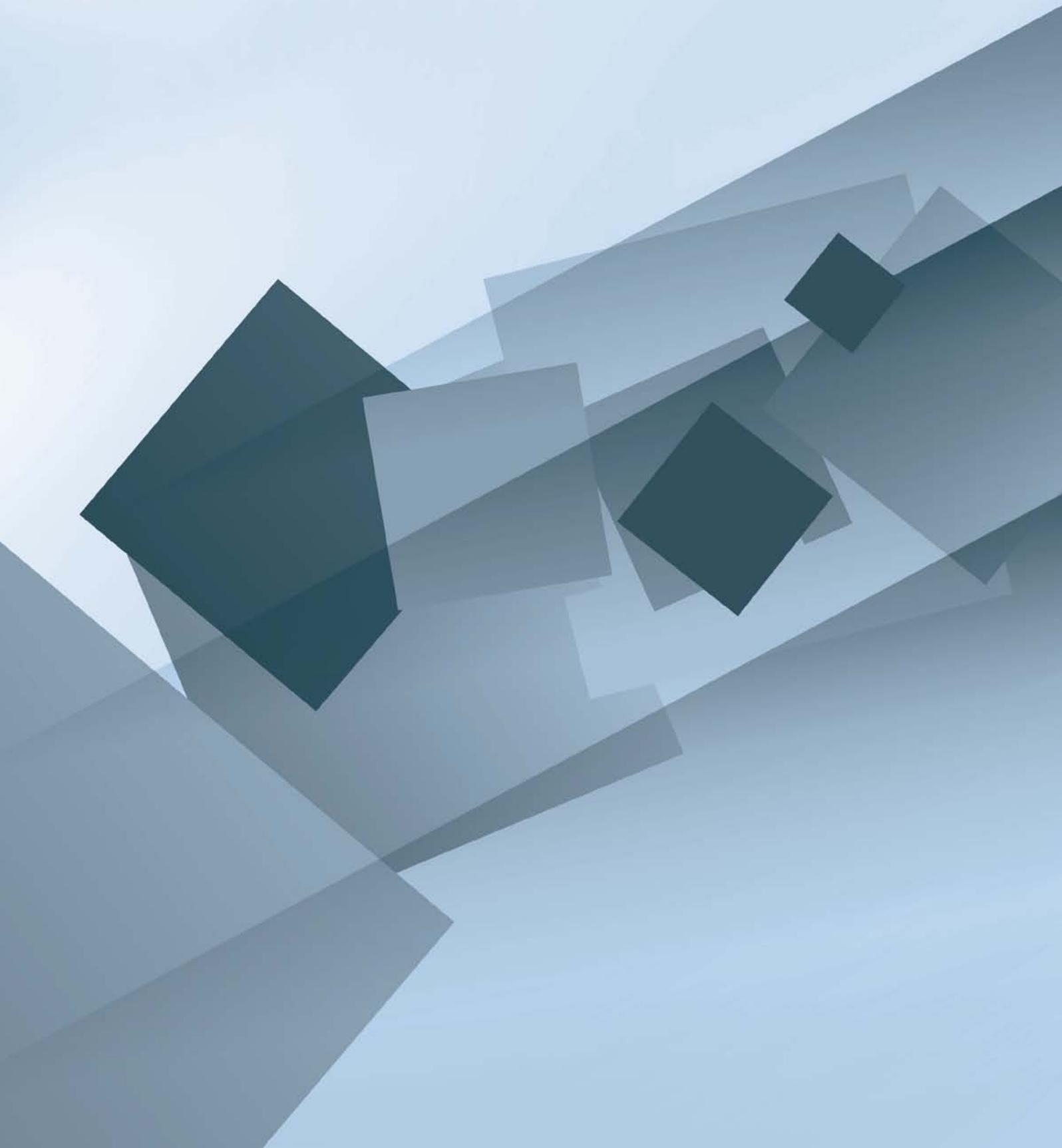




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2014



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
2014**

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 electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	67
	Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2012	69
	Sara Ruiz de la Vega	
	Tendencias en las entidades y productos registrados en la CNMV durante 2013	91
	Pilar Grande, Marta Lorenzo, Pilar del Pozo, Alberto Pérez y Emilia Tamargo	
III	Novedades regulatorias	109
	Apuntes sobre el Mercado Alternativo de Renta Fija y su Reglamento	111
	Rafael Sánchez de la Peña	
IV	Anexo legislativo	125
V	Anexo estadístico	135

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
ESA	Autoridad Europea de Supervisión
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	15
2.1	La evolución económica y financiera internacional	15
2.2	La evolución económica y financiera nacional	25
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
3.1	Los mercados bursátiles	34
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	51
4.1	Vehículos de inversión	51
4.2	Empresas de servicios de inversión	58
4.3	Sociedades gestoras de IIC	63
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	64

Índice de recuadros

Recuadro 1:	El abandono gradual de los estímulos monetarios en EEUU y su impacto en los países emergentes	23
Recuadro 2:	Los fondos de activos bancarios	28
Recuadro 3:	Establecimiento de una pre-LOU (<i>Local Operating Units</i>) en España: el papel del Registro Mercantil	37
Recuadro 4:	Adopción por la CNMV de las directrices de ESMA relativas a las evaluaciones de los acuerdos de interoperabilidad entre entidades centrales de contrapartida	42
Recuadro 5:	Requisitos y obligaciones que establece el Reglamento 648/2012 (EMIR)	49
Recuadro 6:	Dictamen de ESMA sobre prácticas de las empresas de servicios de inversión en la venta de productos complejos	57

1 Resumen ejecutivo

- Durante los últimos meses de 2013 y los primeros de 2014, la actividad económica tendió a fortalecerse en la mayoría de las economías avanzadas, mientras que dio síntomas de agotamiento en varias economías emergentes. En EEUU, la Reserva Federal continuó con su programa de reducción de estímulos monetarios, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo inalterado el tono de su política monetaria, a pesar del incremento del riesgo de deflación percibido por algunos analistas. Los mercados financieros internacionales se vieron afectados a lo largo del primer trimestre del año por las turbulencias observadas en algunas economías emergentes, por la debilidad de diversos indicadores en China y por la tensión política existente entre Rusia y Ucrania.
- En este contexto, los principales índices de renta variable invirtieron la tendencia alcista de los últimos meses y acabaron mostrando, en términos generales, retrocesos en el acumulado del primer trimestre del año¹. En los mercados de deuda, las rentabilidades de las principales referencias descendieron durante los tres primeros meses del año.
- El PIB de la economía española empezó a crecer desde el tercer trimestre de 2013. El análisis de los principales componentes del PIB pone de manifiesto la tendencia hacia un crecimiento más equilibrado entre la demanda nacional y el sector exterior. Por su parte, los datos más recientes relacionados con el mercado laboral sugieren que la destrucción de empleo y el aumento del paro estarían llegando a su fin. En este contexto, la tasa de inflación ha descendido hasta niveles cercanos a cero, como consecuencia de la debilidad de la demanda, la caída de los precios de la energía y la desaparición del efecto base del IVA. En materia presupuestaria, el nivel de deuda pública finalizó 2013 en el 93,9% del PIB, mientras que el déficit público sigue siendo muy elevado. El crecimiento del PIB en 2014 podría ser cercano al 1%.
- El programa de asistencia al sector bancario español –en el que destacó el traspaso de los activos dañados a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) y el aumento de las provisiones de las entidades– concluyó de forma satisfactoria en enero de 2014. Sin embargo, el sector sigue afrontando retos considerables derivados fundamentalmente de la debilidad de la recuperación económica, que continúa deteriorando la calidad de los activos del sistema. A su favor, la mejora de la cuenta de resultados y el descenso de sus necesidades de financiación, que ha reducido la apelación al Eurosistema.

1 La fecha de cierre del informe es el 14 de marzo.

- El beneficio agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras se situó en 11.149 millones de euros en 2013, un 7,3% más que en 2012. Por sectores, destacó el crecimiento del beneficio de las sociedades del sector del comercio y los servicios y la reducción de las pérdidas de las empresas de la construcción y las inmobiliarias. Por su parte, el nivel agregado de las deudas de estas sociedades cayó un 10%, hasta los 270 mil millones de euros, lo que originó un leve descenso de la ratio de apalancamiento, que pasó de 1,41 a 1,38.
- En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones, que se habían incrementado notablemente durante la segunda mitad de 2013, se vieron afectadas por la inestabilidad de algunas economías emergentes y por las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania durante el primer trimestre del año. En este contexto, el Ibex 35 perdió un 1,1% de su valor, pero los índices de las empresas de capitalización media y pequeña siguieron creciendo. Las condiciones de volatilidad y de liquidez del mercado de renta variable continuaron siendo favorables y se registró un incremento del 16,6% en los volúmenes de contratación, en contraste con los retrocesos de los últimos años.
- Los mercados domésticos de renta fija continuaron reflejando el descenso de las tensiones en los mercados de deuda europeos y la mejora de las perspectivas económicas nacionales, mediante nuevas caídas en las rentabilidades de la deuda pública y privada y en las primas de riesgo de crédito durante el primer trimestre del año. La diferencia entre la rentabilidad del bono español de deuda pública a largo plazo y la del bono alemán disminuyó desde los 220 puntos básicos (p.b.) en diciembre de 2013 hasta los 180 p.b. a mediados de marzo. La mejora de la percepción de riesgo de crédito de la economía, y del sector público en particular, fue corroborada por la agencia de calificación crediticia Moody's, que elevó el *rating* de la deuda soberana desde el nivel Baa3 hasta el nivel Baa2 a finales de febrero, el primer movimiento en esta dirección desde el inicio de la crisis de la deuda soberana en Europa. El volumen de las emisiones de deuda privada fue reducido durante los primeros meses del año, debido a las menores necesidades de financiación de las entidades financieras.
- Después de cinco años de retrocesos, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 26% en 2013, hasta los 156,7 mil millones de euros. Tres cuartas partes de este aumento fueron originadas por las suscripciones netas de los partícipes, que superaron los 24 mil millones de euros, y el resto por la revalorización de la cartera de estas instituciones. El número de partícipes volvió a superar la cifra de cinco millones. También fue relevante la expansión del patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España, que se situó en 55 mil millones a finales de 2013 (un 44% superior al de 2012). El mejor tono de la industria dio lugar a un incremento notable del importe de los beneficios de las sociedades gestoras de IIC (+58%) y a un descenso significativo del número de entidades en pérdidas, que pasó de 28 en 2012 a 11 en 2013.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) también fue favorable durante 2013 debido a la mejor evolución de las principales líneas de negocio de estas entidades: la contratación en los mercados, la comercialización de IIC, el asesoramiento financiero y el negocio de gestión de carteras. Como en la industria de la inversión colectiva, tras cinco años de retrocesos, en

2013 se observaron avances notables en las principales magnitudes de este sector: los beneficios antes de impuestos se cuadruplicaron (hasta los 217 millones de euros), el número de entidades en pérdidas se redujo (de 31 en 2012 hasta 12 en 2013) y los márgenes de solvencia continuaron siendo holgados. La expansión del negocio de las EAFI también fue significativo, ya que el volumen del patrimonio asesorado se incrementó un 19%, hasta los 17,6 mil millones de euros. En conjunto, las perspectivas del sector son favorables, si bien cabe tener presente el aumento de la competencia que las ESI están sufriendo por parte de otras entidades que prestan servicios de inversión, como las entidades de crédito nacionales u otras ESI extranjeras autorizadas para realizar su actividad en España.

- El informe contiene seis recuadros monográficos:
 - El primer recuadro aborda el impacto de la disminución de los estímulos monetarios en EEUU sobre los mercados financieros emergentes.
 - El segundo recuadro resume las principales características de los fondos de activos bancarios (FAB), patrimonios cerrados sin personalidad jurídica que forman parte de los instrumentos de la SAREB en el proceso de desinversión de activos.
 - El tercer recuadro expone el papel del Registro Mercantil en España como entidad de emisión y gestión de los identificadores que forman parte del código universal de identificación de entidades jurídicas (LEI, por sus siglas en inglés), impulsado por el G-20 y en fase de desarrollo.
 - El cuarto recuadro describe el contenido de las directrices publicadas por ESMA relativas a las evaluaciones de los acuerdos de interoperabilidad entre entidades centrales de contrapartida, que la CNMV aplica desde septiembre.
 - El quinto recuadro detalla la entrada en vigor de los requisitos y obligaciones que establece el Reglamento 648/2012 (EMIR).
 - Finalmente, el sexto recuadro contiene los principales elementos del dictamen de ESMA sobre las prácticas de las empresas de servicios de inversión en la venta de productos complejos.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

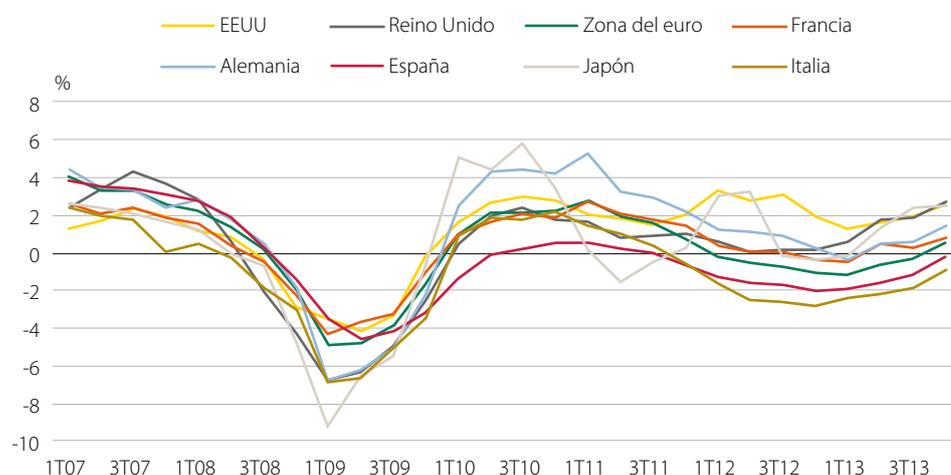
Los últimos datos de actividad correspondientes al cuarto trimestre de 2013 confirmaron la senda de recuperación en la mayoría de las economías avanzadas. Como en trimestres anteriores, los crecimientos más elevados del PIB siguieron produciéndose en EEUU y en el Reino Unido, con tasas anuales cercanas o superiores al 2,5% a finales del ejercicio, mientras que en los países de la zona del euro la variación del

La actividad continuó ganando fuerza en la mayoría de las economías avanzadas durante los últimos meses de 2013...

PIB fue mucho más reducida. Con todo, el PIB agregado de esta zona aumentó en términos anuales un 0,5% en el cuarto trimestre de 2013, después de siete trimestres en terreno negativo, y se observó una mejora generalizada en la actividad de la mayoría de sus economías, incluso en las de aquellas más frágiles (véase gráfico 1).

Producto Interior Bruto, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

...en un marco en el que las expectativas de inflación siguieron siendo reducidas, particularmente en la zona del euro.

La evolución de los precios de las economías avanzadas a lo largo de los últimos meses pone de manifiesto la ausencia de presiones inflacionistas en estas áreas. En la zona del euro, donde la inflación ha caído con gran rapidez, se percibe incluso un cierto riesgo de deflación por parte de algunos analistas. La variación anual del IPC de la zona del euro, que se situaba cerca del 3% a finales de 2011, ha descendido hasta niveles inferiores al 1% desde hace varios meses como consecuencia de la debilidad de la demanda interna, en un contexto de moderación en los precios de las materias primas².

En Japón la inflación aumentó como consecuencia de la expansión monetaria, hasta niveles similares a los de otras economías avanzadas.

El único incremento relevante de la inflación dentro de las economías avanzadas se ha producido en Japón, donde los precios han pasado de caer a ritmos cercanos al 1% en la primavera de 2013 a crecer a tasas cercanas al 1,5% desde finales de 2013. La fuerte expansión monetaria impulsada por el banco central en los últimos meses ha conseguido situar la tasa de inflación japonesa en niveles similares a los observados en otras economías avanzadas como EEUU o el Reino Unido.

En EEUU la Reserva Federal inició la reducción de los estímulos monetarios en enero.

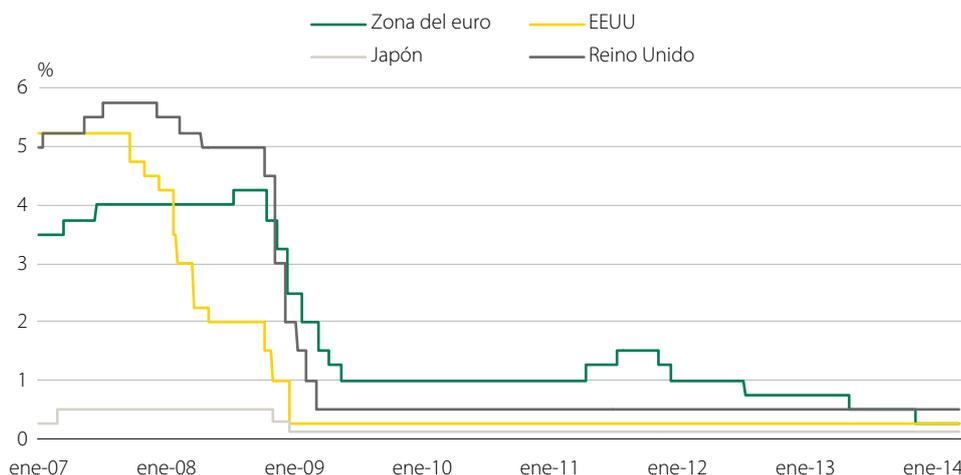
En EEUU la inflación ha mostrado más variabilidad pero se ha mantenido entre el 1% y el 2% desde hace casi dos años. El anclaje de las perspectivas de inflación en esta economía, junto con la evolución favorable de la actividad y el empleo, hizo que la Reserva Federal confirmara en diciembre de 2013 su plan de reducción progresiva de los estímulos monetarios, que comenzó en enero de 2014. El primer anuncio de la institución monetaria estadounidense incluía una disminución de diez mil millones de dólares en el volumen de las compras de deuda en los mercados, que se situó

² La tasa de inflación subyacente de la zona del euro ha pasado del 2,0% al 1,1% en ese mismo periodo de tiempo.

en 75 mil millones al mes. A finales de enero y mediados de marzo, se produjeron dos nuevos anuncios que incluían descensos de diez mil millones de dólares cada uno, lo que dejaba el volumen mensual de las compras en 55 mil millones de dólares al mes. En relación con las expectativas sobre la evolución de los tipos de interés, la información de los contratos *forward* y los pronósticos de los analistas descartan que el proceso de subidas de tipos de interés empiece este año.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



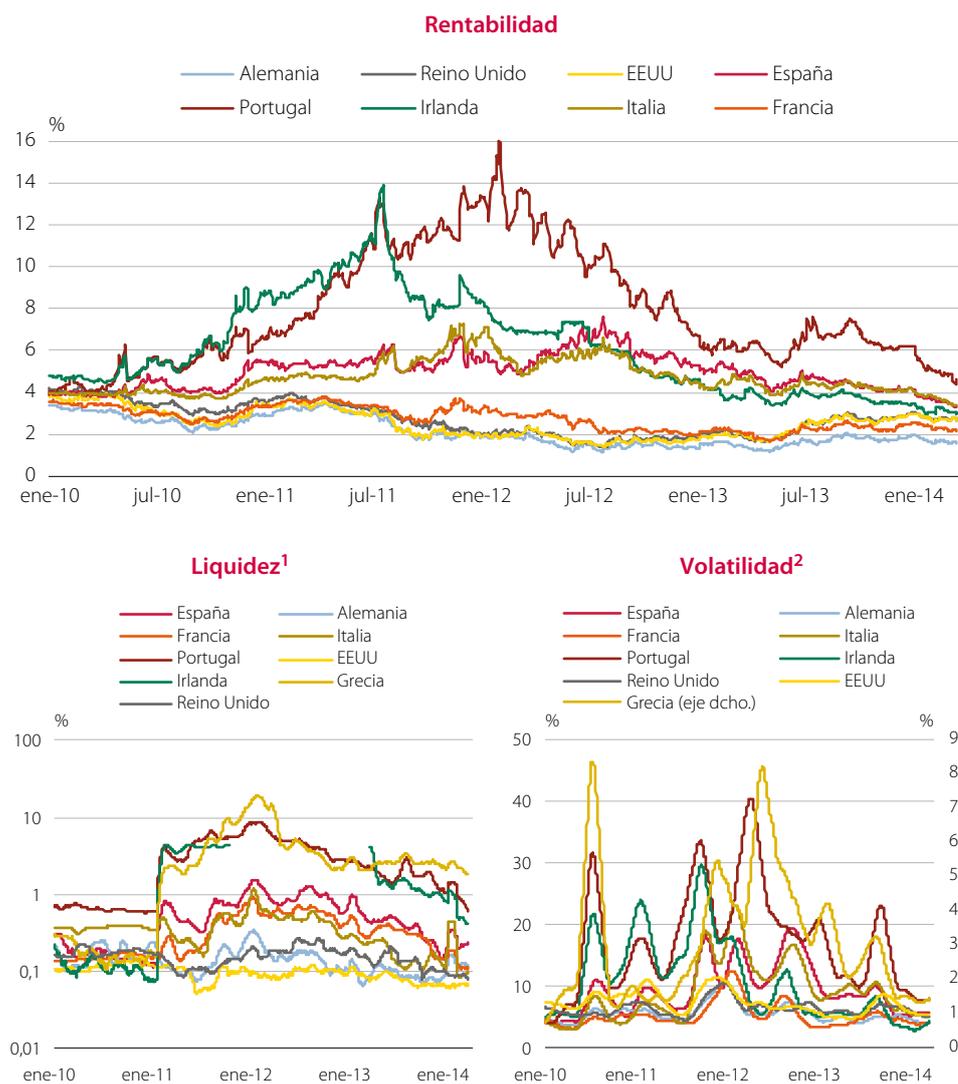
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de marzo.

