valores	104.750	557.772	88.465	750.987	241.643	477.969	95.479	815.091
Agencias de valores	789.996	1.405.877	43.405	2.239.278	410.948	1.355.643	43.405	1.809.996
RENTA VARIABLE								
Total	187.116	1.051	15.099	203.266	139.200	3.460	13.037	155.697
Sociedades de valores	182.389	931	13.822	197.142	134.707	568	11.760	147.035
Agencias de valores	4.727	120	1.277	6.124	4.493	2.892	1.277	8.662

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	IV 2011				IV 2012			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	455.161	116.726	1.386.748	1.958.635	362.237	96.703	841.082	1.300.022
Sociedades de valores	454.034	60.889	1.268.455	1.783.378	361.123	59.690	722.789	1.143.602
Agencias de valores	1.127	55.837	118.293	175.257	1.114	37.013	118.293	156.420

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

2 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	IV 2011			IV 2012		
	IIC ²	Otras ³	Total	IIC ²	Otras ³	Total
NÚMERO DE CARTERAS						
Total	147	13.262	13.409	116	10.866	10.982
Sociedades de valores	89	6.394	6.483	67	4.055	4.122
Agencias de valores	53	3.584	3.637	44	3.636	3.680
Sociedades gestoras de cartera	5	3.284	3.289	5	3.175	3.180
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)						
Total	1.924.432	7.630.157	9.554.589	1.443.031	7.739.511	9.182.542
Sociedades de valores	961.931	3.204.236	4.166.167	961.837	2.618.216	3.580.053
Agencias de valores	863.856	1.498.088	2.361.944	373.503	1.553.717	1.927.220
Sociedades gestoras de cartera	98.645	2.927.833	3.026.478	107.691	3.567.578	3.675.269

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

	IV 2011			IV 2012		
	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total ²	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total ²
NÚMERO DE CONTRATOS						
Total	7.602	124	7.726	8.914	426	9.340
Sociedades de valores	1.492	12	1.504	1.183	13	1.196
Agencias de valores	4.736	102	4.838	6.019	406	6.425
Sociedades gestoras de cartera	1.374	10	1.384	1.712	7	1.719
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)						
Total	3.333.448	4.466.705	7.800.153	4.863.960	2.392.376	7.256.336
Sociedades de valores	863.386	61.711	925.097	568.359	27.613	595.972
Agencias de valores	1.875.867	1.018.647	2.894.514	3.590.416	1.899.566	5.489.982
Sociedades gestoras de cartera	594.195	3.386.347	3.980.542	705.185	465.197	1.170.382

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros ¹	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	102.054	91.542	56.161	7.206	32.651	43.328	56.161	1.612
II. Comisiones netas	533.858	490.517	410.740	119.253	234.842	324.639	410.740	35.411
Comisiones percibidas	798.152	776.641	589.027	181.675	331.330	460.661	589.027	51.396
Tramitación y ejecución de órdenes	555.207	529.711	348.403	121.864	200.721	276.779	348.403	32.994
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.499	7.446	6.869	2.686	4.089	4.689	6.869	828
Depósito y anotación de valores	22.367	21.060	19.775	4.738	10.091	15.090	19.775	1.635
Gestión de carteras	13.880	16.186	14.883	3.658	6.881	10.005	14.883	1.381
Diseño y asesoramiento	53.722	60.712	12.067	13.546	26.539	19.856	12.067	809
Búsqueda y colocación de paquetes	36	485	50	0	25	31	50	5
Operaciones de crédito al mercado	9	8	8	4	6	6	8	2
Comercialización de IIC	65.487	59.588	45.050	12.237	23.113	33.927	45.050	4.755
Otras	78.944	81.446	141.924	22.943	59.864	100.278	141.924	8.987
Comisiones satisfechas	264.294	286.124	178.287	62.422	96.488	136.022	178.287	15.985
III. Resultado de inversiones financieras	48.588	271.956	9.403	109	92.439	39.959	9.403	-33.369
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	26.081	-194.355	-28.522	36.111	-56.355	24.051	-28.522	43.018
V. Margen bruto	710.580	659.659	447.782	162.679	303.577	431.977	447.782	46.672
VI. Resultado de explotación	276.253	207.379	35.304	44.102	92.286	129.448	35.304	13.074
VII. Resultado de actividades continuadas	196.834	148.553	-12.057	40.971	78.460	107.043	-12.057	10.567
VIII. Resultado neto del ejercicio	196.834	148.553	-12.057	40.971	78.460	107.043	-12.057	10.567

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

2 Datos disponibles: enero de 2013.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	Margen de intereses		Inversiones financieras		Diferencias de cambio y otras partidas		Total	
	IV 2011	IV 2012	IV 2011	IV 2012	IV 2011	IV 2012	IV 2011	IV 2012
Total	91.803	56.218	271.214	9.403	-179.490	-44.283	183.527	21.338
Activos monetarios y deuda pública	2.327	4.055	13.630	14.881	-	-	15.957	18.936
Otros valores de renta fija	20.272	17.089	58.801	-17.073	-	-	79.073	16
Cartera interior	17.934	15.180	49.149	-29.993	-	-	67.083	-14.813
Cartera exterior	2.338	1.909	9.651	12.920	-	-	11.989	14.829
Renta variable	54.249	35.220	-460.992	321.374	-	-	-406.743	356.594
Cartera interior	36.991	19.064	-26.610	-11.061	-	-	10.381	8.003
Cartera exterior	17.258	16.156	-434.381	332.436	-	-	-417.123	348.592
Derivados	-	-	669.506	-308.833	-	-	669.506	-308.833
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	1.357	-3.871	-	-	-	-	1.357	-3.871
Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	-	-	-	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.321	5.440	-	-	-	-	16.321	5.440
Diferencias de cambio netas	-	-	-	-	-198.530	-37.363	-198.530	-37.363
Otros productos y cargas de explotación	-	-	-	-	30.162	8.787	30.162	8.787
Otras operaciones	-2.724	-1.716	-9.731	-946	-11.122	-15.707	-23.577	-18.369

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	1.629	2.481	1.912	348	946	1.401	1.912	190
II. Comisiones netas	109.165	97.886	93.246	24.588	46.663	67.075	93.246	8.495
Comisiones percibidas	126.055	112.351	108.198	28.113	53.623	77.220	108.198	9.938
Tramitación y ejecución de órdenes	38.176	36.354	38.112	9.586	17.993	28.968	38.112	4.449
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.748	2.870	3.128	751	1.620	1.871	3.128	24
Depósito y anotación de valores	366	441	576	103	311	458	576	43
Gestión de carteras	19.489	12.352	14.476	2.904	5.487	8.356	14.476	952
Diseño y asesoramiento	3.618	5.349	3.123	1.249	2.455	3.822	3.123	331
Búsqueda y colocación de paquetes	304	61	88	0	0	0	88	0
Operaciones de crédito al mercado	27	42	30	7	14	23	30	2
Comercialización de IIC	23.946	21.381	25.949	4.915	9.880	15.124	25.949	2.160
Otras	37.381	33.500	22.715	8.598	15.864	18.599	22.715	1.979
Comisiones satisfechas	16.890	14.465	14.952	3.525	6.960	10.145	14.952	1.443
III. Resultado de inversiones financieras	456	622	1.255	122	787	1.093	1.255	50
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.416	-1.539	-1.459	-341	-953	-1.340	-1.459	-144
V. Margen bruto	109.834	99.450	94.954	24.717	47.443	68.229	94.954	8.591
VI. Resultado de explotación	9.457	7.758	4.598	2.194	2.589	3.398	4.598	1.428
VII. Resultado de actividades continuadas	6.452	5.489	3.583	1.989	2.357	2.960	3.583	1.467
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.452	5.489	3.583	1.989	2.357	2.960	3.583	1.467

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

2 Datos disponibles: enero de 2013.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	407	682	733	215	390	559	733	86
II. Comisiones netas	10.097	7.988	7.879	1.873	3.832	5.921	7.879	645
Comisiones percibidas	20.994	18.477	17.887	4.428	8.864	13.408	17.887	1.520
Gestión de carteras	18.020	16.582	16.307	4.078	8.115	12.168	16.307	1.417
Diseño y asesoramiento	1.160	1.894	1.579	350	749	1.240	1.579	103
Comercialización de IIC	34	0	0	0	0	0	0	0
Otras	1.779	0	0	0	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	10.897	10.489	10.008	2.555	5.032	7.487	10.008	875
III. Resultado de inversiones financieras	51	186	4	-19	-51	-41	4	12
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	22	-11	-1	-3	48	9	-1	3
V. Margen bruto	10.577	8.845	8.615	2.066	4.219	6.448	8.615	746
VI. Resultado de explotación	1.154	1.526	1.406	263	639	1.071	1.406	189
VII. Resultado de actividades continuadas	939	1.042	953	195	439	728	953	135
VIII. Resultado neto del ejercicio	939	1.042	953	195	439	728	953	135

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

2 Datos disponibles: enero de 2013.

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

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe total	% ²	<50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
Total	1.101.120	306,85	18	19	9	5	11	12	4	7	2	6
Sociedades de valores	1.033.147	336,43	4	3	7	3	8	8	3	4	1	5
Agencias de valores	53.318	160,61	13	14	2	2	2	3	1	3	0	1
Sociedades gestoras de cartera	14.655	79,01	1	2	0	0	1	1	0	0	1	0