En los mercados internacionales de deuda se ha observado un agotamiento de algunas de las tendencias que se produjeron en la segunda mitad de 2013, cuando las rentabilidades de los bonos de deuda pública a largo plazo de EEUU, Reino Unido y Alemania tendieron a incrementarse como consecuencia del mayor dinamismo relativo de sus economías y del menor atractivo de estos instrumentos en relación con los de las economías europeas más frágiles. Como se observa en el gráfico 3, la tendencia creciente de estas rentabilidades se invirtió en el primer trimestre de 2014, apreciándose descensos de cuatro décimas en relación con los niveles existentes a finales de 2013. Las turbulencias observadas en los mercados a lo largo de las primeras semanas del año –asociadas a la fragilidad de las economías emergentes (véase recuadro 1) y, posteriormente, a la incertidumbre relacionada con las tensiones políticas en Ucrania– habrían impulsado las adquisiciones de deuda de estas economías, consideradas de máxima calidad, en un fenómeno de «huida hacia la calidad» (*flight to quality*).

Por el contrario, la mejora de la percepción de riesgo sobre las economías europeas más frágiles se prolongó a lo largo de los primeros meses de 2014, impulsando nuevamente las compras de deuda de estas economías, cuyas rentabilidades resultaban atractivas para un conjunto amplio de inversores, particularmente para aquellos orientados por las estrategias de «búsqueda de rentabilidad» (*search for yield*). Así, las rentabilidades de los bonos de deuda pública a largo plazo de Irlanda, España, Italia y Portugal se situaban a mediados de marzo en el 3,0%, el 3,3%, el 3,4% y el 4,6% respectivamente, lo que supone un descenso de entre 42 p.b. y 158 p.b. en relación con los niveles de finales de 2013. Salvo en Portugal, las rentabilidades de estos bonos eran ya inferiores a las que existían antes de la crisis financiera y económica.

En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las principales referencias a largo plazo en EEUU, Reino Unido y Alemania disminuyeron durante el primer trimestre del año...

...así como también las de las economías europeas más frágiles.



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de marzo.

- 1 Promedio de un mes del *spread bid-ask* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años. Eje y en escala logarítmica.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días. Se ofrece media móvil de 50 periodos.

El descenso de la incertidumbre sobre las economías europeas más débiles y las estrategias orientadas por la búsqueda de rentabilidad siguieron dando lugar a descensos en las primas de riesgo soberano...

Las primas de riesgo soberano reflejaron el prolongado descenso de la incertidumbre sobre las economías europeas más débiles a lo largo del primer trimestre de 2014. Como se observa en el gráfico 4, las primas de riesgo de crédito de la deuda pública implícitas en los CDS a cinco años de Irlanda, España e Italia se situaban a mediados de marzo en 86 p.b., 115 p.b. y 147 p.b., respectivamente; es decir, entre 20 p.b. y 38 p.b. menos que a finales de 2013. En Portugal, donde la prima de riesgo del CDS finalizaba el trimestre en 225 p.b., este descenso fue mucho más intenso (120 p.b.).

...y en las primas de riesgo de crédito corporativo, particularmente en las modalidades de deuda de peor calidad crediticia.

La evolución de las primas de riesgo del sector corporativo que se observa en el gráfico 5 para las emisiones de deuda efectuadas en EEUU y en Europa continúa reflejando el atractivo de estos instrumentos en relación con otras alternativas de inversión. El fuerte incremento de las compras de deuda corporativa desde hace varios trimestres, sobre todo en las categorías de mayor riesgo (*high yield*), responde a

aquellas estrategias que persiguen una rentabilidad más elevada y ha dado lugar a una reducción histórica en las primas de riesgo de algunas categorías de deuda. En el caso de la deuda de peor calidad crediticia, la prima de riesgo se ha reducido hasta niveles cercanos a los 350 p.b. en EEUU y a los 380 p.b. en Europa, que son similares a los que existían a mediados de 2007, justo antes del inicio de la crisis financiera.

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

GRÁFICO 4

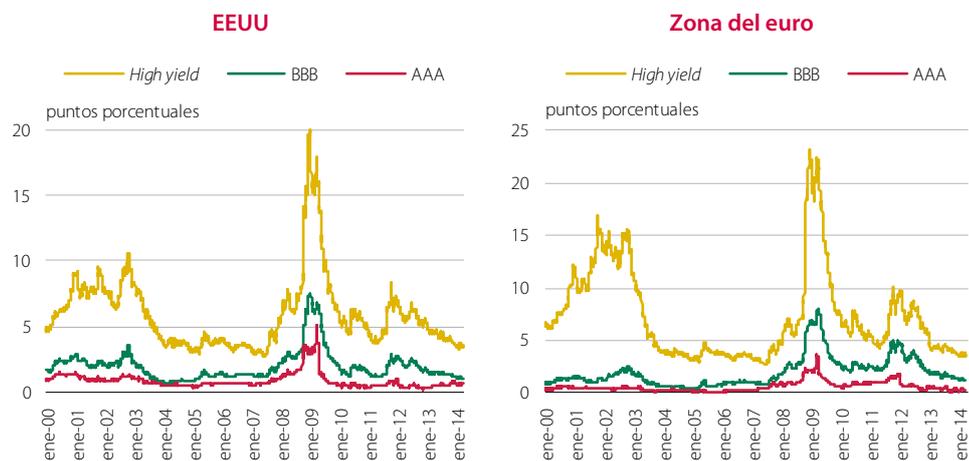


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de marzo.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales ascendieron a 3,6 billones de dólares en 2013, lo que supone un retroceso del 23,7% en relación con las cifras del año anterior. El grueso del descenso tuvo su origen en las emisiones de deuda soberanas, que alcanzaron los 2,5 billones de dólares (3,7 billones en 2012). El descenso de la emisión neta de deuda pública se produjo en todas las áreas geográficas

En 2013, el volumen de emisiones de deuda soberana (neto) descendió desde los 3,7 billones de dólares hasta los 2,5 billones.

de referencia, si bien fue más intensa en EEUU (véase gráfico 6). Respecto a las emisiones efectuadas por el sector privado de la economía, cabe destacar la recuperación de la emisión neta de las entidades financieras tanto en EEUU como en Europa, después de varios ejercicios en terreno negativo. Por su parte, la emisión neta de las sociedades no financieras experimentó un descenso ligero en EEUU, pero notable en Europa.

Durante el primer trimestre de 2014 se mantuvo la mayoría de las tendencias anteriores en relación con las emisiones de deuda.

La información correspondiente al primer trimestre de 2014 apunta al mantenimiento de la mayoría de estas tendencias. Así, las emisiones netas de deuda soberana continuaron descendiendo, sobre todo en Europa, las emisiones netas de deuda efectuadas por las entidades financieras se mantuvieron en terreno positivo tanto en EEUU como en Europa y, finalmente, el volumen de deuda emitido por el sector privado no financiero se redujo con más intensidad en Europa.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2014 son hasta el 14 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En el primer trimestre de 2014, las bolsas internacionales mostraron un agotamiento del recorrido alcista que experimentaron en 2013.

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas –que habían experimentado revalorizaciones notables a lo largo de 2013– mostraron en el primer trimestre de 2014 un agotamiento en este recorrido alcista, que se vio influido por la incertidumbre en torno a la vulnerabilidad de las economías emergentes, el empeo-

ramiento de los datos de actividad en China y las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania. En este contexto, la variación de los principales índices de renta variable estadounidenses osciló entre el -3,1% del Dow Jones y el 1,6% del Nasdaq, mientras que la variación de los índices en Europa se movió entre el -5,2% del índice alemán Dax 30 y el 6,9% del índice italiano Mib 30 (véase cuadro 1). En Japón se observaron los mayores retrocesos en las cotizaciones en el primer trimestre de 2014 (-10,6% en el caso del Topix y -12,1% en el Nikkei 225), así como un incremento de la volatilidad, hasta niveles cercanos al 30% (véase gráfico 7).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

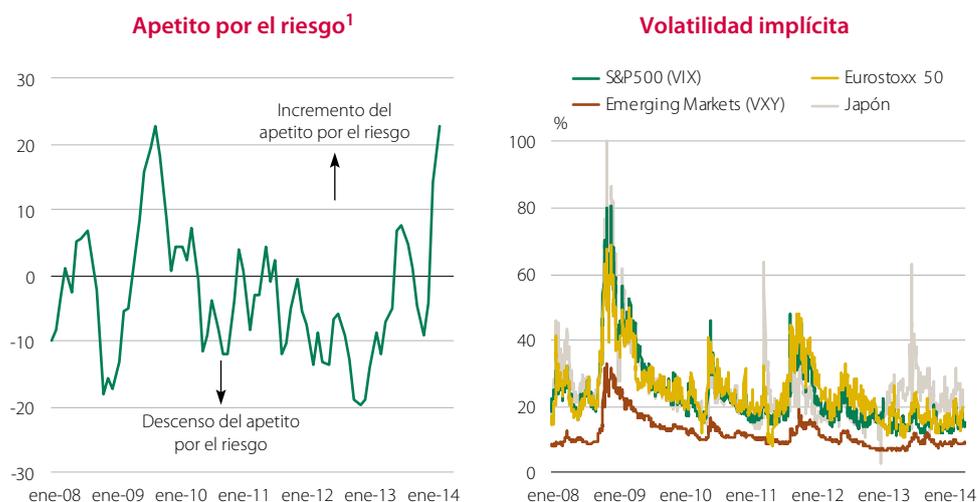
CUADRO 1

%	2010	2011	2012	2013	I-13	II-13	III-13	IV-13	I-14 (hasta el 14 de marzo)	
									% s/ trim. ant.	% inter- anual ²
Mundo										
MSCI World	9,6	-7,6	13,2	24,1	7,2	-0,1	7,7	7,6	-1,2	14,0
Zona del euro										
Euro Stoxx 50	-5,8	-17,1	13,8	17,9	-0,5	-0,8	11,2	7,5	-3,4	9,5
Euronext 100	1,0	-14,2	14,8	19,0	4,7	-1,3	10,3	4,4	-1,6	9,3
Dax 30	16,1	-14,7	29,1	25,5	2,4	2,1	8,0	11,1	-5,2	12,4
Cac 40	-3,3	-17,0	15,2	18,0	2,5	0,2	10,8	3,7	-1,9	8,9
Mib 30	-8,7	-24,0	10,2	18,8	-2,6	-0,4	11,8	9,4	6,9	26,8
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	-3,0	-2,0	18,3	8,0	-1,1	13,3
Reino Unido										
FTSE 100	9,0	-5,6	5,8	14,4	8,7	-3,1	4,0	4,4	-3,3	0,0
Estados Unidos										
Dow Jones	11,0	5,5	7,3	26,5	11,3	2,3	1,5	9,6	-3,1	10,5
S&P 500	12,8	0,0	13,4	29,6	10,0	2,4	4,7	9,9	-0,4	17,8
Nasdaq-Composite	16,9	-1,8	15,9	38,3	8,2	4,2	10,8	10,7	1,6	30,3
Japón										
Nikkei 225	-3,0	-17,3	22,9	56,7	19,3	10,3	5,7	12,7	-12,1	15,7
Topix	-1,0	-18,9	18,0	51,5	20,3	9,6	5,3	9,1	-10,6	12,2

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



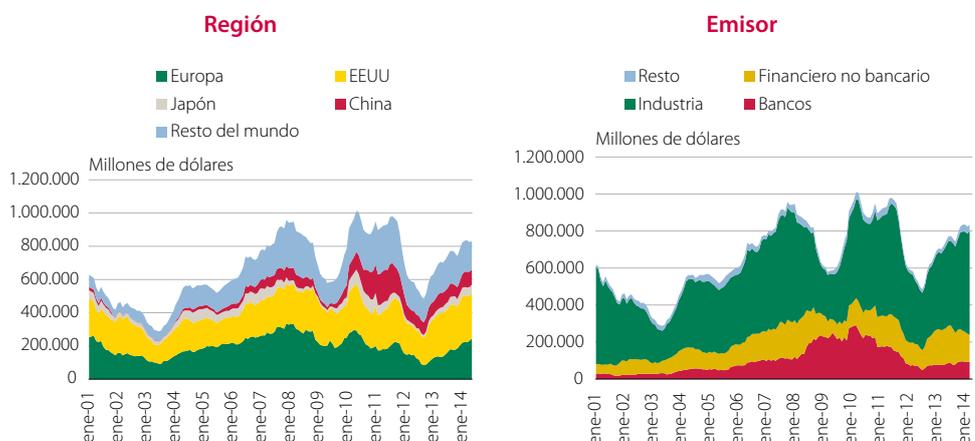
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de renta variable, que aumentaron un 26% en 2013, continuaron en niveles elevados durante el primer trimestre de 2014.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados financieros internacionales ascendió a 834 mil millones de dólares en 2013, lo que supone un incremento del 25,7% en relación con las cifras de 2012. A pesar de que las emisiones de renta variable aumentaron en las principales áreas económicas, se observó un dinamismo mucho mayor en Europa, donde avanzaron un 67%, hasta los 224 mil millones de dólares, y en Japón, donde prácticamente se doblaron (véase gráfico 8). En EEUU el volumen de las emisiones de renta variable se situó en 280 mil millones, un 13,7% más que en 2012. Por sectores, destacaron las emisiones efectuadas por las empresas industriales (un 38,3%, hasta los 535 mil millones de dólares) y por los bancos (un 26,1%, hasta los 96 mil millones). En el primer trimestre de 2014, las emisiones de renta variable se han mantenido en niveles elevados, particularmente en Europa, alimentadas por el aumento percibido en la inclinación al riesgo de los inversores (véase panel izquierdo del gráfico 7).

Emisiones internacionales de renta variable



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 14 de marzo. Este último mes se añade en su equivalencia mensual, con fines comparativos.

Durante la reciente crisis financiera y económica mundial, los tipos de interés de las principales economías avanzadas se redujeron hasta mínimos históricos. En algunas de ellas, además, las autoridades monetarias adoptaron medidas no convencionales que incrementaban aún más la liquidez en los mercados financieros. Así, la Reserva Federal de EEUU llegó a destinar 85 mil millones de dólares mensuales a la compra de deuda en los mercados financieros, en el marco de los programas conocidos como Quantitative Easing. Una parte del exceso de liquidez generado por estas medidas, en un contexto de tipos de interés muy reducidos, tuvo como destino las economías emergentes, que ofrecían rentabilidades atractivas en momentos en los que la mayoría de las economías avanzadas se encontraba en recesión.

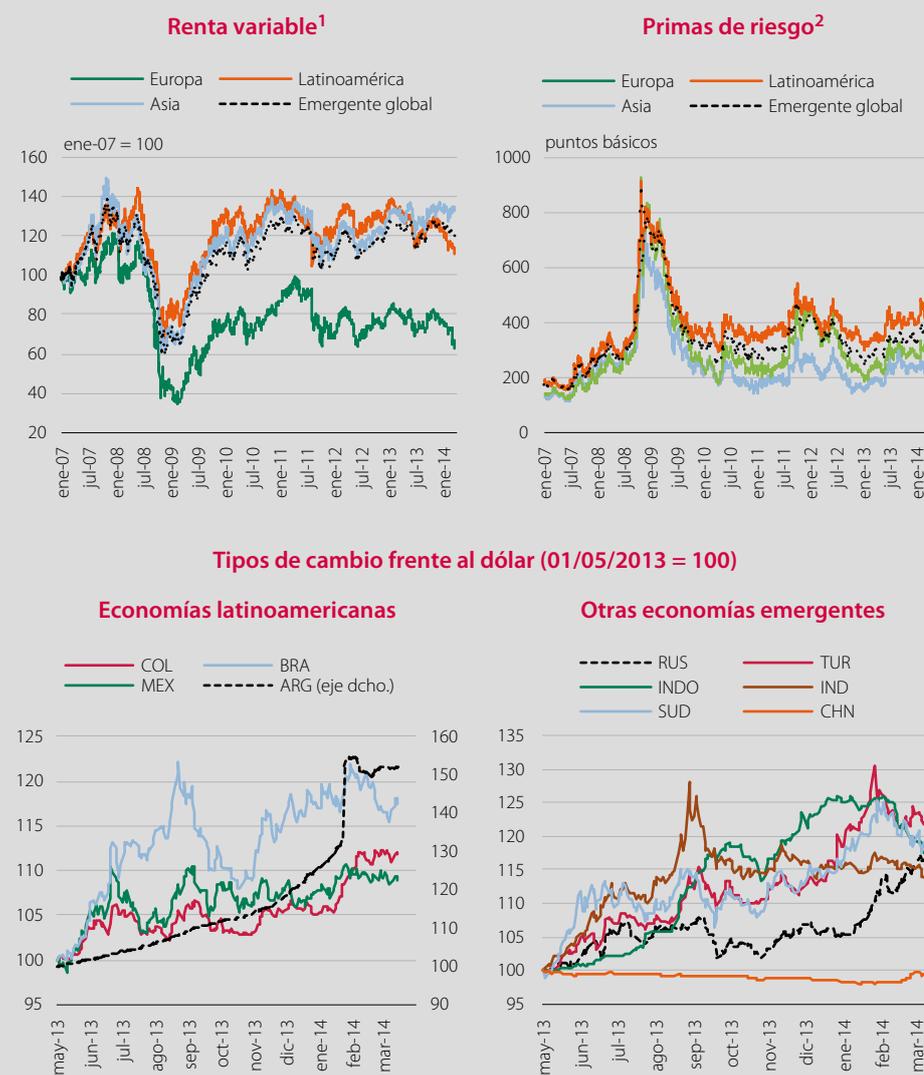
No obstante, esta situación cambió en mayo de 2013, cuando la Reserva Federal anunció su predisposición a reducir progresivamente los estímulos monetarios en función de la evolución de la actividad económica y el empleo estadounidenses, que empezaban a dar algunas señales positivas. Este anuncio tuvo un impacto notable en las áreas emergentes, que en las semanas centrales de 2013 vieron cómo sus condiciones de financiación se endurecían significativamente. Se produjo una reversión de los flujos de inversión¹ en estas economías que dio lugar a importantes descensos en las cotizaciones bursátiles, a incrementos de las primas de riesgo y, lo que es más importante, a fuertes depreciaciones de algunas divisas (véase gráfico R.1.1).

Las turbulencias volvieron a los mercados financieros a principios de 2014, después de conocerse que la predisposición de la Reserva Federal se había convertido en un hecho y que en enero comenzaría la reducción del volumen de las compras mensuales de deuda². Las economías emergentes que hasta el momento se han visto más afectadas por la reducción gradual de los estímulos monetarios en EEUU han sido aquellas con mayor dependencia de la financiación exterior (déficit por cuenta corriente), si bien otros factores como son el nivel de las reservas, el crecimiento del crédito o las especificidades de las políticas nacionales se han mostrado también decisivos.

Brasil, Turquía, Indonesia, India, Sudáfrica y Rusia han sido las economías emergentes más afectadas. Las depreciaciones de sus monedas respecto al dólar en los momentos de mayores turbulencias en los mercados han oscilado entre el 10% y el 15% en la mayoría de los casos³. En ocasiones, la pérdida de valor de la moneda local fue tan elevada que los bancos centrales se vieron forzados a elevar sus tipos de interés para limitar la salida de capital, a pesar del efecto potencial de estos aumentos de los tipos sobre el nivel de actividad.

Evolución de los mercados financieros emergentes

GRÁFICO R1.1



Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Índices FTSE.
- 2 Índices EMBI.

En general, las perspectivas económicas y financieras de las economías emergentes son favorables a pesar de la ligera desaceleración de su actividad, por lo que es factible que se mantenga un cierto volumen de inversión en estas regiones a corto y medio plazo. Sin embargo, el cambio en la política monetaria en EEUU seguirá favoreciendo un proceso de recomposición natural de las carteras de los inversores, que implicará posiblemente volúmenes de inversión financiera menores hacia estas economías que en el pasado reciente.

- 1 BIS (2013), *Quarterly Review*, diciembre.
- 2 El primer anuncio de la Reserva Federal incluía una disminución de 10 mil millones de dólares en el volumen de compras, que se situó en 75 mil millones al mes. A finales de enero, la Reserva Federal anunció una nueva reducción en dicho volumen, hasta los 65 mil millones de dólares al mes, y a mediados de marzo lo rebajó nuevamente hasta los 55 mil millones de dólares al mes.
- 3 Desde principios de mayo de 2013, es decir, desde una perspectiva temporal más amplia, la depreciación acumulada por algunas divisas ha superado el 20%.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al cuarto trimestre de 2013 revelaron que la economía creció un 0,2% en términos trimestrales, una décima más que en el trimestre anterior. Este avance ayudó a amortiguar la caída del PIB en el conjunto del año, que se situó en el 1,2%, cuatro décimas menos que en 2012. El retroceso de la economía nacional en 2013 fue ocho décimas superior al de la zona del euro, que fue del 0,4%.