1 Datos disponibles: diciembre de 2012.

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

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

CUADRO 2.12

	Media ³	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
		Pérdidas	0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%
Total	3,19	31	16	17	13	11	2	1	0	2
Sociedades de valores	2,97	14	10	8	7	4	2	0	0	1
Agencias de valores	6,25	15	5	6	6	7	0	1	0	1
Sociedades gestoras de cartera	4,23	2	1	3	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: diciembre de 2012.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2009	2010	2011	2011		2012	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS ¹							
Total	1.410.985	15.802.743	16.033.109	16.498.814	16.033.109	14.663.856	14.769.051
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.181.943	1.895.320	2.181.943	2.415.002	3.259.987
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.831.973	14.501.823	13.831.973	12.205.216	11.454.933
Otros	0	92.453	19.193	101.671	19.193	43.638	54.132
INGRESOS POR COMISIONES ²							
Total	3.183	20.745	31.052	14.116	31.052	13.940	25.828
Comisiones percibidas	3.183	20.629	30.844	14.080	30.844	13.855	25.653
Otros ingresos	0	116	209	36	209	85	175
PATRIMONIO NETO							
Total	1.500	10.057	12.320	10.469	12.320	13.098	15.249
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.386	3.895	4.328	4.485
Reservas y remanentes	36	242	950	2.915	950	5.904	7.139
Resultado del ejercicio ²	421	6.801	7.474	4.168	7.474	2.866	3.626

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	5.627	5.460	5.246	5.402	5.373	5.293	5.246	5.222
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.306	2.284	2.224	2.205	2.195
Sociedades de inversión	3.133	3.056	2.981	3.033	3.025	3.007	2.981	2.970
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	27	28	26	24	24
IIC de inversión libre	33	36	36	36	36	36	36	33
Total IIC inmobiliarias	16	14	14	14	14	14	14	15
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	8	8	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	660	739	754	765	743	749	754	753
Fondos extranjeros comercializados en España	379	426	421	443	421	418	421	418
Sociedades extranjeras comercializadas en España	281	313	333	322	322	331	333	335
SGIIC	123	114	105	112	110	110	105	105
Depositarias IIC	114	97	84	92	90	87	84	83

1 Datos disponibles: febrero de 2013.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV ¹	I ²
Total IIC de carácter financiero	5.578.524	5.249.813	4.815.732	5.173.640	5.046.010	4.939.311	4.815.732	4.841.318
Fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.741	4.759.243	4.634.772	4.531.940	4.410.741	4.437.321
Sociedades de inversión	417.635	414.620	404.991	414.397	411.238	407.371	404.991	403.997
Total IIC inmobiliarias	76.223	30.678	26.155	30.693	28.655	28.522	26.155	26.147
Fondos de inversión inmobiliaria	75.280	29.735	25.218	29.754	27.716	27.587	25.218	25.226
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	943	937	939	939	935	937	921
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	865.767	761.380	816.417	768.467	788.852	819.014	817.309	–
Fondos extranjeros comercializados en España	193.233	177.832	162.363	175.621	179.987	186.613	163.255	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	666.534	583.548	654.054	592.846	608.865	632.401	654.054	–

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2013. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV ¹	I ²
Total IIC de carácter financiero	170.073,1	155.982,6	147.729,8	156.460,3	148.594,6	149.122,7	147.729,8	150.584,8
Fondos de inversión ³	143.918,2	132.368,6	124.039,9	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.039,9	126.479,6
Sociedades de inversión	26.155,0	23.614,0	23.689,9	24.465,8	23.473,9	24.014,5	23.689,9	24.105,1
Total IIC inmobiliarias	6.437,5	4.807,1	4.485,5	4.757,7	4.691,2	4.608,6	4.485,5	4.991,1
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.446,9	4.386,0	4.313,9	4.201,5	4.160,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	310,8	305,1	294,7	284,1	830,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	36.692,9	29.969,5	37.990,7	31.835,1	34.537,8	38.359,2	37.990,7	–
Fondos extranjeros comercializados en España	8.535,9	6.382,9	6.248,7	6.583,3	7.188,4	7.571,7	6.248,7	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	28.156,9	23.586,6	31.742,0	25.251,9	27.349,4	30.787,5	31.742,0	–

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2013. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2012, del orden de 3.000 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2010	2011	2012	2011	2012	II	III	IV ²
				IV	I			
Patrimonio	143.918,2	132.368,6	124.039,9	132.368,6	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.039,9
Cartera de inversiones financieras	137.295,4	126.370,0	118.444,3	126.370,0	125.415,1	119.257,1	119.558,0	118.444,3
Cartera interior	89.630,2	90.394,3	82.930,7	90.394,4	88.306,4	83.543,1	83.428,6	82.930,7
Valores representativos de deuda	68.575,1	72.076,1	66.001,7	72.076,2	71.341,5	67.492,7	67.268,3	66.001,7
Instrumentos de patrimonio	3.829,2	3.087,0	3.140,8	3.087,0	2.896,1	2.812,9	2.942,0	3.140,8
Instituciones de inversión colectiva	7.338,6	6.038,5	3.172,1	6.038,5	3.827,9	3.566,2	3.326,8	3.172,1
Depósitos en EECC	9.460,8	8.961,2	10.340,1	8.961,2	10.049,9	9.415,4	9.650,0	10.340,1
Derivados	426,2	231,5	276,0	231,5	191,0	256,0	241,6	276,0
Otros	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	47.626,5	35.968,1	35.509,4	35.968,1	37.097,8	35.708,0	36.123,3	35.509,4
Valores representativos de deuda	30.337,4	22.713,5	20.491,2	22.713,6	22.699,0	21.937,0	21.553,5	20.491,2
Instrumentos de patrimonio	8.385,8	7.037,3	7.668,6	7.037,3	7.443,8	7.069,7	7.452,0	7.668,6
Instituciones de inversión colectiva	8.404,7	6.061,6	7.110,9	6.061,6	6.746,4	6.485,3	6.928,3	7.110,9
Depósitos en EECC	108,0	23,0	45,8	23,0	58,8	59,8	37,4	45,8
Derivados	387,1	131,6	192,3	131,6	149,1	154,7	151,5	192,3
Otros	3,6	1,1	0,6	1,1	0,7	1,5	0,6	0,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	38,6	7,5	4,2	7,5	10,9	6,0	6,1	4,2
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	6.531,4	5.837,6	5.367,8	5.837,6	6.398,4	5.630,4	5.324,0	5.367,8
Neto deudores/acreadores	91,4	161,1	227,8	161,1	181,0	233,3	226,2	227,8

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2010	2011	2012	2011	2012	II	III	IV ¹
				IV	I			
Patrimonio	26.155,0	23.614,0	23.689,9	23.614,0	24.465,8	23.473,9	24.014,5	23.689,9
Cartera de inversiones financieras	25.187,3	22.521,9	22.520,3	22.521,9	23.175,1	22.149,6	22.300,8	22.520,3
Cartera interior	12.881,4	12.385,3	11.571,0	12.385,3	12.695,2	11.613,0	11.196,4	11.571,0
Valores representativos de deuda	5.435,9	7.460,8	6.021,8	7.460,8	7.415,3	7.006,9	6.562,6	6.021,8
Instrumentos de patrimonio	2.988,6	2.508,5	2.273,6	2.508,5	2.385,9	2.275,2	2.149,5	2.273,6
Instituciones de inversión colectiva	758,7	667,4	701,6	667,4	694,0	646,1	650,7	701,6
Depósitos en EECC	3.675,2	1.721,7	2.532,1	1.721,7	2.164,7	1.649,6	1.794,8	2.532,1
Derivados	-5,9	-5,2	7,7	-5,2	1,9	1,4	4,0	7,7
Otros	29,0	32,2	34,3	32,2	33,4	33,9	34,6	34,3
Cartera exterior	12.298,1	10.131,1	10.945,0	10.131,1	10.473,9	10.531,5	11.100,0	10.945,0
Valores representativos de deuda	3.606,8	3.070,6	2.489,9	3.070,6	2.966,6	3.024,4	2.972,9	2.489,9
Instrumentos de patrimonio	4.166,0	3.384,3	3.589,5	3.384,3	3.493,5	3.345,4	3.433,4	3.589,5
Instituciones de inversión colectiva	4.390,5	3.516,3	4.700,8	3.516,3	3.840,0	3.997,7	4.523,9	4.700,8
Depósitos en EECC	12,1	10,8	15,9	10,8	13,8	12,1	11,0	15,9
Derivados	119,9	145,1	147,1	145,1	156,3	147,6	154,6	147,1
Otros	2,8	3,9	1,8	3,9	3,9	4,2	4,2	1,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	5,5	4,3	5,5	6,0	5,1	4,4	4,3
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	832,0	854,6	959,8	854,6	1.071,7	1.030,2	1.530,9	959,8
Neto deudores/acreadores	135,5	237,4	209,8	237,4	218,8	294,0	182,7	209,8