El análisis de los principales componentes del PIB pone de manifiesto la tendencia hacia un crecimiento más equilibrado entre la demanda nacional y el sector exterior. Así, la contribución negativa de la demanda nacional al crecimiento se redujo desde 4,3 puntos porcentuales en el primer trimestre del año hasta 0,6 puntos en el último, mientras que la contribución positiva del sector exterior descendió desde 2,4 puntos porcentuales hasta 0,4 en los mismos periodos. Los dos componentes principales de la demanda nacional experimentaron avances a lo largo de la segunda mitad del año, pero no fueron suficientes para evitar el retroceso en el conjunto del mismo. Así, el gasto en consumo final caía un 2,1% (2,8% en 2012) y la formación bruta de capital fijo disminuía un 5,0% (7,0% en 2012). Dentro de esta última cabe señalar, no obstante, la divergencia entre la inversión en construcción, que retrocedía un 9,6%, y la inversión en bienes de equipo, que avanzaba un 2,3% (véase cuadro 2). En cuanto al sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones avanzaron con más intensidad durante el último trimestre del año. En promedio anual, las exportaciones crecieron un 4,9% (2,1% en 2012), mientras que las importaciones lo hicieron un 0,4% (-5,7% en 2012).

El PIB mostró su segundo crecimiento trimestral en el cuarto trimestre de 2013 con un 0,2%. La caída media del PIB en el año se situó en el 1,2%.

El análisis de los principales componentes del PIB revela un crecimiento más equilibrado entre la demanda nacional y el sector exterior.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2010	2011	2012	2013	CE ¹	
					2014P	2015P
PIB	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,0	1,7
Consumo privado	0,1	-1,2	-2,8	-2,1	0,6	1,1
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	-0,9	-0,2
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-5,5	-5,4	-7,0	-5,0	0,1	2,0
Construcción	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	5,0	5,6	-3,9	2,3	5,8	6,7
Exportaciones	11,7	7,7	2,1	4,9	5,4	6,4
Importaciones	9,4	0,0	-5,7	0,4	3,3	4,9
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	0,4	2,1	2,5	1,4	0,8	0,7
Empleo²	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,1	1,1
Tasa de paro	20,1	21,6	25,0	26,4	25,7	24,6
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	2,4	1,4	0,3	0,9
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-4,5	-3,8	-1,1	0,7	1,6	1,8
Saldo de las AAPP (% PIB)³	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,8	-6,5
Deuda pública (% PIB)	61,7	70,5	86,0	93,9	98,9	103,3
Posición de inversión internacional neta (% PIB)^{4,5}	-92,0	-82,6	-67,1	-78,9	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a febrero de 2014.

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012 y 2013 por una cuantía del 0,5%, el 3,8% y el 0,5% del PIB, respectivamente.

4 El dato de 2013 corresponde al tercer trimestre.

5 Sin Banco de España.

n.d.: dato no disponible.

La mayoría de las ramas de actividad mostraron retrocesos menos intensos a finales de año.

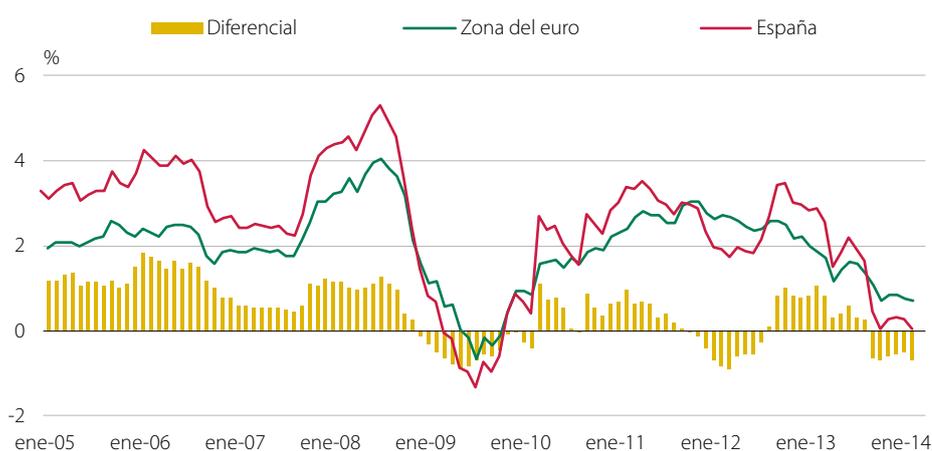
La evolución del PIB por el lado de la oferta muestra retrocesos cada vez menores en la mayoría de las ramas de actividad, e incluso avances interanuales en algunas a lo largo del último trimestre del año. En promedio anual, el valor añadido bruto de las ramas industriales descendió un 1,3%, el de los servicios un 0,5% y el de la construcción, que siguió siendo el componente más débil, un 7,7%. Por el contrario, el valor añadido de las ramas primarias registró un avance del 1,2%.

Fuerte caída de la inflación en España que ha originado un diferencial negativo con la zona del euro cercano a un punto porcentual en febrero.

La tasa de inflación española, que descendió con intensidad a lo largo de 2013, continuó a la baja en los primeros meses de 2014. Así, la tasa de variación anual de los precios pasó desde niveles ligeramente inferiores al 3% en los primeros meses de 2013 hasta tasas cercanas a cero en febrero de 2014 (véase gráfico 9). La inflación subyacente también mostró una tendencia marcadamente descendente, al pasar del 2,3% al 0,1% en los mismos periodos. La fuerte caída de la inflación en España es consecuencia de la debilidad de la demanda interna, de la moderación de los precios de la energía y del efecto base que sufrió el índice en los meses de septiembre y octubre, relacionado con la subida del IVA en 2012. La reducción de la inflación fue mucho más intensa en España que en la zona del euro, por lo que el diferencial de inflación entre ambas áreas, que rondaba un punto porcentual a principios de 2013, se tornó negativo en septiembre y se situó en -0,8 puntos en febrero.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

Los últimos datos del mercado de trabajo sugieren que la destrucción de empleo y el aumento del paro estarían llegando a su fin.

Los datos más recientes relacionados con el mercado de trabajo sugieren que la destrucción de empleo y el aumento del paro estarían llegando a su fin. Así, la tasa de paro se situó en el 26% de la población activa a finales de 2013, tras alcanzar un máximo del 27,2% en el primer trimestre, mientras que la caída del empleo se ralentizaba hasta el 1,2% en el cuarto trimestre. El descenso de la ocupación durante el ejercicio se cifró en 199 mil personas (121,4 mil en el sector público y 77,5 mil en el sector privado), muy por debajo de los 850 mil empleos perdidos en 2012 y de los 600 mil perdidos en 2011. Por otra parte, el número de afiliados a la Seguridad Social, que se situó en 16,2 millones en febrero de 2014, registraba el primer crecimiento anual desde mediados de 2008 (0,38%). En cuanto a los costes laborales unitarios, continuó la senda descendente iniciada en 2010. En 2013, estos costes disminuyeron en promedio un 1,5%, por el incremento del 2,3% en la productividad aparente del factor trabajo (producto por ocupado) y el aumento del 0,7% de la remuneración por empleado.

Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas (AAPP) revelan que en 2013 el déficit público se situó en el 6,62% del PIB³ (7,08 del PIB si se incluye el importe de las ayudas al sistema financiero), apenas una décima por encima del objetivo previsto para el conjunto del ejercicio. De acuerdo con los objetivos presupuestarios para el periodo 2014-2016, el déficit público debe seguir reduciéndose hasta situarse en niveles inferiores al 3% del PIB en 2016. Por su parte, la deuda agregada de las AAPP pasó del 86% del PIB a finales de 2012 al 93,9% del PIB en diciembre de 2014.

El déficit de las AAPP se situó en el 6,62% del PIB en 2013, apenas una décima por encima del objetivo previsto para el conjunto del año.

El sector bancario español continúa inmerso en un intenso proceso de saneamiento y reestructuración, basado en los compromisos establecidos en el memorando de entendimiento (MoU) firmado por las autoridades españolas y europeas en julio de 2012. Dentro del programa de asistencia contemplado en el MoU, que concluyó en enero de 2014, cabe destacar el sustancial incremento de las provisiones de las entidades, así como el traspaso a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades del grupo 1 en diciembre de 2012 y de las entidades del grupo 2 en febrero de 2013, por un importe total superior a los 50 mil millones de euros. A lo largo de los últimos meses, el foco de la actividad del proceso de reforma se está trasladando desde la gestión de los procesos de reestructuración y resolución de las entidades a las actividades relativas a la enajenación de las participaciones del FROB en las entidades financieras y la promoción de operaciones corporativas.

El programa de asistencia al sector bancario español concluyó en enero de 2014, pero el sector sigue afrontando importantes retos...

A pesar del descenso de la incertidumbre en torno a la calidad de sus activos, la evolución del sector bancario doméstico ha continuado notablemente condicionada por la debilidad de la economía española en 2013 y por la fragmentación de los mercados financieros en Europa. La información disponible en torno al estado económico y financiero del sector es de carácter mixto. Por una parte, la tasa de morosidad de las entidades continuó aumentando, alcanzando un nuevo máximo histórico en diciembre al situarse en el 13,6%. Por otra parte, las cuentas de resultados del sector mejoraron sensiblemente. Hasta septiembre, las entidades de crédito habían obtenido un beneficio agregado de 2.132 millones de euros, que contrasta con las pérdidas mostradas en el mismo periodo del año anterior (5.803 millones). El margen bruto obtenido por el sector fue menor que el de 2012 (12.155 millones de euros en 2013 frente a 14.443 millones de euros en el ejercicio anterior) como consecuencia de la evolución más desfavorable tanto del margen de intereses como de los rendimientos de los instrumentos de capital. Sin embargo, el fuerte descenso de las pérdidas por el deterioro de activos financieros, que pasó de 13.525 millones de euros a 5.016 millones de euros, y del resto de los activos, que se redujo desde 2.624 millones de euros hasta 391 millones de euros, permitió que el sector volviera a obtener beneficios.

...debido a la debilidad de la economía y a la fragmentación de los mercados en Europa.

En este contexto, la financiación bancaria a los sectores residentes no financieros continuó descendiendo con intensidad durante 2013 y los primeros meses de 2014, aunque se observaron diferencias notables entre sectores. En diciembre de 2013, el saldo vivo de esta financiación caía un 5,1% (-5,0% en diciembre de 2012) y

La financiación bancaria a los sectores residentes no financieros descendía cerca de un 5% a principios de 2014.

3 El déficit de la Administración central, de la Seguridad Social y de las Comunidades Autónomas se situó en el 4,33%, el 1,16% y el 1,54% del PIB, respectivamente. Por su parte, las corporaciones locales lograron un superávit del 0,41% del PIB.

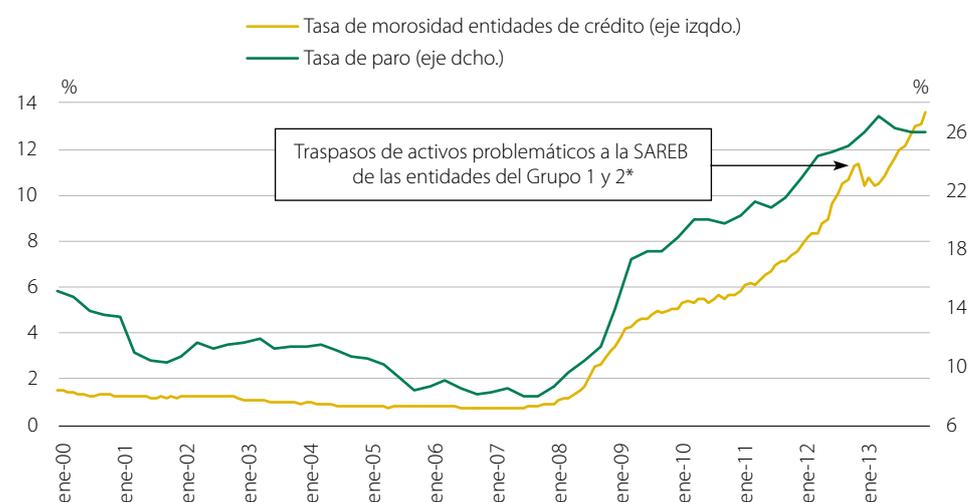
en enero de 2014 lo hacía un 4,8%. Este retroceso anual, que era relativamente similar para empresas (-4,6%) y hogares (-5,0%), tendió a atenuarse en el caso de las empresas y a intensificarse en el caso de las familias, debido a la caída del saldo de los préstamos destinados al consumo. En la zona del euro, el crédito a las sociedades no financieras descendió un 2,9% en tasa interanual en enero de 2014, mientras que el saldo del crédito a los hogares lo hizo un 0,2%.

Las condiciones de financiación del sector bancario han mejorado, pero las emisiones de deuda se han reducido sensiblemente por las menores necesidades de financiación.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas han seguido mejorando en paralelo con el descenso de las tensiones en los mercados financieros, aunque la persistencia de un cierto grado de fragmentación en los mercados europeos ha supuesto un encarecimiento de las emisiones de deuda para las entidades de menor tamaño en comparación con otras entidades europeas similares. En cualquier caso, la continuidad del proceso de desapalancamiento en el sector ha reducido sensiblemente sus necesidades de financiación, lo que ha permitido una notable disminución de las emisiones de deuda y de la financiación obtenida del Eurosistema.

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre de 2013.

¹ Sobre la población activa.

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

Los fondos de activos bancarios

RECUADRO 2

Los fondos de activos bancarios (FAB) son patrimonios cerrados carentes de personalidad jurídica creados en el contexto del proceso de reestructuración bancaria en España. Estos fondos forman parte de los instrumentos a disposición de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria¹ (SAREB) y tienen como finalidad última facilitar el proceso de desinversión de activos por parte de dicha sociedad. Los FAB –que comparten algunas características con otros instrumentos financieros preexistentes como los fondos de titulización– están integrados por activos y pasivos de la SAREB y solo pueden ser dirigidos a inversores institucionales. Su regulación se encuentra en el Real Decreto-ley 24/2012, de 31 de

agosto de 2012; en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre de 2012, donde se les reserva la denominación de «fondos de activos bancarios²»; y en el reglamento de desarrollo de esta última (Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos).

Constitución de los FAB y régimen de transmisión de activos y pasivos

Los FAB se crean mediante escritura pública y deben inscribirse en un registro a cargo de la CNMV. Su gestión y representación está encomendada de manera exclusiva a las sociedades gestoras de fondos de titulización de activos (SGFTA) que adapten su régimen jurídico según la Ley 9/2012 y el Real Decreto 1559/2012. Inicialmente los fondos se crean mediante la cesión, por parte de la SAREB, de activos y, en su caso, pasivos a dichos fondos. Posteriormente, si la escritura lo contempla, la SAREB podrá transmitir otros activos o pasivos adicionales a un FAB ya existente.

La transmisión de los activos, que está sujeta al régimen general establecido para las sociedades gestoras de activos contemplado en la Ley 9/2012, será plena e incondicionada y por la totalidad del plazo remanente hasta el vencimiento, si lo hubiera. Además la SAREB no concede ninguna garantía al FAB, ni asegura de ninguna otra forma el buen fin de los derechos de créditos transmitidos ni, con carácter general, el valor o calidad de los bienes o derechos transmitidos. Las transmisiones se formalizan en un documento contractual. En toda nueva incorporación de activos al FAB, la sociedad gestora entregará a la CNMV un documento suscrito por la SAREB donde se detallen los activos y pasivos incorporados, así como sus características.

Emisiones de valores y compartimentos

Los FAB pueden emitir valores³ que pueden ser admitidos en mercados secundarios oficiales. La distribución de dichos valores solo puede realizarse entre inversores profesionales, con un valor unitario mínimo de 100.000 euros. Además, la escritura del FAB puede prever la creación de un sindicato de tenedores de los valores emitidos. Este sindicato se regirá por lo dispuesto en la Ley de Sociedades de Capital, con ciertas adaptaciones.

La regulación existente también contempla la posibilidad de que el patrimonio de los FAB sea dividido en compartimentos independientes, siempre y cuando esté previsto en su escritura de constitución. A cargo de cada compartimento se pueden emitir valores o asumir obligaciones de diferentes clases. La parte de patrimonio atribuido a un compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento. Los acreedores de un compartimento solo podrán hacer efectivos sus créditos frente al patrimonio de dicho compartimento.

Régimen fiscal

La disposición adicional decimoséptima de la Ley 9/2012 establece un régimen de tributación especial para los FAB y sus partícipes. Este régimen será de aplicación durante el periodo de exposición del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) a los FAB, que como máximo será el de la existencia de la SAREB⁴. Según este régimen, los FAB tributarán al tipo del 1% en el Impuesto de Socieda-

des (IS), siéndoles de aplicación el régimen fiscal de las instituciones de inversión colectiva (IIC) a los efectos de este impuesto.

En cuanto a la tributación de los partícipes, aquellos que sean sujetos pasivos del IS, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF) o del Impuesto sobre la Renta de No Residentes (IRNR) y que tengan en España un establecimiento permanente tributarán con arreglo a las normas previstas para los socios y partícipes en IIC. Los sujetos pasivos del IRNR que carezcan de establecimiento permanente en España se podrán beneficiar de la exención prevista en la ley reguladora de dicho impuesto para los rendimientos derivados de la deuda pública española.

Obligaciones de información

La sociedad gestora tiene la obligación de hacer públicas todas las circunstancias que puedan influir en la determinación del valor del patrimonio y las perspectivas de cada fondo que gestione. Para cumplir con este fin, la sociedad gestora publicará en su página web la escritura de constitución del fondo, las demás escrituras públicas otorgadas con posterioridad, la documentación por la que en lo sucesivo se realicen aportaciones de activos o pasivos, la información significativa en relación con las transmisiones de activos y pasivos por parte de la SAREB y, periódicamente, los informes semestrales y anuales. Estas obligaciones de información quedarán sin efecto en el momento en que los títulos emitidos por el FAB sean admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Desde entonces serán de aplicación las obligaciones previstas en el artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.

La CNMV ha desarrollado el contenido y el formato de las obligaciones de información descritas anteriormente en la Circular 6/2013. Esta circular establece los modelos de estados semestrales y de cuentas anuales que las sociedades gestoras deben remitir a la CNMV y hacer públicos. También da formato al contenido mínimo de la memoria anual y del informe de gestión de cada fondo. La información semestral incluirá, además de los estados financieros principales previstos por el Plan General Contable, diferentes estados que incorporan desgloses adicionales sobre los activos y pasivos de los FAB, de forma que se proporcione una mayor transparencia e información a los inversores.

Número de fondos registrados y actividad hasta la fecha

En la fecha de cierre de este informe, se habían dado de alta y registrado en la CNMV tres FAB. Para su creación, la SAREB transfirió 4.128 inmuebles y cuatro edificios de oficinas, por un valor de 326 millones de euros. Hasta el momento, los fondos han emitido valores por un importe de 184 millones de euros. Ninguna de las emisiones realizadas hasta ahora cotiza en ningún mercado secundario oficial.

- 1 Esta sociedad fue creada en noviembre de 2012 para dar cumplimiento a una de las condiciones que figuraban en el memorando de entendimiento (MoU) firmado por el Gobierno español y sus socios europeos en julio de 2012.
- 2 Disposición adicional décima.
- 3 Las emisiones de valores de los FAB están sujetas a lo previsto en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y disposiciones complementarias.
- 4 15 años desde su constitución en noviembre de 2012.

El resultado agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras se situó en 11.149 millones de euros en 2013, un 7,3% más que en 2012. Por sectores, destacó el crecimiento del beneficio de las sociedades del sector del comercio y los servicios, que pasó de 4.716 millones de euros en 2012 a cerca de seis mil millones en 2013 y, en menor medida, el de las empresas industriales (desde 31 millones de euros hasta 609 millones en los mismos periodos). La contribución de las empresas de la construcción y las inmobiliarias también fue positiva, ya que sus pérdidas se redujeron desde los 4.933 millones de euros en 2012 hasta los 3.921 millones en 2013. Únicamente en el sector de las empresas energéticas los beneficios fueron inferiores a los del ejercicio previo (con una caída del 19%, hasta los 8.392 millones de euros), si bien siguieron siendo los más cuantiosos en el total (véase cuadro 3).

En 2013, el resultado agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 7,3%, hasta los 11.149 millones de euros...

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Energía	27.241	24.114	16.968	13.829	10.346	8.392
Industria	3.466	3.830	1.853	2.273	31	609
Comercio y servicios	28.647	28.378	14.045	14.213	4.716	5.990
Construcción e inmobiliario	5.540	3.445	2.199	373	-4.933	-3.921
Ajustes	51	-72	190	20	231	79
TOTAL AGREGADO	64.945	59.695	35.256	30.709	10.391	11.149

Fuente: CNMV.

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

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 270 mil millones de euros a finales de 2013, lo que supone un descenso del 10% en relación con las cifras de finales de 2012. Por sectores, el descenso más cuantioso del volumen de las deudas se produjo en el de la construcción y las actividades inmobiliarias, con 11.102 millones de euros⁴; en el del comercio y los servicios, con 9.376 millones; y en el de la energía, con 9.087 millones. La ratio de apalancamiento agregada, que lleva varios ejercicios a la baja, descendió de forma moderada desde 1,41 en 2012 hasta 1,38 en 2013 (véase cuadro 4). Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda –medida a través del número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación)– se incrementó ligeramente, desde 4,3 hasta 4,5, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) también empeoró ligeramente (pasó de 2,1 en 2012 a 1,8 en 2013). Estos dos indicadores se deterioraron en todos los sectores durante 2013 salvo en el del comercio y los servicios. En ese caso, la mejora de los indicadores se debió al descenso del nivel de las deudas y a la mejora de los diferentes márgenes de resultados⁵.