1 Datos provisionales.

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.408	2.310	2.185	2.300	2.255	2.197	2.185	2.173
Renta fija³	537	508	454	491	479	459	454	452
Renta fija mixta⁴	160	140	125	140	132	128	125	125
Renta variable mixta⁵	138	128	117	130	122	119	117	117
Renta variable euro	172	148	127	143	135	129	127	125
Renta variable internacional	232	220	211	222	220	214	211	210
Garantizado renta fija	276	351	398	375	385	393	398	402
Garantizado renta variable⁶	499	420	361	404	384	369	361	352
Fondos globales	192	203	192	200	198	194	192	187
De gestión pasiva	61	59	85	64	75	75	85	88
Retorno absoluto	141	133	115	131	125	117	115	115
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.741	4.759.243	4.634.772	4.531.940	4.410.741	4.437.321
Renta fija³	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.362.443	1.326.504	1.297.686	1.261.634	1.264.679
Renta fija mixta⁴	270.341	206.938	188.574	204.653	195.137	193.992	188.574	189.524
Renta variable mixta⁵	171.336	145.150	138.096	145.472	141.784	140.387	138.096	138.606
Renta variable euro	266.395	237.815	220.433	224.886	225.774	220.342	220.433	226.572
Renta variable internacional	501.138	448.539	398.664	442.753	432.816	417.276	398.664	398.524
Garantizado renta fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.071.544	1.070.002	1.082.897	1.075.852	1.090.591
Garantizado renta variable⁶	1.065.426	912.298	727.867	874.249	832.332	783.203	727.867	716.286
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	113.396	105.966	105.824	101.321	101.283
De gestión pasiva	90.343	100.416	125.003	101.901	108.166	110.678	125.003	138.854
Retorno absoluto	277.445	229.097	173.297	217.946	196.291	179.655	173.297	172.402
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.039,9	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.039,9	126.479,6
Renta fija³	56.614,6	46.945,5	40.664,6	45.101,8	42.837,8	41.512,2	40.664,6	41.089,4
Renta fija mixta⁴	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.686,9	5.430,9	5.512,9	5.500,9	5.625,0
Renta variable mixta⁵	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.234,2	3.040,3	3.116,2	3.179,9	3.329,3
Renta variable euro	5.356,8	4.829,2	5.270,2	4.815,6	4.516,5	4.891,7	5.270,2	5.581,6
Renta variable internacional	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.813,2	6.373,7	6.663,2	6.615,0	6.748,1
Garantizado renta fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	36.677,0	35.421,7	36.489,9	36.445,0	37.243,3
Garantizado renta variable⁶	22.046,5	18.014,5	14.412,7	17.408,5	15.943,0	15.383,0	14.412,7	14.279,3
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.545,5	4.272,1	4.288,4	4.358,6	4.424,3
De gestión pasiva	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.053,9	2.190,9	2.456,2	2.991,2	3.509,6
Retorno absoluto	8.348,1	5.989,7	4.601,9	5.657,8	5.093,9	4.794,4	4.601,9	4.649,9

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

2 Datos disponibles: enero de 2013.

3 Desde 3T2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Hasta 2T2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

4 Incluye Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Incluye Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Incluye Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

				2012				2013
	2010	2011	2012	I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPIES								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.741	4.759.243	4.634.772	4.531.940	4.410.741	4.437.321
Personas físicas	5.019.902	4.706.193	4.293.058	4.632.866	4.509.469	4.410.151	4.293.058	4.318.808
Residentes	4.954.891	4.645.384	4.237.521	4.572.796	4.451.177	4.353.203	4.237.521	4.263.297
No residentes	65.011	60.809	55.537	60.070	58.292	56.948	55.537	55.511
Personas jurídicas	140.987	129.000	117.683	126.377	125.303	121.789	117.683	118.513
Entidades de crédito	524	490	473	502	492	485	473	486
Otros agentes residentes	139.550	127.765	116.572	125.169	124.123	120.632	116.572	117.344
Entidades no residentes	913	745	638	706	688	672	638	683
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	143.918,1	132.368,6	124.039,9	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.039,9	126.479,6
Personas físicas	113.660,6	106.627,6	101.963,3	108.015,5	102.223,9	102.386,1	101.963,3	104.026,9
Residentes	111.900,1	105.088,0	100.515,3	106.439,7	100.763,1	100.914,7	100.515,3	102.563,5
No residentes	1.760,5	1.539,6	1.448,0	1.575,7	1.460,9	1.471,4	1.448,0	1.463,4
Personas jurídicas	30.257,5	25.741,1	22.076,6	23.979,1	22.896,8	22.722,0	22.076,6	22.452,7
Entidades de crédito	1.926,1	1.446,7	1.075,4	1.373,5	1.274,6	1.258,3	1.075,4	917,5
Otros agentes residentes	27.644,6	23.880,7	20.657,1	22.223,1	21.259,1	21.116,5	20.657,1	21.173,2
Entidades no residentes	686,9	413,7	344,1	382,5	363,1	347,2	344,1	362,0