...mientras que su nivel de deudas se contrajo un 10%, hasta los 270 mil millones.

4 En este sector, el descenso está influido por la exclusión de Metrovacesa de la muestra en 2013. Descontando el efecto de esta entidad, la caída del nivel de deuda en este sector entre 2012 y 2013 fue cercano a los seis mil millones de euros.

5 Durante 2013, el resultado del ejercicio del sector aumentó un 27%, el EBIT (resultado antes de intereses e impuestos) avanzó un 1,2% y el EBITDA (resultado bruto de explotación) se mantuvo prácticamente constante (-0,9%).

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

CUADRO 4

Millones de euros		2009	2010	2011	2012	2013
Energía	Deudas	100.572	98.283	95.853	91.233	82.146
	Deudas/patrimonio	1,08	0,95	0,92	0,85	0,75
	Deudas/EBITDA ¹	3,46	2,81	3,27	3,26	3,41
	EBIT ² /carga financiera	3,38	4,15	3,30	3,14	2,90
Industria	Deudas	15.953	14.948	17.586	17.232	16.586
	Deudas/patrimonio	0,69	0,58	0,63	0,63	0,95
	Deudas/EBITDA	3,05	2,11	2,54	2,38	4,33
	EBIT/carga financiera	3,15	5,00	3,90	3,82	1,99
Comercio y servicios	Deudas	108.579	115.413	113.142	117.359	107.983
	Deudas/patrimonio	1,78	1,60	2,01	2,00	1,98
	Deudas/EBITDA	3,70	3,38	3,78	4,01	3,81
	EBIT/carga financiera	3,28	3,94	2,45	2,02	2,12
Construcción e inmobiliario	Deudas	104.762	99.917	83.716	76.236	65.134
	Deudas/patrimonio	4,08	3,42	2,98	3,51	4,45
	Deudas/EBITDA	22,48	11,18	15,00	15,17	18,90
	EBIT/carga financiera	0,31	0,98	0,52	0,32	0,09
Ajustes ³		-1.908	-1.792	-1.404	-1.429	-1.395
TOTAL AGREGADO	Deudas	327.958	326.769	308.893	300.633	270.454
	Deudas/patrimonio	1,63	1,43	1,44	1,41	1,38
	Deudas/EBITDA	4,82	3,84	4,29	4,32	4,53
	EBIT/carga financiera	2,42	3,12	2,30	2,06	1,83

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.

El ahorro de las familias se ha estabilizado en niveles similares a los existentes antes de la crisis (10,5% de la renta disponible)...

Los indicadores más recientes relacionados con la posición patrimonial de los hogares revelan que la tasa de ahorro ha tendido a estabilizarse en niveles del 10,5% de la renta disponible. Tras aumentar de modo sustancial en el periodo 2008-2009, cuando alcanzó máximos históricos cercanos al 18% por un motivo de precaución, esta variable se ha reducido sensiblemente, hasta valores similares a los existentes antes de la crisis. Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias respecto a la renta bruta disponible también han descendido levemente, hasta niveles algo inferiores al 120% y al 14% respectivamente, como consecuencia de la disminución de sus pasivos.

...mientras que el volumen de sus inversiones financieras se ha recuperado ligeramente, destacando el incremento de las participaciones en fondos de inversión.

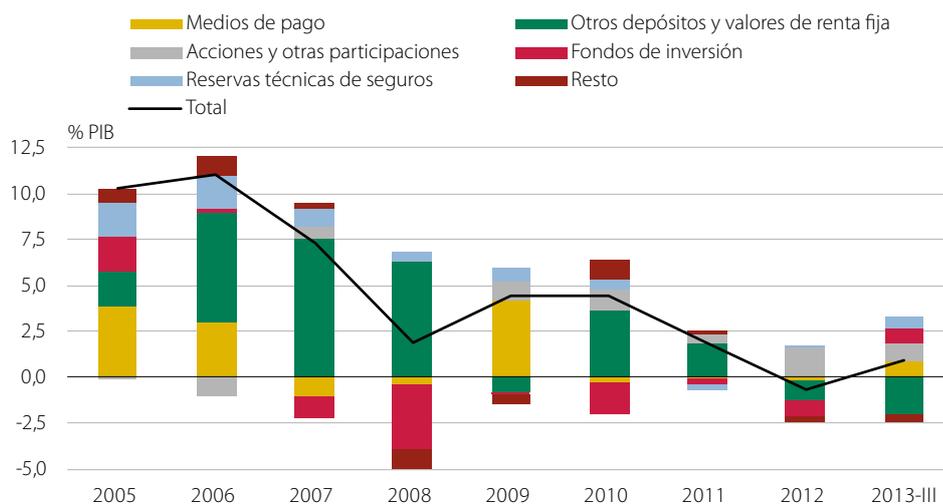
En relación con las inversiones financieras de las familias en 2013, es destacable tanto el aumento del volumen de la inversión respecto al del ejercicio anterior (0,9% del PIB⁶

6 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercer trimestre de 2013.

en 2013 frente al -0,7% del PIB en 2012) como la variedad de los activos financieros adquiridos. Como se observa en el gráfico 11, las mayores inversiones financieras de las familias en 2013 tuvieron como destino las acciones, el efectivo, los depósitos transferibles, los fondos de inversión y los seguros, mientras que las desinversiones más importantes se produjeron en instrumentos de renta fija. Entre las novedades más destacables en materia de inversión de los hogares cabe mencionar la recuperación de las inversiones en fondos de inversión (0,8% del PIB en 2013), que llevaban en terreno negativo desde 2007 como consecuencia de los elevados reembolsos efectuados por los partícipes desde el inicio de la crisis financiera.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

De acuerdo con las últimas previsiones elaboradas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,7% en 2014 y al 3,9% en 2015, cerca de un punto porcentual por encima del avance de 2013. El mayor dinamismo de la actividad económica a nivel global tendrá su origen tanto en la aceleración de las economías avanzadas, que crecerán a tasas del 2,2% en 2014 y del 2,3% en 2015 (1,3% en 2013), como de las emergentes, con avances del 5,1% en 2014 y el 5,4% en 2015 (4,7% en 2013).

Los riesgos más relevantes a los que se enfrentan ambos grupos de economías son de naturaleza diferente. En el conjunto de las economías avanzadas, los elementos de riesgo más importantes continúan ligados a la debilidad de la actividad económica y la posibilidad de deflación en algunas áreas, a la necesidad de finalizar el proceso de saneamiento bancario y de completar la Unión Bancaria en Europa y, por último, a la posibilidad de que se produzcan nuevas turbulencias en los mercados financieros si las primas de riesgo y los tipos de interés aumentan de forma notable en un plazo de tiempo breve. En el conjunto de las economías emergentes existe el riesgo de que el giro de la política monetaria en EEUU dé lugar a nuevos episodios de inestabilidad en sus mercados financieros, con salidas de capitales, retrocesos de

El crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,7% en 2014 y al 3,9% en 2015, cerca de un punto porcentual más que el de 2013.

Entre los riesgos más relevantes destacan aquellos ligados a la debilidad de la actividad económica en algunas zonas y a las consecuencias de una reversión rápida de las primas de riesgo.

las cotizaciones bursátiles, incrementos de las primas de riesgo y depreciación de sus divisas. En algunas de estas economías, la necesidad de lograr un crecimiento más equilibrado entre el sector exterior y el consumo doméstico constituye un reto adicional.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2010	2011	2012	2013	FMI ¹	
					2014P	2015P
Mundial	5,3	3,9	3,1	3,0	3,7 (+0,1)	3,9 (=)
EEUU	2,5	1,8	2,8	1,9	2,8 (+0,2)	3,0 (-0,4)
Zona del euro	1,9	1,8	-0,6	-0,4	1,0 (+0,1)	1,4 (+0,1)
Alemania	3,9	3,4	0,9	0,5	1,6 (+0,2)	1,4 (+0,1)
Francia	1,6	2,0	0,0	0,3	0,9 (=)	1,5 (=)
Italia	1,7	0,6	-2,4	-1,8	0,6 (-0,1)	1,1 (+0,1)
España	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	0,6 (+0,4)	0,8 (+0,3)
Reino Unido	1,7	1,1	0,3	1,8	2,4 (+0,6)	2,2 (+0,2)
Japón	4,7	-0,4	1,5	1,5	1,7 (+0,4)	1,0 (-0,2)
Emergentes	7,5	6,2	4,9	4,7	5,1 (=)	5,4 (+0,1)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2014 respecto a octubre de 2013.

La economía española crecerá cerca de un 1% en 2014 según el consenso de los analistas, pero aún debe afrontar retos importantes (mercado laboral, ajuste fiscal, reestructuración bancaria...).

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 0,6% en 2014 y del 0,8% en 2015, tras el retroceso del 1,2% en 2013. Estas previsiones, que suponen una revisión al alza de cuatro y tres décimas respectivamente en relación con las anteriores, se situaban, no obstante, ligeramente por debajo del consenso de distintas instituciones privadas españolas. En general, diversos indicadores de actividad y empleo sugieren que la economía está ganando terreno de forma gradual, en un contexto caracterizado por la mejora notable de la competitividad, pero también por la necesidad de continuar el proceso de consolidación fiscal y de finalizar la reestructuración del sector bancario. Entre los riesgos más relevantes que se atisban para la economía destacan aquellos derivados de la prolongada debilidad del mercado laboral y de la dificultad de reavivar el flujo de crédito al sector privado.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados españoles de renta variable mostraron leves descensos en las cotizaciones debido a la inestabilidad de algunas economías emergentes y a la incertidumbre relacionada con las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania.

La evolución de los mercados domésticos de renta variable durante el primer trimestre del año se caracterizó por el ligero retroceso de las cotizaciones y el aumento de los volúmenes de contratación, en un contexto de volatilidad reducida y de buenas condiciones de liquidez. Las cotizaciones, que habían crecido significativamente durante la segunda mitad de 2013, tendían a prolongar sus avances en 2014 –en línea con la evolución favorable de los diferentes indicadores de actividad y empleo publicados–, pero acabaron viéndose afectadas por la inestabilidad de algunas economías

emergentes y por la incertidumbre relacionada con las tensiones políticas entre Rusia y Ucrania desde finales de febrero. Por su parte, el volumen de la contratación en los mercados españoles se incrementó un 16,6% durante el primer trimestre del año, en claro contraste con los retrocesos observados durante los últimos años. También aumentó la contratación de los valores españoles en los mercados alternativos a los nacionales, que concentraron casi el 14% de la misma. Las emisiones de renta variable alcanzaron los 4.590 millones hasta marzo, por debajo de las cifras de 2013, siendo lo más destacable la salida a bolsa de dos compañías.

En este contexto, el Ibex 35, que se había revalorizado significativamente durante los últimos meses de 2013, tendió a moderarse en los primeros compases de 2014 y acabó cediendo un 1,1% en el acumulado del trimestre⁷, debido a las caídas sufridas en los días centrales de marzo (véase cuadro 6). Otros índices de renta variable nacionales sí que prolongaron la tendencia expansiva del año anterior. Este fue el caso de los índices referidos a las empresas de mediana y pequeña capitalización, que avanzaron un 3,8% y un 14,5% respectivamente durante el primer trimestre del año. Por su parte, los índices referentes a los valores latinoamericanos negociados en los mercados bursátiles nacionales retrocedieron significativamente durante el primer trimestre del año, como consecuencia de las turbulencias asociadas a estos mercados desde que se anunciara la reducción de los estímulos monetarios en EEUU (véase recuadro 1). Así, el FTSE Latibex All-Share descendió un 17,4% y el FTSE Latibex Top, un 16,7%.

La evolución sectorial de las cotizaciones durante el primer trimestre del año pone de manifiesto que el sector más dinámico fue el de los materiales básicos, la industria y la construcción (4,6%, con un avance del 28,9% en 2013), seguido por el sector del petróleo y la energía (3,2%, con un avance del 19% en 2013) y del sector relacionado con los servicios financieros e inmobiliarios (1,3%, tras el ascenso del 19,9% en 2013). Por el contrario, los sectores que experimentaron retrocesos durante el primer trimestre de 2014 fueron los de los bienes de consumo (-9,1%, frente a un crecimiento del 17,1% en 2013), la tecnología y las telecomunicaciones (-5,9%, en contraste con un avance del 22,8% en 2013) y los servicios de consumo (-1,1%, con un notable crecimiento del 58,9% en 2013).

El Ibex 35 cedió un 1,1% durante el primer trimestre del año, pero los índices de las empresas medianas y pequeñas siguieron avanzando.

La evolución sectorial de las cotizaciones fue heterogénea en los primeros meses del año.

7 Con datos hasta el 14 de marzo.

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

CUADRO 6

Índices	2010	2011	2012	2013	III-13 ¹	IV-13 ¹	I-14 (hasta el 14 de marzo)	
							% s/trim. ant.	% inter- anual
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	18,3	8,0	-1,1	13,3
Madrid	-19,2	-14,6	-3,8	22,7	19,4	8,4	-0,7	14,8
Ibex Medium Cap	-5,6	-20,7	13,8	52,0	22,5	12,5	3,8	48,8
Ibex Small Cap	-18,3	-25,1	-24,4	44,3	22,8	13,0	14,5	47,8
FTSE Latibex All-Share	9,0	-23,3	-10,7	-20,0	5,4	-5,4	-17,4	-32,3
FTSE Latibex Top	9,7	-17,1	-2,6	-12,4	4,2	-1,4	-16,7	-30,0
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-31,7	-18,9	-4,7	19,9	28,1	10,1	1,3	17,1
Banca	-33,1	-20,3	-4,8	18,8	28,7	9,9	1,2	16,5
Seguros	-26,4	12,5	-2,0	47,3	12,7	17,1	-1,5	20,5
Inmobiliarias y otros	-53,3	-47,5	-14,4	38,3	23,6	24,0	34,2	92,6
Petróleo y energía	-8,6	-2,7	-16,0	19,0	6,5	7,4	3,2	14,4
Petróleo	10,2	14,9	-35,4	19,5	13,0	0,0	-5,1	0,1
Electricidad y gas	-14,2	-10,8	-5,4	18,7	3,5	11,1	6,5	20,6
Mat. básicos, industria y construcción	-15,2	-14,3	-8,0	28,9	16,1	8,0	4,6	28,9
Construcción	-14,9	-6,9	-9,3	26,5	15,6	5,9	7,0	29,4
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-29,2	-12,2	-8,8	55,4	22,1	10,3	-2,3	48,5
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-9,1	-33,7	-8,7	11,5	18,4	12,3	0,9	14,8
Ingeniería y otros	-0,1	-29,0	3,8	7,6	5,3	9,7	12,9	15,5
Tecnología y telecomunicaciones	-12,8	-20,9	-18,3	22,8	15,5	5,4	-5,9	3,2
Telecomunicaciones y otros	-12,8	-20,8	-23,0	17,1	17,5	2,8	-6,3	-2,7
Electrónica y <i>software</i>	-12,0	-21,3	39,4	56,8	7,2	17,6	-4,1	40,3
Bienes de consumo	17,0	5,7	55,6	17,1	16,6	6,7	-9,1	5,6
Textil, vestido y calzado	28,6	12,7	66,2	13,5	20,1	5,2	-15,1	-2,2
Alimentación y bebidas	25,3	-6,3	25,0	4,7	8,4	1,7	-7,5	1,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	-22,2	-7,3	68,3	39,6	8,4	13,6	10,5	34,4
Servicios de consumo	-0,1	-24,2	12,7	58,9	19,6	12,2	-1,1	34,1
Autopistas y aparcamientos	-10,1	-3,7	5,7	36,5	12,6	12,4	-2,2	21,9
Transporte y distribución	55,3	-34,9	29,7	116,4	30,9	19,8	3,7	67,6

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.

La crisis financiera internacional puso de manifiesto las dificultades que plantea la inexistencia de un sistema universal de identificación de entidades. El problema más grave radica en la imposibilidad de determinar en algunos casos la identidad de las contrapartes en las transacciones financieras, lo cual dificulta tanto el desarrollo de modelos de gestión de riesgo adecuados como los procesos de resolución de entidades.

El G-20 abordó esta problemática y decidió impulsar el desarrollo de un código universal de identificación de entidades jurídicas (LEI, por sus siglas en inglés), que sería emitido y gestionado por unidades operativas locales (LOU, por sus siglas en inglés). Este código mejoraría la transparencia de los mercados financieros y atenuaría los problemas relacionados con la gestión del riesgo de contraparte y de resolución de entidades mencionados anteriormente. El órgano responsable de la supervisión y el buen funcionamiento del sistema global LEI es el Regulatory Oversight Committee (ROC).

Por el momento, este código se encuentra en fase de desarrollo. Sin embargo, hasta que esté finalizado el diseño definitivo del sistema LEI, se ha puesto en marcha una solución provisional que permite a las entidades obtener unos códigos equivalentes denominados «pre-LEI». Estos identificadores están siendo emitidos por unas entidades conocidas como «pre-LOU», que actúan en esta fase a modo de registros locales, asumiendo las tareas de asignación y registro de los códigos señalados. Una vez que el sistema LEI se haya completado, estas unidades operativas se transformarán en LOU, siempre que cumplan con determinados requisitos.

En el caso español, el Registro Mercantil es la entidad habilitada para actuar como pre-LOU. El 23 de noviembre de 2013, esta entidad obtuvo el prefijo que concede el ROC a cada pre-LOU potencial. Este prefijo se utiliza para conformar los cuatro primeros dígitos de los identificadores que se van a emitir, lo que contribuye a garantizar su unicidad. El Registro Mercantil español, que comenzó a asignar códigos con este prefijo el 11 de febrero de 2014, obtuvo el reconocimiento formal como entidad pre-LOU por parte del ROC el 5 de marzo. Dicho reconocimiento implica que todos los códigos pre-LEI que emita el Registro Mercantil deben ser aceptados automáticamente por todas las demás autoridades que integran el ROC, a los efectos de poder cumplir con los requerimientos regulatorios existentes¹. Además, esta circunstancia posibilita que cualquier entidad que disponga de un código pre-LEI emitido en otra jurisdicción pueda, si así lo desea, solicitar su traslado y gestión al Registro Mercantil.

En el ámbito europeo, este proyecto se enmarca, entre otros, en la normativa de la UE que exige que las contrapartes de un contrato de derivados faciliten a los registros de operaciones un determinado conjunto de datos y queden identificadas de manera unívoca mediante un código LEI. Esta normativa está recogida en el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo² y su posterior desarrollo, y esta obligación es exigible desde el 12 de febrero de 2014.

1 Para obtener más información sobre la solicitud de códigos pre-LEI al Registro Mercantil, se puede visitar el portal <https://www.lei.mjusticia.gob.es/es>

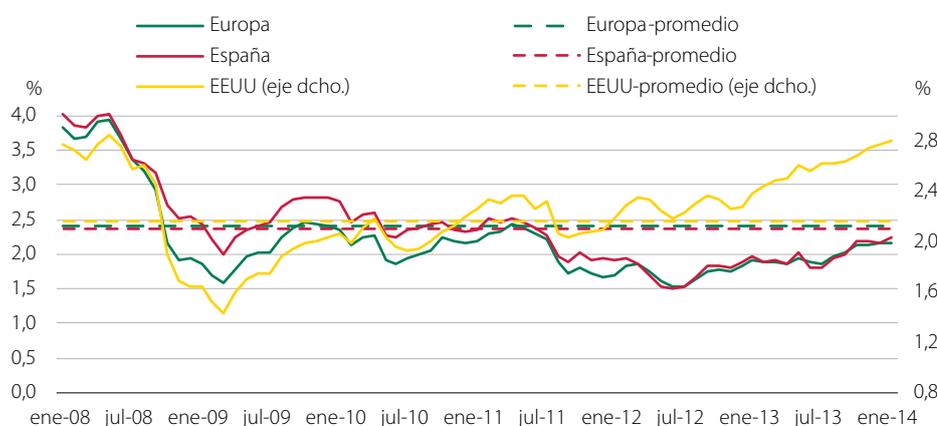
2 Conocido como EMIR.

La ratio PER del Ibex 35 siguió al alza durante el primer trimestre del año, situándose cerca de su promedio histórico.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 –que había crecido con intensidad durante la segunda mitad de 2013 (de 11,7 a 14,2), debido a la notable revalorización de las cotizaciones– prolongó su tendencia alcista durante el primer trimestre del año, hasta situarse en 15,3 a mediados de marzo. Desde un punto de vista temporal más amplio, los valores de esta ratio, calculada tanto en su versión tradicional⁸ como en una versión algo más sofisticada donde se realiza un ajuste por el ciclo económico⁹, son cercanos a sus promedios históricos (véase gráfico 12). Esta evolución, similar a la observada en otros índices de renta variable europeos, difiere de la de algunos índices estadounidenses en los que la ratio PER (ajustada por el ciclo o no) es claramente superior a la media de los últimos años.

Ratio PER ajustada por el ciclo¹ para índices representativos del mercado de renta variable en EEUU, la zona del euro y España

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de enero de 2014.

1 El gráfico ilustra una ratio PER mensual ajustada por el filtro de Kalman, que descompone la serie en su componente cíclico y tendencial. Unidades en términos de desviación estándar. Promedios mensuales entre marzo de 1987 y enero de 2014 para los índices representativos de EEUU, la zona del euro y España. La construcción del indicador está basada en la metodología proporcionada en el informe de ESMA¹⁰.

El *earning yield gap*, que descendió significativamente durante la segunda mitad de 2013, se estabilizó en marzo en niveles similares a los de su media histórica.

El *earning yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, descendió con intensidad desde mediados de 2013 hasta enero de 2014 (al pasar del 4% al 2,8%) como consecuencia del fuerte incremento de la ratio PER, que compensó con creces el descenso de la rentabilidad de la deuda pública española. A mediados de marzo, el indicador avanzaba ligeramente hasta el 3,3%, unos valores que están en línea con su promedio histórico desde 1999 (3,2%), debido a la estabilización de las cotizaciones bursátiles y a la caída prolongada de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo. De forma relativamente similar a la de la ratio PER, la convergencia de este indicador con su promedio histórico no se observaba desde los inicios de la crisis financiera.

8 Calculada como el cociente entre el precio de una acción y el beneficio esperado por acción (en ocasiones se utiliza el beneficio histórico).

9 Véase nota al pie del gráfico 12 para una explicación más detallada.

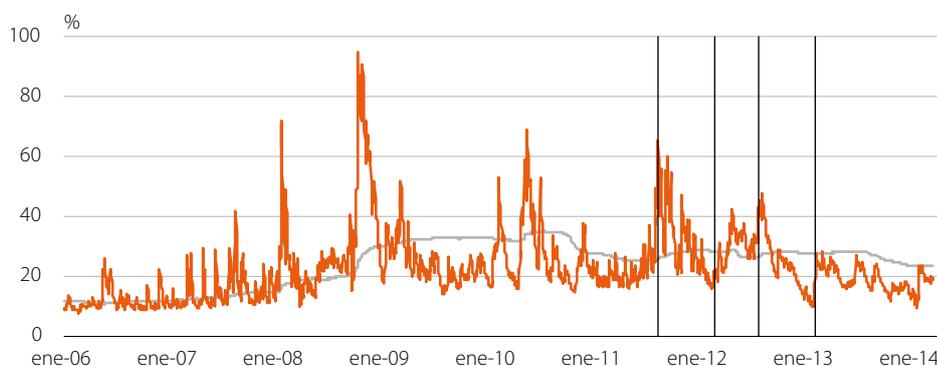
10 ESMA (2013). Trends, Risks and Vulnerabilities No. 2, septiembre. Disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1138_trends_risks_vulnerabilities_no_2_2013_0.pdf

La volatilidad del Ibex 35 mantuvo durante el primer trimestre de 2014 la senda de relativa estabilidad que viene mostrando desde hace varios meses, al moverse en valores que oscilaron entre el 10% y el 25%. Cabe únicamente resaltar el ligero repunte de la misma a finales de enero, cuando las cotizaciones retrocedieron con cierta intensidad a causa de la inestabilidad en algunas economías emergentes (véase gráfico 13).

A pesar del ligero repunte a finales de enero, la volatilidad del Ibex 35 continuó siendo reducida...

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 13



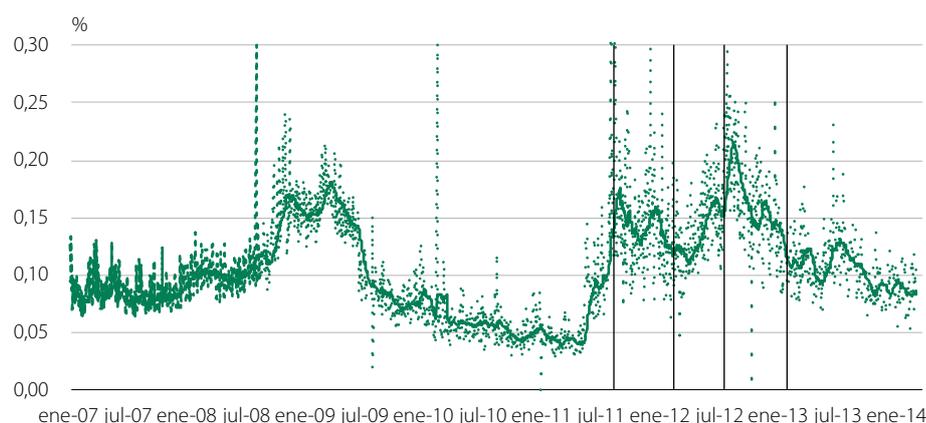
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de marzo. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

En el primer trimestre de 2014, las condiciones de liquidez del Ibex 35 continuaron mejorando, como se desprende del ligero descenso del diferencial entre los precios de compra y venta del índice (*spread bid-ask*). Este indicador, cuya tendencia a la baja, prácticamente ininterrumpida, comenzó a mediados de 2012, se situaba a mediados de marzo en el 0,08%, por debajo del 0,11% de finales de 2013 y en línea con el valor promedio de la serie histórica disponible desde 2003 (véase gráfico 14).

...y su liquidez siguió mejorando.

Liquidez del Ibex 35. *Spread bid-ask*

GRÁFICO 14



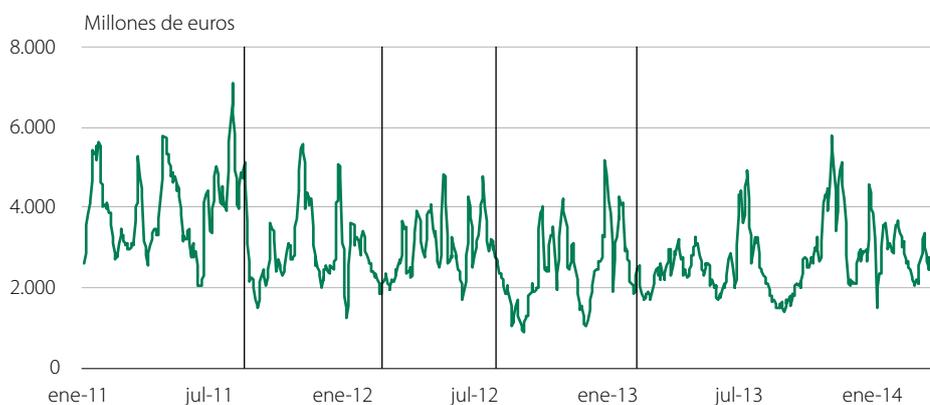
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de marzo. Se presenta información sobre el *spread bid-ask* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 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 en los mercados nacionales aumentó un 16,6% durante el primer trimestre del año, al igual que la contratación de valores españoles en otros mercados.

El volumen de contratación en el mercado bursátil español ascendió a 155 mil millones de euros durante el primer trimestre del año, lo que supone un avance del 16,6% en términos interanuales. En promedio diario, los volúmenes contratados se acercaron a los tres mil millones de euros, una cifra algo inferior a la que se producía a finales de año, pero sensiblemente superior a la media del conjunto de 2013 (2.760 millones de euros al día) y de 2012 (2.730 millones de euros al día). El incremento de la contratación de valores españoles en los mercados nacionales durante los primeros meses de 2014, que contrasta con los descensos observados durante los últimos ejercicios, también se produjo en otros mercados regulados, MTF y otras plataformas alternativas de negociación. Como se observa en el cuadro 7, el volumen de la negociación de valores españoles en estos mercados ascendió a 23.771 millones de euros durante el primer trimestre del año, lo que representa el 13,8% de la contratación total de estos valores (10,1% en 2013). Dentro de estos mercados alternativos a los nacionales destacó el incremento de la negociación en Chi-X y BATS.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV. Datos hasta el 14 de marzo de 2014. 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.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de renta variable descendieron un 40% durante el primer trimestre del año. Dos compañías salieron a bolsa.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos alcanzaron un importe cercano a los 4.600 millones de euros durante el primer trimestre de 2014, un 39,4% inferior al volumen emitido durante el mismo periodo en 2013. Cerca del 91% del importe total se concentró en seis empresas: Banco Santander, Banco Popular, Iberdrola, Repsol, Lar España Real Estate Socimi e Hispania Activos Inmobiliarios. En estas dos últimas entidades, las ampliaciones se produjeron mediante oferta pública de suscripción (OPS) con salida a bolsa, aprovechando el buen momento de los mercados financieros españoles (existen otras dos operaciones similares en proceso). En conjunto, las instituciones financieras captaron más de 2.500 millones de euros. Las ampliaciones asociadas a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*) permitieron captar 2.629 millones de euros, el 57% del importe total (véase cuadro 8).

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2010	2011	2012	2013	I-14 ³
Total	1.030.498,6	926.873,7	709.902,0	764.986,6	172.839,4
Admitida en SIBE	1.030.330,2	926.828,6	709.851,7	764.933,4	172.818,9
BME	1.020.063,2	912.176,9	687.456,1	687.527,6	149.047,9
Chi-X	8.383,6	11.120,3	16.601,3	53.396,7	17.341,4
Turquoise	269,1	707,7	3.519,6	11.707,9	1.904,0
BATS	272,4	1.276,4	2.261,9	10.632,1	3.587,0
Otros ²	1.341,9	1.547,3	12,8	1.669,2	938,6
Corros	165,4	42,8	49,9	51,4	20,3
Madrid	15,7	16,1	3,0	7,3	0,9
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,1	14,2
Barcelona	143,9	26,4	37,7	44,1	5,1
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,0	0,0
Segundo mercado	3,0	2,3	0,4	1,7	0,2
Pro memoria					
Contratación en BME de RV extranjera ¹	6.415	5.206	4.102	5.640	2.090
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	5.896,3	1.662,6
Latibex	521,2	357,7	313,2	367,3	115,5
ETF	5.968,2	3.495,4	2.736,0	4.283,9	2.276,6
Total contratación BME	1.037.284,3	925.661,3	698.987,5	703.768,7	155.213,5
% RV española en BME respecto al total SIBE	99,0	98,4	96,8	89,9	86,2

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.
- 2 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.
- 3 Datos hasta el 14 de marzo.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2010	2011	2012	2013	III-13	IV-13	I-14 ¹
IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)	17.542,4	20.970,3	29.557,4	39.171,9	8.010,3	4.982,5	4.589,7
Ampliaciones de capital	16.932,8	20.843,3	28.326,0	39.171,9	8.010,3	4.982,5	4.589,7
De ellas, dividendo elección	2.021,2	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.607,9	2.466,6	2.629,4
De ellas, mediante OPS	958,7	6.238,8	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	900,0
Tramo nacional	61,6	5.827,1	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	98,7
Tramo internacional	897,2	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	801,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	609,5	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	79,1	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	530,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	69	90	106	159	43	49	33
Ampliaciones de capital	66	90	103	159	43	49	33
De ellas, liberadas	16	24	24	38	13	7	6
De ellas, mediante OPS	11	8	7	6	3	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	1	3	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISORES	46	44	39	47	27	23	21
Ampliaciones de capital	45	44	39	47	27	23	21
De ellas, mediante OPS	11	8	7	6	3	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	1	3	0	0	0	0

Fuente: CNMV.

- 1 Datos disponibles hasta el 15 de marzo de 2014.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA, según su acrónimo inglés) publicó el diez de junio de 2013 un documento de consulta¹ relativo al Reglamento EMIR², para clarificar las obligaciones de los reguladores nacionales sobre la forma de considerar los acuerdos de interoperabilidad, ya existentes o de nueva creación, entre cámaras de contrapartida central (CCP). Las cámaras suscriben este tipo de acuerdos para permitir o facilitar a sus usuarios la ejecución de operaciones con una contraparte que elija una CCP distinta. El 12 de septiembre de ese mismo año, la CNMV dio a conocer su decisión de adoptar las directrices y recomendaciones propuestas por ESMA.

El Reglamento EMIR exige, desde 2013, que todas las CCP tengan que obtener autorización para actuar en la UE. El rigor y la uniformidad que resultan del establecimiento de unas directrices o estándares comunes sobre los acuerdos de interoperabilidad de CCP permiten la creación de un «entorno de adecuada competencia» para las CCP en la UE.

Las directrices definen qué aspectos deben valorar los reguladores nacionales en los acuerdos de interoperabilidad para que estos puedan considerarse seguros y prudentes. El documento propone cinco criterios que se refieren a los aspectos siguientes:

1. Riesgo legal

La adecuada gestión y mitigación del riesgo legal exige que todos los derechos y obligaciones resultantes del acuerdo de interoperabilidad, así como los procesos y procedimientos de las CCP puedan ser fácilmente identificables en cualquier momento. Por ello, las autoridades nacionales deben valorar que el acuerdo de interoperabilidad esté claramente definido y que sea transparente, válido y ejecutable en todas las jurisdicciones relevantes.

2. Acceso justo y abierto

La futura expansión de los acuerdos de interoperabilidad a otras CCP no puede ser restringida salvo en casos de riesgo, circunstancias que también podrían justificar la finalización del acuerdo. Por ello, las autoridades nacionales deben asegurarse de que las negativas o restricciones a la participación en el acuerdo de interoperabilidad se tengan su fundamento exclusivamente en el riesgo.

3. Identificación, supervisión y gestión del riesgo

Estos aspectos resultan esenciales para asegurar la gestión prudente de cualquier acuerdo de interoperabilidad y garantizar así la seguridad de las CCP que hayan adquirido la condición de interoperables y que estén, por lo tanto, comunicadas entre sí. Por ello, las autoridades nacionales, antes de que una

CCP entre en un acuerdo de interoperabilidad y después de forma continua, deben valorar si la CCP cuenta con un marco general para identificar, supervisar y gestionar los riesgos potenciales que resulten del acuerdo de interoperabilidad.

4. Depósitos de garantías

Las garantías deben estar separadas (*ring-fenced*) y disponibles en cualquier momento, incluso en caso de quiebra o fallo de una CCP que hubiera entrado en un contrato de interoperabilidad. Por ello, las autoridades nacionales deben valorar que la CCP ha tomado las medidas para asegurar que la garantía que aporta cumple con los requisitos descritos.

5. Cooperación

La cooperación entre reguladores nacionales es esencial para asegurar un proceso de aprobación del acuerdo de interoperabilidad libre de impedimentos.

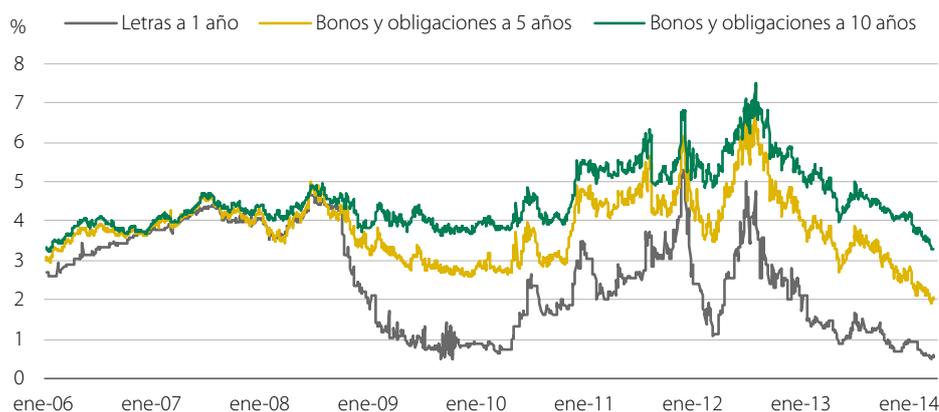
El documento contiene, además, dos anexos: el primero, con los textos relevantes sobre esta cuestión en el Reglamento EMIR y, el segundo, con un análisis coste/beneficio.

- 1 Informe disponible en http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-323_annex_1_esma_final_report_on_guidelines_on_interoperability.pdf
http://www.esma.europa.eu/es/system/files/esma_2013_00080000_es_tra.pdf (versión en español).
- 2 Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales continuaron mostrando el notable descenso de las tensiones en los mercados de deuda soberana europea y de las expectativas de inflación en la zona, junto con la menor percepción de riesgo sobre la economía española. Durante el primer trimestre del año, las compras de deuda fueron elevadas tanto por parte de los inversores residentes como de los no residentes y permitieron que las condiciones de financiación de los agentes siguieran mejorando. Los tipos de interés de la deuda pública y privada y las diferentes primas de riesgo prolongaban así su larga tendencia descendente en un contexto en el que los indicadores de contagio permanecían en niveles reducidos (véanse gráficos 16, 17 y 18). La agencia de calificación crediticia Moody's tuvo en cuenta estos factores a la hora de elevar el *rating* de la deuda soberana española desde el nivel Baa3 hasta el nivel Baa2 (con perspectiva positiva) a finales de febrero. Esta decisión, que constituyó la primera mejora de la calificación crediticia de la deuda pública española desde que comenzó la crisis de la deuda soberana europea, avalaba el cambio del panorama macroeconómico y financiero en España.

Los mercados de renta fija nacionales siguieron mostrando el notable descenso de las tensiones en los mercados de deuda europea y la menor percepción de riesgo sobre la economía española.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 14 de marzo.

En este contexto, continuaron los descensos en las rentabilidades de la deuda a corto plazo...

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que finalizaron 2013 en el 0,54%, el 0,70% y el 0,91% en los plazos de tres, seis y doce meses respectivamente, continuaron descendiendo durante el primer trimestre de 2014. En marzo, el promedio de estos tipos de interés se situaba en el 0,25%, el 0,40% y el 0,54% respectivamente (véase cuadro 9). La reducción de los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública en los primeros meses de 2014 fue relativamente homogénea entre los diversos tramos de la curva, al oscilar entre los 29 p.b. y los 37 p.b. La tendencia descendente de los tipos de interés, que se mantiene de forma casi ininterrumpida desde finales de 2012, también se observó en la renta fija privada. Así, los tipos de interés de los pagarés, que habían descendido con mayor intensidad durante el primer semestre de 2013, continuaron su senda a la baja durante los primeros meses de 2014, principalmente en los tramos de mayor plazo de la curva (con caídas de 15 p.b. en promedio).

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 9

	dic-11	dic-12	dic-13	sep-13	dic-13	mar-14 ³
Letras del Tesoro						
3 meses	2,20	1,14	0,54	0,26	0,54	0,25
6 meses	3,47	1,68	0,70	0,92	0,70	0,40
12 meses	3,27	2,23	0,91	1,23	0,91	0,54
Pagarés de empresa²						
3 meses	2,74	2,83	1,09	1,28	1,09	0,94
6 meses	3,52	3,58	1,36	1,49	1,36	1,25
12 meses	3,77	3,83	1,59	1,77	1,59	1,39

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 14 de marzo.

...y a largo plazo, tanto en el sector público como en el privado.

Las rentabilidades a medio y largo plazo de los instrumentos de renta fija, tanto del sector público como del privado, también descendieron de forma notable durante los primeros meses de 2014. Como se observa en el cuadro 10, en marzo el promedio

de los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaba en el 1,3%, el 2,0% y el 3,3% respectivamente, unos niveles notablemente inferiores a los registrados a finales de 2011, 2012 y 2013. De igual forma evolucionaron las rentabilidades de la renta fija privada a largo plazo, que se situaban en marzo en el 2,0%, el 2,3% y el 3,7% en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente, lo que representa en promedio unos valores inferiores en 4,7 puntos porcentuales a los máximos registrados en la parte central de 2012.

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

CUADRO 10

	dic-11	dic-12	dic-13	sep-13	dic-13	mar-14 ²
Renta fija pública						
3 años	4,01	3,40	2,00	2,45	2,00	1,28
5 años	4,65	4,22	2,68	3,21	2,68	2,00
10 años	5,50	5,33	4,14	4,42	4,14	3,35
Renta fija privada						
3 años	5,43	4,19	2,63	2,71	2,63	1,96
5 años	5,91	4,66	2,84	3,58	2,84	2,26
10 años	8,06	6,79	4,46	5,26	4,46	3,70

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 14 de marzo.

La prima de riesgo soberano de la economía española, evaluada tanto mediante la prima negociada del CDS del bono español a cinco años como mediante el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán, continuó descendiendo durante el primer trimestre de 2014, en línea con la mejora de la percepción de riesgo sobre los mercados de deuda y de las perspectivas macroeconómicas. Así, a mediados de marzo, la prima de riesgo del CDS se situaba en 115 p.b., muy por debajo de los 153 p.b. de finales de 2013 (véase gráfico 17), y el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el alemán caía hasta los 180 p.b., frente a los 220 p.b. del cierre de 2013.