¹ Datos disponibles: enero de 2013.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2010	2011	2012	2011	2012	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	78.805,2	58.145,0	50.968,1	11.231,9	12.932,8	11.089,10	18.221,5	8.724,7
Renta fija	41.656,1	27.206,2	32.904,2	6.875,0	7.776,1	5.877,50	14.366,3	4.884,3
Renta fija mixta	3.538,8	1.332,4	1.423,8	224,7	358,9	362,7	310,6	391,6
Renta variable mixta	1.221,7	815,7	589,0	166,0	101,5	195,1	94,7	197,7
Renta variable euro	1.673,0	2.085	1.261,0	513,6	284,5	354,1	312,1	310,3
Renta variable internacional	4.455,2	3.835,1	1.693,8	303,8	561,2	385,1	393,4	354,1
Garantizado renta fija	11.513,4	13.965,7	7.972,7	1.743,7	2.340,3	2.535,10	1.851,5	1.245,8
Garantizado renta variable	5.120,1	2.570,7	1.419,9	368,7	474,4	494,1	272,4	179
Fondos globales	3.018,1	3.261,6	1.270,6	316,5	468,3	295,5	168,6	338,2
De gestión pasiva	683,8	924,7	1.402,2	357,9	249,6	366,8	263,6	522,2
Retorno absoluto	5.924,8	2.147,7	1.031,0	362,0	318,1	223,1	188,3	301,5
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	104.385,6	68.983,6	62.463,7	14.519,2	14.585,3	14.184,90	21.398,1	12.295,4
Renta fija	68.806,1	37.633,9	38.566,7	8.405,7	8.503,0	7.658,80	16.247,2	6.157,7
Renta fija mixta	4.955,7	3.258,1	2.075,4	674,4	596,8	486,3	484,2	508,1
Renta variable mixta	1.311,8	1.136,2	870,6	240,8	235,5	221,1	163,0	251
Renta variable euro	2.369,9	1.933,0	1.370,7	465,7	436,0	286,3	314,2	334,2
Renta variable internacional	3.303,3	4.652,7	2.064,0	489,1	575,2	498,9	449,3	540,6
Garantizado renta fija	6.797,4	6.737,4	8.307,2	1.350,4	1.756,2	2.537,70	1.793,0	2.220,3
Garantizado renta variable	7.620,2	5.632,3	4.773,0	934,0	1.206,0	1.194,70	1.077,5	1.294,8
Fondos globales	2.694,4	2.316,3	1.278,4	576,9	310,4	367,6	269,7	330,7
De gestión pasiva	1.474,1	1.199,2	830,1	553,1	220,3	252,2	195,8	161,8
Retorno absoluto	5.053,0	4.484,7	2.327,5	829,2	745,8	681,3	404,2	496,2

¹ Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2010	2011	2012	2011	2012	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-25.580,6	-10.853,1	-14.597,3	-3.282,4	-3.421,1	-4.419,4	-3.177,2	-3.579,6
Renta fija	-27.149,9	-10.423,6	-7.737,3	-1.538,6	-2.496,5	-2.060,0	-1.885,4	-1.295,4
Renta fija mixta	-1.417,0	-1.980,4	-18,8	-521,6	302,2	-167,8	-46,1	-107,1
Renta variable mixta	-90,0	-375,5	35,8	-73,9	219,8	-100,8	-45,2	-38,0
Renta variable euro	-696,9	142,0	-115,4	49,7	-171,8	18,2	13,5	24,7
Renta variable internacional	1.152,1	-796,0	-425,3	-185,1	-17,2	-180,8	-38,6	-188,7
Garantizado renta fija	4.716,0	7.809,3	-338,8	569,5	749,0	-430,5	215,7	-873,0
Garantizado renta variable	-2.500,1	-4.053,9	-4.225,9	-785,2	-896,4	-1.030,4	-1.040,2	-1.258,9
Fondos globales	323,6	972,2	-1.021,0	-187,8	-710,2	-199,8	-105,5	-5,5
De gestión pasiva	-790,3	60,8	823,8	-146,9	30,2	233,6	140,0	420,0
Retorno absoluto	871,7	-2.207,9	-1.571,9	-462,5	-430,2	-501,0	-385,4	-255,3
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	135,7	-673,3	6.288,9	1.622,1	3.053,1	-2.452,8	3.175,6	2.513,0
Renta fija	64,5	744,9	1.457,2	258,2	653,0	-203,9	560,1	448,0
Renta fija mixta	-56,4	-85,1	266,1	59,4	131,1	-88,2	128,2	95,0
Renta variable mixta	-53,4	-189,0	238,2	82,5	108,3	-93,0	121,1	101,8
Renta variable euro	-254,1	-666,9	558,8	170,1	158,2	-316,1	361,8	354,9
Renta variable internacional	877,4	-947,2	759,1	437,9	549,2	-258,8	328,2	140,5
Garantizado renta fija	-170,4	1.070,4	1.727,4	247,5	870,5	-824,3	852,8	828,4
Garantizado renta variable	-392,8	21,8	624,0	99,7	290,5	-435,2	480,2	288,5
Fondos globales	123,1	-307,8	274,9	138,2	151,1	-73,7	121,8	75,7
De gestión pasiva	-109,7	-163,9	196,8	73,1	42,7	-96,5	135,6	115,0
Retorno absoluto	107,7	-150,5	184,1	55,4	98,4	-63,0	85,8	62,9

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2010	2011	2012	2011	2012	II	III	IV
				IV	I			
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,09	0,45	6,03	1,47	2,56	-1,73	2,83	2,31
Renta fija	0,78	2,28	4,33	0,74	1,65	-0,3	1,58	1,34
Renta fija mixta	0,61	-0,15	6,05	1,41	2,59	-1,33	2,65	2,06
Renta variable mixta	0,11	-4,30	9,2	3,28	3,71	-2,67	4,34	3,68
Renta variable euro	-3,05	-10,77	12,84	4,07	3,7	-6,4	8,15	7,49
Renta variable internacional	14,8	-11,05	13,51	7,55	8,7	-3,51	5,48	2,6
Garantizado renta fija	-0,11	3,77	5,3	0,85	2,51	-2,3	2,58	2,5
Garantizado renta variable	-0,46	1,29	5,26	0,87	1,97	-2,34	3,36	2,26
Fondos globales	4,15	-4,55	7,8	2,97	3,79	-1,42	3,18	2,11
De gestión pasiva	-2,50	-6,27	7,99	3,98	2,38	-4,46	5,92	4,23
Retorno absoluto	2,49	-0,90	4,93	1,2	1,99	-0,9	2,11	1,67
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,91	0,93	0,94	0,24	0,24	0,23	0,23	0,24
Renta fija	0,65	0,64	0,66	0,16	0,17	0,16	0,16	0,17
Renta fija mixta	1,20	1,17	1,1	0,3	0,29	0,27	0,27	0,27
Renta variable mixta	1,65	1,59	1,51	0,4	0,39	0,38	0,37	0,36
Renta variable euro	1,78	1,80	1,77	0,45	0,44	0,44	0,44	0,44
Renta variable internacional	1,84	1,77	1,74	0,45	0,47	0,43	0,41	0,42
Garantizado renta fija	0,62	0,72	0,79	0,19	0,19	0,19	0,2	0,21
Garantizado renta variable	1,24	1,24	1,23	0,31	0,3	0,3	0,31	0,31
Fondos globales	1,06	1,11	1,01	0,28	0,33	0,23	0,23	0,22
De gestión pasiva	0,72	0,75	0,81	0,21	0,22	0,2	0,2	0,19
Retorno absoluto	1,06	1,08	1,03	0,28	0,3	0,26	0,23	0,24
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,10	0,12	0,08	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2010	2011	2012	2011	2012	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	0,35	-0,08	5,50	1,35	2,41	-1,75	2,72	2,08
Renta fija	0,11	1,56	3,54	0,58	1,51	-0,47	1,35	1,12
Renta fija mixta	-0,54	-1,34	4,95	1,20	2,3	-1,55	2,41	1,75
Renta variable mixta	-0,98	-5,64	7,83	3,02	3,25	-2,9	4,12	3,3
Renta variable euro	-2,94	-11,71	12,31	4,05	3,34	-6,34	8,16	7,28
Renta variable internacional	14,22	-10,83	13,05	7,53	8,91	-3,63	5,27	2,32
Garantizado renta fija	-0,67	3,28	4,85	0,71	2,48	-2,32	2,42	2,27
Garantizado renta variable	-1,79	0,14	5,07	0,68	1,63	-2,43	3,89	1,99
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	2,90	3,56	-1,23	2,95	2,03
De gestión pasiva	-2,36	-7,33	7,1	4,11	1,97	-4,31	5,50	4,04
Retorno absoluto	1,53	-1,87	3,84	0,93	1,68	-1,04	1,81	1,36