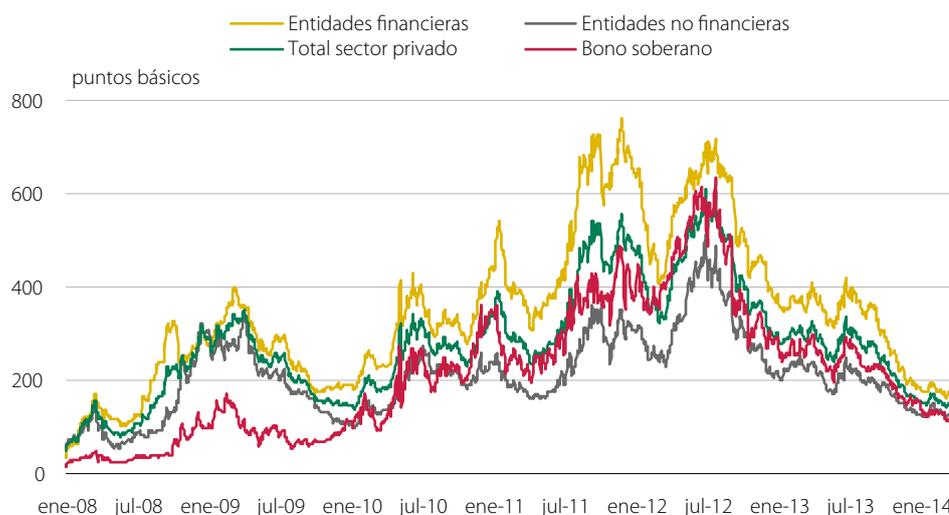
La prima de riesgo soberano de la economía descendió de forma notable durante el primer trimestre del año...

Las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, que se incrementaron ligeramente en enero, finalizaban el trimestre con descensos, que fueron más intensos en el caso de las entidades financieras. Así, el promedio de las primas de riesgo de los CDS de las entidades privadas españolas se situaba a mediados de marzo en 154 p.b. (158 p.b. a finales de 2013), ligeramente por encima de la prima de riesgo del CDS del bono soberano (véase gráfico 17). Cabe señalar la significativa convergencia entre las primas de riesgo de crédito de las entidades financieras y no financieras, cuya diferencia llegó a alcanzar los 400 p.b. en los momentos de mayores turbulencias. Así, la prima de riesgo de los CDS de las entidades financieras (en media) descendió desde los 186 p.b. de diciembre de 2013 hasta niveles cercanos a los 178 p.b. a mediados de marzo de 2014, y la de las sociedades no financieras se mantuvo relativamente estable en niveles ligeramente inferiores a los 130 p.b.

...así como las primas de riesgo de crédito del sector privado, donde continuó reduciéndose la diferencia entre las del sector financiero y del no financiero.

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

GRÁFICO 17

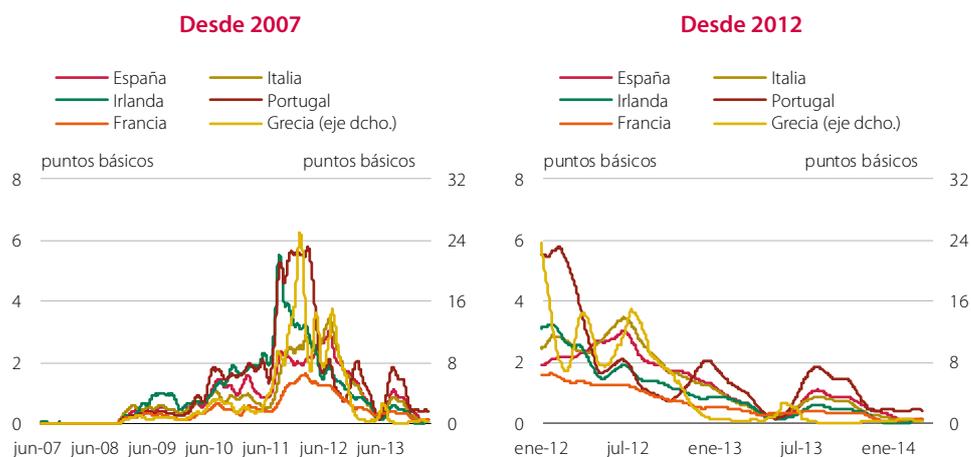


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 14 de marzo.

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

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 10 de marzo de 2014.

1 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 100 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 30 sesiones hábiles.

A pesar del abaratamiento de la financiación en los mercados, las emisiones de deuda efectuadas por los emisores españoles del sector privado descendieron sensiblemente durante 2013 como consecuencia de sus menores necesidades de financiación, en particular en el sector financiero. En total, el importe de las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendió a 138.839 millones de euros en el conjunto de 2013, lo que supone un descenso del 61,2% en relación con el importe de 2012 (véase cuadro 11). Las emisiones efectuadas por las sociedades no financieras siguieron teniendo un peso reducido en el total, pero este creció de forma notable en relación con las cifras de 2012. También se apreció un aumento significativo de las emisiones realizadas en el exterior por las filiales no residentes de estas sociedades. Cabe señalar que la comparación con los volúmenes emitidos en 2012 se ve afectada por el hecho de que estos fueron históricamente elevados por diferentes motivos¹¹. La reducción de las emisiones fue generalizada entre los diferentes productos de renta fija, salvo en los bonos de titulización, cuyas emisiones crecieron un 20,1%.

A pesar del abaratamiento de la financiación vía deuda, las emisiones disminuyeron un 61% en 2013 debido a las menores necesidades de financiación de las entidades...

Durante el primer trimestre de 2014 se mantuvo la mayoría de estas tendencias: las condiciones de financiación de los emisores continuaron mejorando pero el volumen de las emisiones de deuda siguió contrayéndose. Hasta mediados de marzo, el volumen total de las emisiones de deuda registradas en la CNMV ascendió a 16.399 millones de euros, un nivel sensiblemente inferior al del mismo periodo de 2013 (40.803 millones de euros).

...una tendencia que continuó en los primeros meses de 2014.

Las emisiones de pagarés disminuyeron un 28% en términos interanuales durante el primer trimestre del año, hasta situarse en 6.652 millones de euros. Además de las menores necesidades de financiación de las entidades, es posible que una parte creciente de las emisiones a corto plazo se esté efectuando en el exterior (véase cuadro 11) y que se esté dando una mayor preferencia a las emisiones de más largo plazo debido a la fuerte caída de los tipos de interés.

Las emisiones de pagarés registradas en la CNMV retrocedieron un 28% durante el primer trimestre, aunque fueron parcialmente sustituidas por emisiones en el exterior.

También se observó un fuerte retroceso de las emisiones de bonos simples y de bonos de titulización. El volumen emitido de bonos simples alcanzó los 5.647 millones de euros hasta mediados de marzo, lo que supone un descenso del 64% en relación con las cifras de 2013. La caída de las emisiones de bonos simples guarda parcialmente relación con la disminución de las emisiones efectuadas por la SAREB¹². Por su parte, el segmento de los bonos de titulización, que había mostrado un cierto dinamismo en 2013, perdió intensidad en los primeros meses de 2014. El importe de estas emisiones ascendió a 1.850 millones de euros, una cifra muy inferior a los 7.377 millones correspondientes al mismo periodo de 2013.

También disminuyeron las emisiones de bonos simples (en parte por la caída de las emisiones de la SAREB), de bonos de titulización...

La emisión de cédulas hipotecarias, que ascendió a 2.250 millones de euros durante el primer trimestre de 2014, retrocedió un 73% con respecto al mismo periodo de 2013. No se realizaron emisiones respaldadas por la cartera de préstamos a entes públicos (cédulas territoriales), ni tampoco de instrumentos de deuda híbridos (bonos convertibles y participaciones preferentes).

...y de cédulas hipotecarias.

11 Por ejemplo, el volumen de emisiones avaladas alcanzó los 42.635 millones de euros en 2012, mientras que en 2013 no se produjo ninguna emisión de este tipo.

12 El importe de las emisiones de la SAREB ascendió a 14.086 millones durante el primer trimestre de 2013 y a 4.085 millones durante el primer trimestre de 2014.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2010	2011	2012	2013	2013		2014
					III	IV	I ²
registradas¹ en la CNMV							
Número de EMISIONES	349	353	334	277	50	92	66
Cédulas hipotecarias	88	115	94	40	6	5	4
Cédulas territoriales	9	42	18	6	2	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	154	87	134	170	33	63	54
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	9	7	8	0	4	0
Bonos de titulización	36	45	35	33	3	14	3
Programas de pagarés	59	53	46	20	6	5	5
De titulización	2	2	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	57	51	45	20	6	5	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	2	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	226.449	288.992	357.830	138.839	21.545	42.425	16.399
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	24.800	6.015	2.250	2.250
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	8.115	4.000	2.500	0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	20.192	86.442	32.537	172	12.633	5.647
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968	7.126	3.563	803	0	363	0
Bonos de titulización	63.261	68.413	23.800	28.593	904	14.695	1.850
Tramo nacional	62.743	63.456	20.627	24.980	904	12.802	1.389
Tramo internacional	518	4.957	3.173	3.613	0	1.893	461
Pagarés de empresa ³	97.586	103.501	132.882	43.991	10.455	9.983	6.652
De titulización	5.057	2.366	1.821	1.410	440	400	200
Resto de pagarés	92.529	101.135	131.061	42.581	10.015	9.583	6.452
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	9.154	29.199	7.633	4.776	92	2.149	0
Emisiones aseguradas	299	10	0	193	0	0	196
						2013	2014
en el exterior por emisores españoles	2010	2011	2012	2013	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	127.731	120.043	91.882	47.852	7.081	10.366	10.924
A largo plazo	51.107	51.365	50.312	34.452	3.494	7.436	7.215
Participaciones preferentes	0	0	0	1.653	0	500	1.500
Obligaciones subordinadas	0	242	307	750	0	750	0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.005	32.049	3.494	6.186	5.715
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	76.624	68.677	41.570	13.400	3.587	2.930	3.708
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.570	13.400	3.587	2.930	3.708
De titulización de activos	248	322	11.590	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
	2010	2011	2012	2013	III	IV	I⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	191.266	108.396	49.123	48.271	10.312	12.497	6.626
Instituciones financieras	161.897	79.199	18.389	8.071	953	3.443	2.435
Sociedades no financieras	29.369	29.197	30.734	40.200	9.359	9.053	4.192

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 disponibles hasta el 28 de febrero.

Finalmente, las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles en el exterior se situaron en 10.924 millones de euros hasta febrero de 2014, lo que supone un descenso del 16% en relación con el mismo periodo de 2013 (13.043 millones de euros). Este comportamiento se debió exclusivamente al retroceso de las emisiones de los instrumentos de largo plazo, que ascendieron a 7.215 millones de euros (un 34% menos). Las emisiones a corto plazo, por su parte, fueron significativamente superiores a las de 2013, ya que alcanzaron los 3.708 millones de euros (2.087 millones en el mismo periodo del año anterior).

Las emisiones de renta fija en el exterior también descendieron en los primeros meses de 2014 debido al retroceso de las emisiones de largo plazo.

Requisitos y obligaciones que establece el Reglamento 648/2012 (EMIR)

RECUADRO 5

El Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central (CCP) y los registros de operaciones (en adelante, EMIR) entró en vigor el 16 de agosto de 2012. Este reglamento establece obligaciones para todos aquellos inversores que negocien contratos de derivados, con independencia de su nivel de sofisticación y ya sean estas entidades financieras o no financieras. No obstante, la intensidad de estas obligaciones será proporcional, en líneas generales, al nivel de actividad y al uso que se haga de los instrumentos derivados. Asimismo, se ha previsto una serie de exenciones para ciertas operativas, tales como la cobertura de los riesgos propios de la gestión de una empresa o los contratos realizados entre compañías de un mismo grupo. La puesta en marcha efectiva de las obligaciones de esta legislación requiere de la publicación de ciertas normas técnicas de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (en adelante ESMA, según su acrónimo en inglés) que desarrollan los contenidos del Reglamento EMIR. Una parte sustancial de estas se publicó el pasado 23 de febrero de 2013 y entró en vigor el 15 de marzo de 2013. Las instituciones europeas siguen trabajando en la elaboración del resto de normas de desarrollo del EMIR, las cuales afectan principalmente al intercambio de garantías en los contratos de derivados que no se compensen centralizadamente.

Principales obligaciones del EMIR

1. El uso de una CCP cuando se negocien ciertos contratos de derivados. La entrada en vigor de la obligación dependerá de la autorización final de las contrapartes centrales y de la determinación por parte de las autoridades europeas de la conveniencia de establecer dichas obligaciones. A título orientativo, se espera que esta obligación comience a tener relevancia a partir de mediados de 2014. No obstante, las entidades no financieras que excedan alguno de los umbrales de compensación que se han fijado en las normas técnicas deberán comunicarlo a partir del 15 de marzo de 2013 tanto a sus autoridades competentes nacionales como a ESMA.
2. La notificación a registros de operaciones autorizados o reconocidos por ESMA de todos los contratos de derivados que se negocien por todas las contrapartes financieras y no financieras. Esta obligación requiere de la existencia de registros de operaciones, que deben ser autorizados por ESMA. La autoridad europea autorizó el 7 de noviembre de 2013 a cuatro entidades a

realizar las actividades de registros de operaciones. En consecuencia, la obligación de notificación de contratos entró en vigor el 12 de febrero de 2014.

3. El uso de técnicas de mitigación de riesgos cuando se negocien contratos de derivados no compensados a través de una contraparte central, relacionadas con:
 - La confirmación puntual de los contratos y el establecimiento de procedimientos fijados de antemano para identificar y resolver posibles litigios entre las partes.
 - La conciliación y comprensión de las carteras, la valoración periódica de los contratos y el intercambio de garantías, cuando se superen determinados umbrales de actividad.

De forma genérica, estas obligaciones están vigentes desde el 16 de agosto de 2012. No obstante, a partir del 15 de marzo de 2013 las técnicas de mitigación de riesgos en contratos de derivados que actualmente utilizan las contrapartes financieras y no financieras deberán ajustarse al contenido íntegro de las normas técnicas publicadas hasta la fecha.

4. El establecimiento de requisitos organizativos, de conducta y prudenciales a las CCP.

El establecimiento de requisitos de funcionamiento y autorización por parte de ESMA a los registros de operaciones. El 7 de noviembre de 2013, ESMA autorizó a las siguientes entidades como almacenes de contratos: cuatro entidades del Reino Unido: CME Trade Repository Ltd. (CME TR), DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL), UnaVista Ltd.; una de Polonia: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW); y una de Luxemburgo (Regis-TR S.A.), que es una *joint venture* entre Clearstream e Iberclear.

Ámbito de aplicación

Todos los contratos de derivados OTC –es decir, aquellos cuya ejecución no se ha realizado en un mercado regulado de acuerdo con la MiFID– se someterán a los requisitos de compensación centralizada cuando así lo determinen las autoridades europeas y, en el resto de los casos, deberán contemplar la aplicación de técnicas de mitigación de riesgos.

Todos los contratos de derivados, tanto los negociados en mercados regulados como los OTC, deberán comunicarse a un registro de contratos debidamente autorizado o reconocido por ESMA.

Por contraparte financiera se entiende: las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros, los fondos UCITS y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones que se benefician de ciertas exenciones transitorias y los fondos de inversión alternativa.

Por contrapartes no financieras se entiende el resto de entidades cuando no tengan la consideración de contraparte financiera. Se considera que las contrapartes no financieras han superado el umbral de compensación cuando el valor nominal bruto de sus contratos de derivados OTC supere alguno de los siguientes límites considerados de manera individual: 1.000 millones de euros para derivados sobre crédito o renta variable y 3.000 millones de euros para derivados sobre tipos de interés, divisas, derivados sobre materias primas y sobre otros subyacentes no especificados anteriormente.

Para elaborar este cálculo, la contraparte no financiera incluirá todos los contratos de derivados OTC suscritos por ella o por entidades de su grupo que no se utilicen para reducir los riesgos de actividad comercial o de la actividad de financiación de su tesorería.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹³

El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 26,3% durante 2013 hasta situarse en 156.680 millones de euros, después de cinco años de continuos descensos (véase cuadro 13). Aproximadamente tres cuartas partes del incremento tuvieron su origen en las suscripciones netas realizadas durante todo el año, que superaron los 24.000 millones de euros (véase cuadro 12), de las cuales casi 15.000 millones correspondieron al último semestre del año. Por categorías, las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en los fondos de renta fija (13.405 millones de euros) y en los de gestión pasiva (12.675 millones de euros), seguidos a bastante distancia por los fondos de renta variable mixta y renta fija mixta (2.673 y 2.370 millones de euros, respectivamente). Las únicas vocaciones cuyos fondos experimentaron salidas netas de recursos fueron las de fondos garantizados, tanto de renta fija como de renta variable, con unos reembolsos netos de 6.718 y 2.689 millones de euros, respectivamente. Este comportamiento de los flujos de inversión supone un cambio de patrón respecto al observado durante los últimos años, cuando las categorías de fondos garantizados, especialmente los de renta fija, eran las que recibían la mayoría de las suscripciones, en detrimento de los fondos de renta fija.

Tras cinco años de descensos, el patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 26% en 2013 debido a las elevadas suscripciones netas realizadas por los partícipes...

13 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.

Millones de euros	2013						
	2011	2012	2013	I	II	III	IV
Total fondos de inversión	-10.853,1	-14.597,3	24.086,2	4.224,4	5.205,5	5.847,4	8.808,9
Rta. fija ¹	-10.423,6	-7.739,7	13.405,0	1.729,5	3.934,9	3.329,4	4.411,2
Rta. fija mixta ²	-1.980,4	-18,8	2.369,7	419,0	668,7	132,6	1.149,4
Rta. vble. mixta ³	-375,5	35,8	2.673,3	349,0	315,7	668,0	1.340,6
Rta. vble. euro ⁴	142,0	-115,4	1.733,5	275,0	104,6	328,0	1.025,9
Rta. vble. internacional ⁵	-796,0	-425,3	865,9	122,3	133,3	175,4	434,9
Gar. rta. fija	7.809,3	-338,8	-6.717,5	537,8	-602,6	-2.334,0	-4.318,7
Gar. rta. vble. ⁶	-4.053,9	-4.225,9	-2.689,1	-651,9	-952,7	-593,3	-491,2
Fondos globales	972,2	-1.021,0	-176,7	-61,0	-197,9	42,0	40,2
De gestión pasiva ⁷	60,8	823,8	12.675,2	1.477,0	1.851,1	4.150,7	5.196,4
Retorno absoluto ⁷	-2.207,9	-1.571,9	-53,2	27,7	-49,5	-51,4	20,0

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.

...y, en menor medida, al incremento de su rentabilidad.

Una cuarta parte del aumento del patrimonio de los fondos de inversión se debió a la mejora de la rentabilidad que experimentaron durante 2013. Así, a lo largo del año este patrimonio se revalorizó en su conjunto un 6,5%, del cual un 4,4% correspondió al segundo semestre del año (véase cuadro 13). En paralelo con el buen comportamiento de los mercados de renta variable, las categorías más rentables fueron las de renta variable euro y renta variable internacional, con una revalorización de la cartera del 28,1% y del 20,3% respectivamente (22,8% y 12,8% en los últimos seis meses del año). A pesar de la expansión del sector en términos de patrimonio, el número de fondos siguió reduciéndose durante 2013 debido al proceso de racionalización de productos que las sociedades gestoras están realizando desde hace varios años, que se vio acelerado como consecuencia de la reestructuración del sistema financiero español. A finales de 2013, el número de estas instituciones era de 2.045, lo que supone un descenso de 140 fondos, siendo los fondos de renta fija los que experimentaron un mayor descenso (70 menos), seguidos por los fondos garantizados de renta variable (53 menos). La vocación de gestión pasiva fue la única que aumentó el número de fondos, y lo hizo de forma muy significativa, ya que pasó de 85 fondos a finales de 2012 a 169 en 2013.

Número	2011	2012	2013	2013			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.310	2.185	2.045	2.185	2.117	2.070	2.045
Rta. fija ¹	508	454	384	448	408	388	384
Rta. fija mixta ²	140	125	122	126	129	125	122
Rta. vble. mixta ³	128	117	128	120	124	128	128
Rta. vble. euro ⁴	148	127	108	126	116	113	108
Rta. vble. internacional ⁵	220	211	193	209	198	192	193
Gar. rta. fija	351	398	374	409	402	391	374
Gar. rta. vble. ⁶	420	361	308	348	336	316	308
Fondos globales	203	192	162	182	174	168	162
De gestión pasiva ⁷	59	85	169	103	126	148	169
Retorno absoluto ⁷	133	115	97	114	104	101	97
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	130.295,4	135.933,5	145.168,5	156.680,1
Rta. fija ¹	46.945,5	40.664,6	55.058,9	42.690,3	46.736,8	50.381,0	55.058,9
Rta. fija mixta ²	5.253,6	5.500,9	8.138,0	5.965,6	6.618,4	6.873,4	8.138,0
Rta. vble. mixta ³	2.906,1	3.179,9	6.312,4	3.593,6	3.911,9	4.783,4	6.312,4
Rta. vble. euro ⁴	4.829,2	5.270,2	8.632,8	5.691,8	5.867,8	7.021,5	8.632,8
Rta. vble. internacional ⁵	6.281,2	6.615,0	8.849,0	7.224,0	7.297,3	7.967,6	8.849,0
Gar. rta. fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	37.653,1	37.316,1	35.504,7	31.481,2
Gar. rta. vble. ⁶	18.014,5	14.413,2	12.503,8	13.925,5	13.032,2	12.767,2	12.503,8
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.366,9	4.157,3	4.352,8	4.528,1
De gestión pasiva ⁷	1.986,2	2.991,2	16.515,9	4.511,4	6.402,4	10.926,5	16.515,9
Retorno absoluto ⁷	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.673,3	4.593,4	4.590,4	4.659,9
Participes							
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	4.523.140	4.646.619	4.799.719	5.050.719
Rta. fija ¹	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.283.052	1.347.295	1.410.867	1.508.009
Rta. fija mixta ²	206.938	188.574	240.676	194.084	203.705	205.034	240.676
Rta. vble. mixta ³	145.150	138.096	182.223	140.132	141.715	161.099	182.223
Rta. vble. euro ⁴	237.815	220.450	293.193	231.881	239.309	254.009	293.193
Rta. vble. internacional ⁵	448.539	398.664	457.606	409.552	427.789	435.571	457.606
Gar. rta. fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.114.875	1.124.209	1.091.051	1.002.458
Gar. rta. vble. ⁶	912.298	727.880	608.051	703.587	655.760	628.100	608.051
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	104.718	111.567	117.838	128.741
De gestión pasiva ⁷	100.416	125.003	441.705	170.399	224.481	321.669	441.705
Retorno absoluto ⁷	229.097	173.297	188.057	170.860	170.789	174.481	188.057
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	-0,08	5,50	6,50	1,65	0,36	2,50	1,85
Rta. fija ¹	1,56	3,54	2,28	0,76	0,31	0,65	0,54
Rta. fija mixta ²	-1,34	4,95	4,16	0,83	-0,19	1,85	1,62
Rta. vble. mixta ³	-5,64	7,83	10,85	2,02	0,17	4,78	3,52
Rta. vble. euro ⁴	-11,71	12,31	28,06	2,95	1,30	13,71	7,99
Rta. vble. internacional ⁵	-10,83	13,05	20,30	7,40	-0,69	6,87	5,54
Gar. rta. fija	3,28	4,85	4,96	1,82	0,70	1,46	0,89
Gar. rta. vble. ⁶	0,14	5,07	6,15	1,16	0,42	2,62	1,83
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	1,70	-0,26	3,80	3,25
De gestión pasiva ⁷	-7,33	7,10	8,88	1,06	0,86	4,13	2,58
Retorno absoluto ⁷	-1,87	3,84	2,77	0,96	-0,32	1,07	1,04

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 2011, 2012 y 2013. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

También aumentó el número de partícipes, que superó los cinco millones a finales de 2013.