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2009	2010	2011	2011 IV	2012 I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.917	1.852	2.047	2.047	2.077	2.169	2.305	2.304
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	728,1	775,3	774,5	828,7	838,1
Suscripciones (millones de euros)	248,7	236,6	201,1	50,5	71,5	60,7	83,0	34,9
Reembolsos (millones de euros)	198,3	268,6	92,5	39,0	49,8	41,9	52,5	35,7
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	50,4	-32,0	108,6	11,5	21,7	18,7	30,5	-0,9
Rendimientos netos (millones euros)	62,2	26,3	-26,5	12,8	25,5	-19,6	23,8	10,2
Rentabilidad (en %)	14,94	5,37	-2,60	2,16	3,66	-2,42	2,72	1,29
Rendimientos de gestión (%) ²	13,76	6,33	-1,88	2,16	3,68	-1,65	2,51	1,07
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,55	1,91	1,66	0,38	0,38	0,37	0,32	0,22
Gastos de financiación (%) ²	0,11	0,07	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	5.321	4.404	3.805	3.805	3.592	3.607	3.513	3.385
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	573,0	568,0	561,4	561,3	545,8
Suscripciones (millones de euros)	302,4	47,9	10,6	2,2	2,0	7,4	13,7	-
Reembolsos (millones de euros)	585,4	184,8	120,1	51,1	13,5	13,3	21,2	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-283,0	-136,9	-109,6	-48,9	-11,5	-5,9	-7,5	-
Rendimientos netos (millones euros)	71,9	21,7	-12,3	4,5	6,4	-0,7	9,4	-
Rentabilidad (en %)	7,85	3,15	-1,70	0,85	1,15	-2,21	1,36	0,40
Rendimientos de gestión (%) ³	11,54	4,38	-0,47	1,09	1,45	0,16	1,66	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,34	1,25	1,25	0,31	0,32	0,30	0,32	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,11	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2012. Rentabilidad calculada para el periodo septiembre-noviembre.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2010	2011	2012	2012 I	II	III	IV	2013 I ²
NÚMERO DE CARTERAS								
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.306	2.284	2.224	2.205	2.196
Sociedades de inversión	3.068	3.002	3.002	2.975	2.967	2.949	3.002	2.921
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	27	28	26	24	24
IIC de inversión libre	31	35	35	35	35	35	35	33
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	8	8	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.039,9	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.039,9	126.479,6
Sociedades de inversión	25.361,3	23.037,8	22.773,2	23.827,4	22.849,4	23.363,1	22.773,2	23.504,9
IIC de IIC de inversión libre ³	694,9	573,0	545,8	568,0	561,4	561,3	545,8	-
IIC de inversión libre ³	643,5	694,7	799,6	739,8	738,0	791,0	799,6	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.446,9	4.386,0	4.313,9	4.201,5	4.160,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	310,8	305,1	294,7	284,1	830,3

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

2 Datos disponibles: enero de 2013.

3 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2012: noviembre de 2012.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2010	2011	2012	2011 IV	2012 I	II	III	IV ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	36.692,9	29.969,5	37.990,7	29.969,5	31.835,1	34.537,8	38.359,2	37.990,7
Fondos	8.535,9	6.382,9	6.248,7	6.382,9	6.583,3	7.188,4	7.571,7	6.248,7
Sociedades	28.156,9	23.586,6	31.742,0	23.586,6	25.251,9	27.349,4	30.787,5	31.742,0
Nº DE INVERSORES								
Total	865.767	761.380	816.417	761.380	768.467	788.852	819.014	816.417
Fondos	193.233	177.832	162.363	177.832	175.621	179.987	186.613	162.363
Sociedades	666.534	583.548	654.054	583.548	592.846	608.865	632.401	654.054
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	660	739	754	739	765	743	749	754
Fondos	379	426	421	426	443	421	418	421
Sociedades	281	313	333	313	322	322	331	333
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	290	297	310	297	303	302	308	310
Francia	225	284	272	284	300	278	279	272
Irlanda	75	87	90	87	90	89	90	90
Alemania	20	20	31	20	20	22	23	31
Reino Unido	16	19	22	19	20	21	21	22
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	27	25	23	25	25	24	20	23
Bélgica	5	5	3	5	5	5	5	3
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	0	1	0	0	0	1	1

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

2 Datos provisionales.

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2010	2011	2012	2012 I	II	III	IV	2013 I ²
FONDOS								
Número	7	6	6	6	6	6	6	6
Partícipes	75.280	29.735	25.218	29.754	27.716	27.587	25.218	25.226
Patrimonio (millones de euros)	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.446,9	4.386,0	4.313,9	4.201,5	4.160,8
Rentabilidad (%)	-4,74	-3,23	-5,55	-0,85	-1,23	-1,64	-1,93	-1,00
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	8	8	8	8	9
Accionistas	943	943	937	939	939	935	937	921
Patrimonio (millones de euros)	321,9	312,5	284,1	310,8	305,1	294,7	284,1	830,3

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

2 Datos disponibles: enero de 2013. En este caso, la rentabilidad es mensual.