Los datos preliminares de enero de 2014 indican que la tendencia expansiva de la industria continúa.

En línea con el buen tono que está experimentando la industria, el número de partícipes de fondos de inversión aumentó en 640.000, hasta superar los cinco millones a finales de 2013. El incremento del número de partícipes se concentró en los fondos de gestión pasiva (317.000 partícipes) y en los de renta fija (246.000 partícipes). Únicamente los fondos garantizados mostraron un descenso en el número de partícipes, con una reducción conjunta de 200.000.

Los datos preliminares correspondientes al mes de enero de 2014 indican que la tendencia expansiva iniciada en 2013 ha continuado. El patrimonio de los fondos de inversión habría aumentado un 2,4% hasta los 160,4 mil millones de euros en dicho mes, mientras que el número de partícipes habría alcanzado prácticamente los 5,2 millones, 120.000 más que a finales de 2013. También continuaron las fusiones entre fondos.

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-13	sep-13	dic-13	jun-13	sep-13	dic-13
Renta fija financiera de rating AAA/AA	210	185	177	21	18	18
Renta fija financiera de rating inferior a AA	3.114	2.696	2.457	17	16	15
Renta fija no financiera	186	179	177	8	7	6
Titulizaciones	541	489	509	30	24	23
Titulización AAA	35	31	33	99	100	100
Resto de titulizaciones	506	458	476	28	23	22
Total	4.051	3.549	3.320	17	16	15
% sobre patrimonio FI	3,0	2,5	2,1			

Fuente: CNMV.

El volumen de los activos de liquidez reducida de la cartera de los fondos de inversión continuó a la baja en 2013, hasta situarse en el 2,1% del patrimonio total.

Siguiendo la tendencia de los últimos dos años, las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mejoraron a lo largo de 2013. Concretamente, el volumen de activos de liquidez reducida descendió en dos mil millones de euros durante el año, de los cuales más de 700 millones correspondieron al último semestre, hasta alcanzar poco más de 3.300 millones de euros (véase cuadro 14). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó del 4,4% del patrimonio total en 2012 al 2,1% en 2013. En relación con la composición de estos activos, se observa que, tanto en los valores de renta fija como en las titulizaciones, los activos de menor liquidez perdieron peso a lo largo de 2013.

IIC inmobiliarias

En un contexto en el que el sector inmobiliario nacional no parece haber concluido aún su ajuste...

El sector inmobiliario y de la construcción no parece haber concluido todavía su ajuste, lo que ha continuado afectando a la actividad de las IIC inmobiliarias, aunque se observaron diferencias entre los fondos, cuyas magnitudes principales continuaron retrocediendo, y las sociedades, que experimentaron un comportamiento expansivo.

A finales de 2013, el número total de fondos de inversión inmobiliaria (FII) ascendía a seis, igual que a finales de 2012. No obstante, solo cuatro de ellos se consideraban propiamente activos, ya que dos FII estaban en proceso de liquidación. El comportamiento de las variables más representativas de estos fondos fue similar al observado durante los últimos ejercicios, con retrocesos en el volumen de patrimonio, en el número de partícipes y en su rentabilidad. Así, el patrimonio gestionado se contrajo un 12,4% a lo largo del año hasta situarse por debajo de los 3,7 mil millones de euros, mientras que el número de partícipes se redujo un 77,2%, hasta quedar por debajo de los seis mil. Este cuantioso descenso se debió a los reembolsos efectuados por los partícipes de un fondo que tuvo su última ventana de liquidez durante el último trimestre del año, paso previo a la escisión del fondo. Por su parte, la rentabilidad de estas IIC volvió a ser negativa en todos los trimestres del año, lo que dio lugar a un retroceso anual del 11,28% (véase cuadro 15).

...se observaron diferencias notables entre los fondos de inversión inmobiliarios, cuyas magnitudes más relevantes continuaron descendiendo y...

Por el contrario, el número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII) aumentó de ocho a diez a lo largo de 2013 (véase cuadro 15). El patrimonio, por su parte, pasó de 284 millones de euros en diciembre de 2012 a 854 millones en diciembre de 2013. Este elevado aumento se debió en exclusiva a una entidad, que se transformó de sociedad anónima a SII en enero de 2013. El número de accionistas alcanzó los 1.023 a finales de año, con un incremento de 86 respecto al año anterior.

...las sociedades de inversión inmobiliaria, que prolongaron su tendencia expansiva.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 15

	2010	2011	2012	2013	2013			
					I	II	III	IV
FONDOS								
Número ¹	7	6	6	6	6	6	6	6
Partícipes	75.280	29.735	25.218	5.750	24.048	21.541	21.466	5.750
Patrimonio (millones de euros)	6.116	4.495	4.202	3.683	4.071	3.986	3.899	3.683
Rentabilidad (%)	-4,74	-3,23	-5,53	-11,28	-2,59	-1,88	-2,13	-5,15
SOCIEDADES								
Número	8	8	8	10	9	10	10	10
Accionistas	943	943	937	1.023	1.021	1.017	1.018	1.055
Patrimonio (millones de euros)	322	313	284	854	844	854	860	855

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

IIC de inversión libre

En este apartado se incluyen los fondos de inversión libre (IIC de IL) y los fondos de fondos de inversión libre (IIC de IIC de IL). A grandes rasgos, las tendencias iniciadas durante la crisis en la industria de IIC de inversión libre en relación con el patrimonio continuaron en 2013. Así, el segmento de las IIC de IIC de inversión libre mostró una importante contracción, mientras que la expansión del segmento de las IIC de IL experimentada durante los últimos años se moderó sustancialmente. Además, el número de entidades pasó de 60 a 51, con una reducción de dos IIC de IIC de IL (dos bajas) y de siete IIC de IL (diez bajas y tres altas). A finales de año, había

Durante 2013 continuó la contracción del segmento de las IIC de IIC de inversión libre y se atenuó la expansión de las IIC de inversión libre.

un número significativo de entidades en proceso de liquidación, concretamente 13 IIC de IIC de IL y tres IIC de IL.

El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre se contrajo un 22% en 2013 a pesar de que su rentabilidad fue positiva...

El patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) retrocedió un 21,6% durante los 11 primeros meses de 2013, hasta situarse en 423 millones de euros, mientras que el número de partícipes lo hizo un 6,7%, hasta los 3.114 (véase cuadro 16). A pesar de esta contracción, la rentabilidad de estas instituciones fue positiva, con una revalorización de la cartera del 4,2% entre enero y noviembre.

...mientras que el patrimonio de las IIC de inversión libre se incrementó un 11% debido tanto a las suscripciones de los partícipes como a la revalorización de la cartera.

En cambio, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) se incrementó un 10,9% entre diciembre de 2012 y noviembre de 2013, hasta superar los mil millones de euros. El aumento del patrimonio tuvo su origen tanto en las suscripciones de fondos efectuadas por los partícipes a lo largo del ejercicio como en la revalorización de la cartera (un 14,6%), que fue especialmente alta entre los meses de julio y noviembre, con una rentabilidad del 9,4%. El número de partícipes, por su parte, experimentó una ligera reducción del 1,8% durante el ejercicio, hasta quedar en 2.383.

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

CUADRO 16

	2010	2011	2012	2013			
				I	II	III	IV ²
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	28	27	24	24	22	22	22
Partícipes	4.404	3.805	3.338	3.211	3.230	3.218	3.114
Patrimonio (millones de euros)	694,9	573,0	540,0	536,2	468,0	418,3	423,3
Rentabilidad (%)	3,15	-1,70	0,60	2,73	-0,52	0,25	1,75
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ¹	33	36	36	33	33	33	29
Partícipes	1.852	2.047	2.427	2.384	2.374	2.323	2.383
Patrimonio (millones de euros)	646,2	728,1	918,6	964,8	981,3	993,2	1.018,7
Rentabilidad (%)	5,37	-2,60	3,03	3,72	1,03	5,34	3,81

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta noviembre de 2013.

IIC extranjeras comercializadas en España

El patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España creció un 44% en 2013, hasta los 55 mil millones de euros.

Durante el año 2013, continuó la expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España que se había iniciado el año anterior. Así, el volumen de inversión de estas IIC aumentó de forma considerable, concretamente un 43,7%, hasta situarse cerca de los 55 mil millones de euros. Estos avances se produjeron tanto en los fondos de inversión, con un incremento del 35,9% (hasta los 8.500 millones de euros), como en las sociedades, donde el aumento fue del 45,3% (hasta más de 46 mil millones de euros). La misma tendencia se observó en el número de inversores, que superaron el millón, lo que supone un 30,3% más que en 2012. En relación con el número de instituciones, se produjo un aumento importante en el número de sociedades (39 más, 372 en total) y una reducción en el número de fondos (13 menos, 408 en total).

Perspectivas

La contracción de la industria de la inversión colectiva producida desde el inicio de la crisis, y cuyo origen se encuentra en el elevado volumen de reembolsos efectuados por los partícipes, parece haber finalizado en 2013, especialmente en el segmento de las IIC de carácter financiero. La recuperación de algunas de las magnitudes más relevantes de estas instituciones (el patrimonio y el número de partícipes) parece haber continuado a principios de 2014, según los datos disponibles en la fecha de realización de este informe. A corto plazo existen factores que pueden ayudar a consolidar la recuperación de la industria de los fondos de inversión, como es la mejoría de la confianza de los inversores en este tipo de productos gracias, en parte, a la estabilización de los mercados financieros. También puede actuar en favor de esta industria el menor atractivo de otros productos de inversión de riesgo reducido, especialmente de los depósitos bancarios, cuya rentabilidad se ha reducido a lo largo de los últimos meses.

La recuperación de la industria de la inversión colectiva podría consolidarse en 2014 debido a la mejora de la confianza de los inversores en estos productos.

Dictamen de ESMA sobre prácticas de las empresas de servicios de inversión en la venta de productos complejos

RECUADRO 6

El 7 de febrero de 2014 ESMA publicó, en virtud de lo previsto en el artículo 29, apartado 1, letra a) del Reglamento UE 1095/2010, un dictamen en el que establece sus expectativas mínimas respecto a la conducta de las entidades en la venta de productos complejos. ESMA señala que, aunque los requerimientos de la Directiva de Servicios de Inversión (MiFID) deberían ser suficientes, el nivel de aplicación de las normas de conducta podría no haber estado a la altura necesaria en algunos casos. Sin perjuicio de otras iniciativas legislativas, ESMA emite este dictamen para recordar a los supervisores los preceptos de la Directiva MiFID relevantes en este ámbito, cuyo cumplimiento por parte de las entidades deben vigilar con especial celo en su práctica supervisora.

El dictamen cubre distintos aspectos regulados en la Directiva MiFID, entre los que cabe destacar los siguientes:

- **Organización y controles internos.** Las entidades deben establecer controles internos adecuados en el desarrollo de productos. Si del análisis realizado se desprende que un producto concreto nunca va a satisfacer el mejor interés del cliente, o si no hay suficiente información disponible para determinar las principales características y riesgos del producto, las entidades no deberían recomendar el producto ni comercializarlo. Las entidades deben también asegurarse de que los responsables de la definición del público objetivo, la redacción de los documentos comerciales y la prestación de servicios financieros a los clientes entienden los productos, así como de que su personal cuente con la formación necesaria. Asimismo, deben ponderar si los productos complejos a comercializar debieran ser vendidos con asesoramiento o sin él. ESMA señala también que las entidades deben identificar y gestionar los conflictos de interés que puedan surgir, en especial cuando el vendedor sea la entidad emisora o actúe como contrapartida. En particular, señala que la supervisión del cumplimiento normativo debería comprobar si los incentivos relacionados con el producto (incluidas las remuneraciones) crean conflictos de interés, valorando específicamente si son mayores que los de inversiones más tradicionales.

- **Evaluación de la adecuación del producto al cliente.** En el ámbito del asesoramiento, las entidades deben evaluar cuidadosamente el producto antes de tomar la decisión de recomendarlo. Además deben considerar qué información sobre el cliente, adicional a la requerida para productos menos complejos, deben solicitarle para poder evaluar adecuadamente las implicaciones para este de la inversión. Así, se indica a título de ejemplo, entre otros, los objetivos y actitud ante el riesgo, el horizonte temporal, la capacidad de absorber pérdidas o atender a compromisos futuros o los costes y gastos aplicables, analizando si otras inversiones alternativas menos complejas y con menor coste podrían servir mejor a las necesidades del cliente. Se señala que las entidades no deben confiar de forma indebida en la autoevaluación del cliente y que deben asegurarse de que la información de la que disponen es correcta y está actualizada. En el ámbito de la comercialización, las entidades que opten por procesos estandarizados para evaluar la conveniencia no deben limitarse a usar el proceso como un ejercicio de autocertificación. Además ESMA señala que, cuando una entidad considere que el producto no es conveniente para el cliente o no tenga información suficiente, si sigue dando acceso a este producto, debe advertir al cliente específicamente de que no es probable que entienda los riesgos asociados al mismo.
- **Información al cliente.** Se destaca la importancia de una información clara y no engañosa. En particular, ESMA indica que se debería informar al cliente de los costes totales aplicables (que podrían incluir el valor en términos monetarios, su impacto sobre el rendimiento y también una indicación del valor en caso de desinversión en ese momento) y de la posibilidad y consecuencias de vender o salir anticipadamente de la inversión. Asimismo, señala ciertos principios a tener en cuenta y destaca determinados elementos de información como el efecto del apalancamiento y de los derivados implícitos, y la naturaleza y limitaciones de cualquier garantía o protección del capital. Finalmente, se apunta la necesidad de facilitar advertencias claras y específicas sobre los principales riesgos en caso de ventas no asesoradas.
- **Seguimiento y evaluación del proceso de venta.** La venta de productos complejos debe ser identificada como prioritaria para la función supervisora del cumplimiento normativo, tanto más cuanto mayor sea la complejidad del producto. El seguimiento debiera tener también en cuenta los temas identificados en las reclamaciones recibidas.

4.2 Empresas de servicios de inversión

El buen comportamiento de los mercados financieros durante 2013...

En 2013, las empresas de servicios de inversión (ESI) desarrollaron su actividad de prestación de servicios en un contexto más favorable en los mercados financieros, lo que permitió una recuperación notable de los resultados del sector. El número de entidades registradas en la CNMV a finales de año ascendía a 82¹⁴, cinco menos que

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

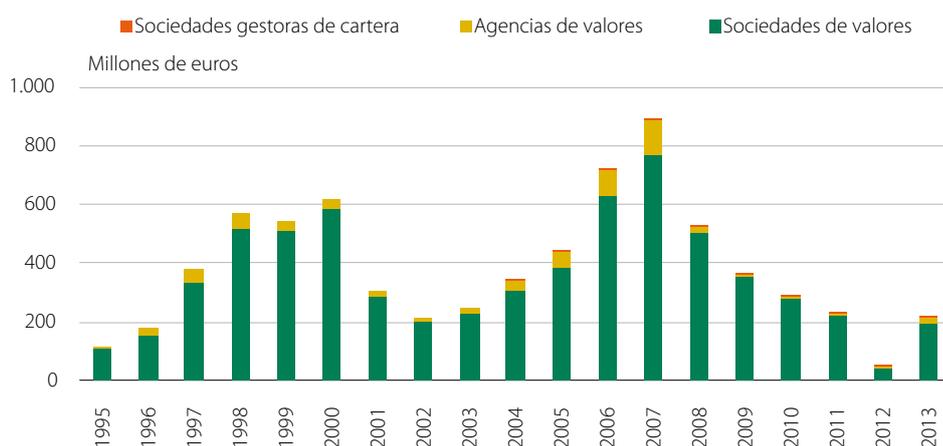
en 2012, y se produjeron seis cambios de control del capital en el sector (cuatro afectaron a sociedades de valores y dos, a agencias de valores). El número de entidades que realizaban actividades transfronterizas en 2013 se mantuvo prácticamente invariable en relación con las cifras de 2012: siete ESI disponían de pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE mediante presencia física y 40 ESI lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios (una menos que en 2012). En esta parcela de prestación de servicios financieros de forma transfronteriza, cabe señalar que, en 2013, 284 entidades autorizadas en otros Estados Miembros comunicaron a la CNMV su intención de prestar servicios de inversión en España (la mayoría de las entidades estaban acogidas al régimen de libre prestación de servicios).

El resultado agregado antes de impuestos de las empresas de inversión se situó en 217,4 millones de euros en 2013 (véase gráfico 19), una cifra más de cuatro veces superior a la de 2012 (50,1 millones de euros). Este incremento está condicionado por las elevadas pérdidas que registró una sociedad de valores en 2012, por lo que descontando los efectos de dicha entidad, los resultados agregados del sector habrían aumentado un 19%.

...permitió que los beneficios de las ESI se situaran en 217 millones, una cifra más de cuatro veces superior a la de 2012.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAFI.

Los beneficios antes de impuestos de las sociedades de valores (SV), que representaron cerca del 90% de los beneficios totales del sector, se situaron en 194,5 millones de euros en 2013, casi 153 millones más que en 2012. La mejora de los beneficios de estas entidades tuvo su origen tanto en el aumento de los resultados de algunas líneas de negocio –en particular, del resultado de las operaciones financieras– como en el descenso de las amortizaciones y de las pérdidas por el deterioro de activos financieros. El margen bruto agregado de las SV creció un 27,8% en 2013, hasta los 572 millones de euros, pero la evolución de sus partidas más relevantes fue algo heterogénea. Se incrementaron los beneficios relacionados con las inversiones financieras, como ya se ha comentado, y también el margen financiero. Sin embargo, las pérdidas por diferencias de cambio netas fueron voluminosas y las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión, que es la partida más cuantiosa del margen bruto, retrocedieron un 3,9%, hasta los 565,8 millones de euros. Los gastos de explotación de las SV se incrementaron un 2,3%, hasta los 384,6 millones de euros en 2013.

Los beneficios de las SV crecieron significativamente como consecuencia del elevado resultado obtenido de las operaciones financieras y del descenso de las amortizaciones y de las pérdidas por deterioro de activos.

Los beneficios de las AV también se incrementaron sustancialmente debido a la recuperación de las comisiones percibidas por la prestación de servicios financieros y a la contención de los gastos de explotación.

Las agencias de valores (AV) obtuvieron un beneficio antes de impuestos de 19,3 millones de euros en 2013, una cifra sensiblemente superior a los cerca de siete millones que registraron en 2012. El origen de la mejora de los resultados de las AV fue algo diferente al de las SV, ya que estuvo relacionado fundamentalmente con el mayor dinamismo de las comisiones percibidas. Así, los ingresos netos obtenidos por comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión se incrementaron un 18,4% en 2013, hasta los 130,7 millones de euros. Cabe resaltar el aumento generalizado de las comisiones en los servicios de inversión más relevantes para estas entidades: las comisiones asociadas a la tramitación de órdenes aumentaron un 5,5%, las de comercialización de IIC un 38,1%, las obtenidas por la gestión de carteras un 12,4%, las procedentes del asesoramiento en materia de inversión un 85% y aquellas originadas por la colocación y el aseguramiento de inversiones un 50,7% (véase cuadro 17). En conjunto, el margen bruto agregado de las AV avanzó un 16,5%, hasta los 110,6 millones de euros, y los gastos de explotación se incrementaron un 2,4%, hasta los 89,7 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic-13)

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-12	dic-13	% var.	dic-12	dic-13	% var.	dic-12	dic-13	% var.
1. Margen de intereses	56.161	67.333	19,9	1.912	1.799	-5,9	733	667	-9,0
2. Comisiones netas	410.740	387.216	-5,7	93.246	110.422	18,4	7.879	9.362	18,8
2.1. Comisiones percibidas	589.027	565.787	-3,9	108.198	130.738	20,8	17.887	18.603	4,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	348.403	347.522	-0,3	38.112	40.196	5,5	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	6.869	4.824	-29,8	3.128	4.715	50,7	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	19.775	17.987	-9,0	576	505	-12,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	14.883	15.581	4,7	14.476	16.267	12,4	16.307	17.028	4,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	5.137	10.500	104,4	3.092	5.707	84,6	1.579	1.575	-0,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	50	8.659	17.218,0	88	55	-37,5	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	8	22	175,0	30	11	-63,3	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	45.050	51.766	14,9	25.949	35.823	38,1	0	0	-
2.1.9. Otras	148.854	108.926	-26,8	22.746	27.459	20,7	1	0	-100,0
2.2. Comisiones satisfechas	178.287	178.571	0,2	14.952	20.316	35,9	10.008	9.241	-7,7
3. Resultado de inversiones financieras	9.403	256.110	2.623,7	1.255	5	-99,6	4	9	125,0
4. Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.033	-298,9	-105	-237	-125,7	-30	-24	20,0
5. Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.566	19,5	-1.354	-1.396	-3,1	29	-8	-
MARGEN BRUTO	447.782	572.192	27,8	94.954	110.593	16,5	8.615	10.006	16,1
6. Gastos de explotación	376.019	384.638	2,3	87.587	89.726	2,4	7.122	6.388	-10,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	23.556	-609	-	2.781	2.420	-13,0	87	64	-26,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	12.903	3.123	-75,8	-12	25	-	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	35.304	185.040	424,1	4.598	18.422	300,7	1.406	3.554	152,8
9. Otras ganancias y pérdidas	6.449	9.529	47,8	2.371	854	-64,0	5	9	80,0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	41.753	194.569	366,0	6.969	19.276	176,6	1.411	3.563	152,5
10. Impuesto sobre beneficios	53.810	53.764	-0,1	3.386	4.955	46,3	458	1.091	138,2
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	-12.057	140.805	-	3.583	14.321	299,7	953	2.472	159,4
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	-12.057	140.805	-	3.583	14.321	299,7	953	2.472	159,4

Fuente: CNMV.

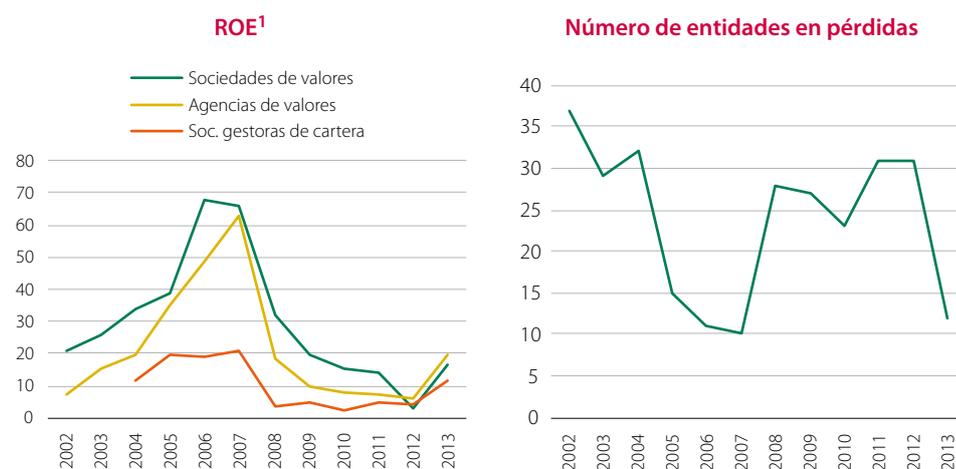
Por último, el beneficio agregado antes de impuestos de las sociedades gestoras de cartera se situó en 3,56 millones de euros a finales de 2013, casi dos millones más que en 2012 (véase cuadro 17). Esta evolución tuvo su origen tanto en el notable aumento de las comisiones netas percibidas por estas entidades (del 18,8%) como en el retroceso de sus gastos de explotación (-10,3%). Estas entidades, de las que solo quedaban cinco registradas en la CNMV a finales de 2013¹⁵, han sufrido un fuerte aumento de la competencia durante los últimos años por parte de otras entidades como las EAFI y las SGIIC.

Este último patrón también se observó en las SGC.

La mejora de los resultados de las ESI durante 2013 dio lugar a un incremento notable de su rentabilidad y a una reducción significativa del número de ESI en pérdidas. Así, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) de las SV pasó del 3% en 2012 al 16,4% en 2013, la de las AV aumentó desde el 6,3% hasta el 19,3% y la de las SGC lo hizo desde el 4,2% hasta el 11,4%. Por su parte, el número de entidades en pérdidas disminuyó de 31 a finales de 2012 a doce a finales de 2013. De estas doce ESI, cinco eran SV (15 en 2012) y siete eran AV (14 en 2012). Dos SGC que mostraban pérdidas en 2012 dejaron de tenerlas en 2013. El volumen agregado de las pérdidas se situó en 8 millones de euros, una cifra sensiblemente inferior a los 155,4 millones de 2012 (31,3 millones si descontamos las elevadas pérdidas de una SV).

El aumento de los beneficios del sector dio lugar a un repunte de la rentabilidad de estas instituciones y a una reducción significativa del número de ESI en pérdidas.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

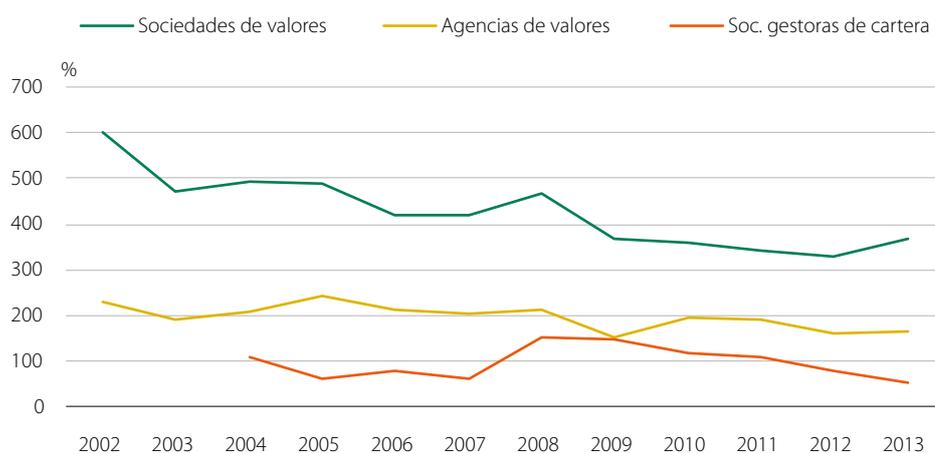
Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo holgadas en 2013, si bien se observó una cierta heterogeneidad en la evolución del margen de solvencia dependiendo del tipo de entidad (véase gráfico 21). El exceso de recursos propios sobre los recursos exigibles de las SV se incrementó entre 2012 y 2013 (desde 3,3 hasta 3,7), el de las AV permaneció prácticamente estable (en 1,6) y el de las SGC se redujo levemente (desde 0,8 hasta 0,5). A finales de 2013 una SV presentaba déficit de recursos propios, pero se encontraba en proceso de liquidación.

Los márgenes de solvencia del sector continuaron siendo adecuados, aunque se observaron diferencias dependiendo del tipo de ESI.

15 En 2004, el número registrado de estas entidades era superior a 20.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Tras el retroceso de 2012, el negocio de las EAFI volvió a expandirse en 2013. El volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó casi un 20%, hasta situarse en 17,6 mil millones de euros.

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que se contrajo en 2012 debido a las turbulencias de los mercados, tendió a expandirse nuevamente en 2013. Hubo un incremento tanto en el número de entidades registradas, que pasó de 101 en 2012 a 126 en 2013, como en el volumen de patrimonio asesorado, que alcanzó los 17,6 mil millones de euros en 2013 (14,8 mil millones en 2012). Dentro de este último fue destacable el incremento del patrimonio asesorado correspondiente a los clientes minoristas, que se situó en el 52,8% (véase cuadro 18). Como consecuencia de este avance, la importancia relativa del segmento minorista en relación con el volumen de patrimonio total asesorado por las EAFI se incrementó desde el 22% en 2012 hasta el 28% en 2013. Los ingresos por comisiones percibidos por las EAFI aumentaron de forma paralela al volumen de patrimonio asesorado. En 2013, estos ingresos llegaron a los 33,3 millones de euros, un 27,1% más que en 2012.

Perspectivas

Las perspectivas para las ESI son favorables debido a la mejora de las principales líneas de negocio de estas entidades.

Las perspectivas para las empresas de servicios de inversión son algo más favorables que en ejercicios anteriores debido a la mejora de las principales líneas de negocio de estas entidades: la contratación en los mercados, la comercialización de IIC, el asesoramiento financiero y el negocio de gestión de carteras. Sin embargo, es preciso tener en cuenta el incremento de la competencia que están ejerciendo otros competidores como, por ejemplo, las ESI extranjeras que pueden desarrollar su actividad en España y también las propias entidades de crédito nacionales, que siguen concentrando la mayoría de las comisiones generadas por la actividad de prestación de servicios de inversión¹⁶.

¹⁶ Entre enero y septiembre de 2013, las entidades de crédito percibieron el 77% del importe de las comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión, frente al 22% de las sociedades y agencias de valores y el 1% de las sociedades gestoras de cartera.

	2011	2012	2013	2012		2013		% var. año
				S-2	S-1	S-2	S-1	
Importes en miles de euros								
NÚMERO DE ENTIDADES	82	101	126	101	112	126		24,8
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	16.033.108	14.776.498	17.630.081	14.776.498	15.442.297	17.630.081		19,3
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	3.267.079	3.975.400	4.991.653		52,8
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.594.287	3.476.305	3.947.782		9,8
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	7.915.132	7.990.593	8.690.646		9,8
NÚMERO DE CONTRATOS¹	3.677	3.484	4.002	3.484	3.672	4.002		14,9
Clientes minoristas	3.542	3.285	3.738	3.285	3.446	3.738		13,8
Clientes profesionales	119	175	235	175	195	235		34,3
Otros	16	24	29	24	31	29		20,8
INGRESOS POR COMISIONES²	31.053	26.177	33.273	26.177	14.700	33.273		27,1
Comisiones percibidas	30.844	26.065	33.066	26.065	14.676	33.066		26,9
De clientes	26.037	20.977	26.530	20.977	12.074	26.530		26,5
De otras entidades	4.807	5.088	6.537	5.088	2.601	6.537		28,5
Otros ingresos	209	112	206	112	25	206		83,9
PATRIMONIO NETO	12.320	13.402	21.498	13.402	15.119	21.498		60,4
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.365	4.820	5.156		18,1
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	4.798	7.251	9.453		97,0
Resultado del ejercicio ²	7.474	4.239	6.890	4.239	3.048	6.890		62,5

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

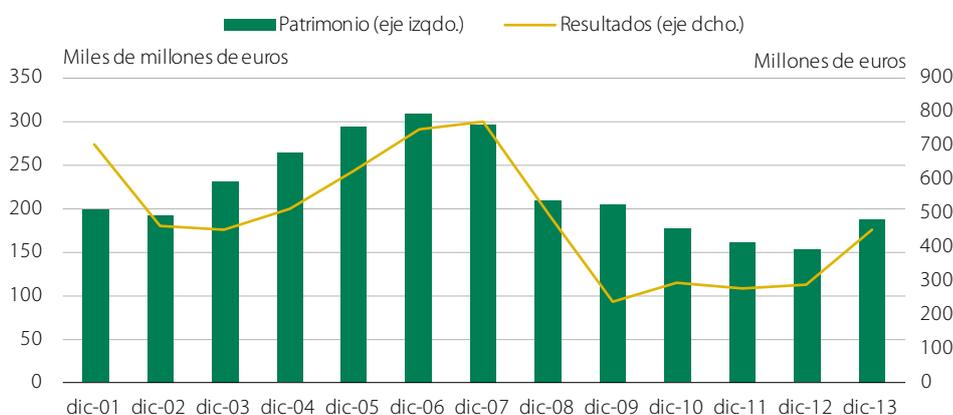
4.3 Sociedades gestoras de IIC

En 2013, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se incrementó de forma importante, concretamente un 22,5%, hasta situarse por encima de los 187 mil millones de euros. Se trata del primer aumento del patrimonio gestionado por estas entidades desde que comenzó la crisis en 2007 (véase gráfico 22). Más del 90% de este aumento tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, aunque también experimentaron avances relevantes las sociedades de inversión.

El patrimonio gestionado por las SGIIC aumentó un 22,5% en 2013, hasta los 187 mil millones de euros...

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

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

...lo que impulsó los ingresos y, por tanto, los beneficios de estas entidades hasta los 453 millones de euros, un 58% más que en 2012.

La reestructuración del sistema bancario español siguió originando bajas de SGIIC, cuyo número se situaba en 96 a finales de 2013, nueve menos que en 2012.

El incremento del patrimonio gestionado tuvo su reflejo en los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC, que crecieron un 58,4% en 2013, hasta los 453 millones de euros. Así, la principal partida de la cuenta de resultados, los ingresos por comisiones de gestión de IIC, se incrementó un 12,5% hasta alcanzar prácticamente los 1.600 millones de euros (véase cuadro 19). La comisión media de gestión de las IIC descendió desde el 0,93% hasta el 0,87%, debido en parte al aumento de patrimonio de los fondos de renta fija, que son en general fondos con comisiones de gestión más reducidas. Por su parte, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) experimentó un notable avance, desde el 23,1% en 2012 hasta el 38,7% en 2013, en línea con el incremento de los beneficios del sector. El buen comportamiento de las SGIIC también se vio reflejado tanto en el número de entidades en pérdidas, que fue de once (17 menos que en 2012), como en el volumen de dichas pérdidas, que ascendió a 2,1 millones de euros, un 79,3% menos que a finales de 2012.

A pesar de que el sector parece estar mejorando progresivamente y empieza a dejar atrás los malos datos de los últimos años, se sigue observando una reorganización asociada, en parte, a la reestructuración producida en las entidades de crédito. Así, durante 2013 se produjo el alta de una entidad y se dieron de baja diez, cinco de las cuales estuvieron motivadas por los mencionados cambios en el sector bancario. Como consecuencia de este proceso, a finales de año, el número total de SGIIC era de 96.

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
2006	308.476	3.281	1,06	71,50
2007	295.922	3.194	1,08	70,50
2008	209.014	2.302	1,10	70,80
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	187.347	1.594	0,85	61,94

Fuente: CNMV.

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

Durante 2013, el número de entidades de capital-riesgo se redujo ligeramente, desde 340 hasta 334...

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

En 2013, el número de entidades de capital-riesgo (ECR) se redujo ligeramente, desde 340 a finales de 2012 hasta 334. De ellas, 126 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 130 eran sociedades de capital-riesgo (SCR) y 78 eran gestoras de este tipo de entidades (SGEGR). A lo largo de 2013 se produjeron 19 altas, de las cuales nueve eran FCR,

otras nueve eran SCR y una era SGECR. Por su parte, del total de 25 bajas, dos eran FCR, 18 eran SCR y cinco eran SGECR.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2013

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2012	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2013
Entidades	340	19	25	334
Fondos de capital-riesgo	119	9	2	126
Sociedades de capital-riesgo	139	9	18	130
Sociedades gestoras de ECR	82	1	5	78

Fuente: CNMV.

De acuerdo con los datos preliminares facilitados por la Asociación de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión de las ECR ascendió a 1.701 millones de euros en 2013, lo que supone un descenso del 31% con respecto al año anterior. El 91% de la inversión se produjo a través de operaciones de menos de cinco millones de euros, y el 74% no llegó al millón de euros, lo que pone de manifiesto que la mayoría de receptores de fondos fueron las pymes españolas y, especialmente, aquellas que se encuentran en sus etapas iniciales. Así, el 96% del total de operaciones se produjo en las primeras fases de las empresas: el 60% en operaciones de capital expansión y el 36% en operaciones de semilla y arranque. En relación con la presencia de fondos internacionales, cabe señalar que el 51% del volumen total invertido (el 60% en el mismo periodo del año anterior) se debió a este tipo de instituciones. El sector que recibió un mayor volumen de inversión fue el de los productos y servicios industriales (43%), seguido a bastante distancia por «otros servicios» (11,6%), medicina y salud (11,5%) e informática (11%). Por número de operaciones destacó, al igual que en 2012, el sector de la informática (36,4%). La captación de nuevos fondos para invertir fue de 1.346 millones de euros (un 33,5% menos que en el ejercicio anterior), de los cuales el 64% tuvo su origen en la aplicación de fondos internacionales para sus inversiones en España.

...mientras que el volumen de su inversión retrocedió un 31%, hasta los 1.701 millones de euros.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo siguen siendo inciertas, aunque parece que la actividad ha empezado a repuntar en los últimos meses de 2013, en línea con la leve mejora de la actividad económica nacional. No obstante, para que este sector pueda crecer, es necesario que el crédito se recupere y se eliminen las actuales dificultades a la financiación bancaria. Es importante mencionar que la puesta en marcha del fondo de fondos FOND-ICO Global actúa en favor de la dinamización del sector, ya que es una iniciativa pública que supondrá una importante inyección de liquidez; eso sí, siempre que el sector atraiga a inversores privados, que deberán aportar entre el 50% y el 70% de los fondos. Su puesta en funcionamiento ha motivado que muchas gestoras estén dando los primeros pasos para el levantamiento de nuevos fondos de capital-riesgo.

La ligera recuperación de la actividad económica nacional puede favorecer el desarrollo de la actividad de capital-riesgo en 2014, que no obstante sigue limitada por la escasez de crédito bancario.

II Informes y análisis

Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2012

Sara Ruiz de la Vega (*)

(*) Sara Ruiz de la Vega pertenece 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 2012), publicado en enero de 2014 por la CNMV.

1 Introducción

La CNMV presentó el pasado mes de enero el Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales correspondiente al ejercicio 2012¹. El presente artículo se basa en el mencionado informe, el noveno de los publicados hasta la fecha, para describir las principales características de las estructuras de gobierno corporativo en 2012, centrándose exclusivamente en las sociedades cotizadas².

El artículo se estructura del siguiente modo: en la sección segunda se describe la estructura de la propiedad, relacionándola con la participación en la junta general de accionistas; en la sección tercera se detalla la estructura del consejo de administración, aportando información, de forma específica, sobre la presencia de consejeros independientes, la diversidad de género y el funcionamiento del consejo y de sus comisiones; en la sección cuarta se resumen los aspectos más relevantes de las retribuciones de los consejos de las sociedades cotizadas; en las secciones quinta y sexta se describen las principales características de los sistemas de control de riesgos a los que se enfrentan las sociedades y de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF); en la sección séptima se analiza la aplicación del principio «cumplir o explicar», tanto en relación con el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado declarado por las sociedades, como en lo relativo a la calidad de las explicaciones ofrecidas cuando no las cumplen; por último, se cierra el artículo con las conclusiones más destacadas en la sección octava.

2 Estructura de la propiedad y participación en la junta general de accionistas

Uno de los principales aspectos que determina las prácticas de gobierno corporativo de una sociedad es su estructura de la propiedad, sobre todo en lo relativo a la composición de su consejo y comisiones delegadas. Este aspecto también es muy relevante porque los datos históricos muestran que el grado de participación de los accionistas en las juntas generales está directamente vinculado a la concentración de la propiedad.

1 Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2012F.pdf

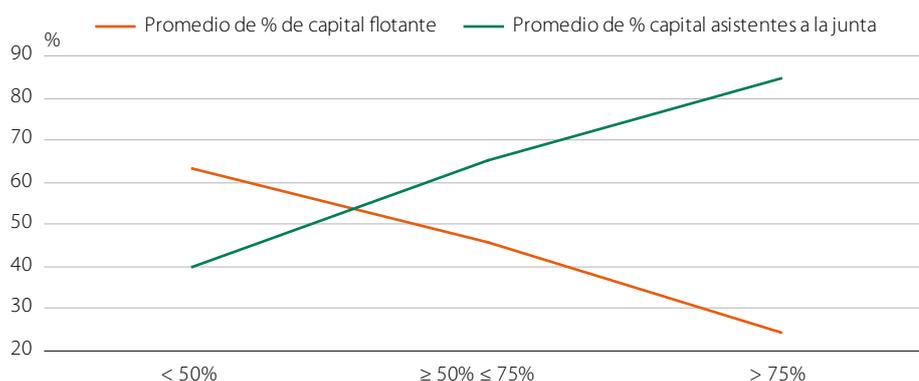
2 La información se obtiene del análisis de los IAGC del ejercicio 2012 publicados durante el pasado ejercicio por 146 sociedades cotizadas, excepto en el capítulo relativo a los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (sección sexta del artículo), en el que parte de la información se obtiene de una muestra en la que se incluyen emisores de renta fija.

Participación en las juntas generales

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas celebradas en 2012 se situó en el 71,1% (73% en 2011). Este nivel de participación sigue siendo inversamente proporcional al capital flotante de las sociedades. Es decir, como muestra el gráfico 1, los porcentajes máximos de participación en las juntas coinciden con los porcentajes mínimos de capital flotante.

Asistencia a junta versus capital flotante

GRÁFICO 1



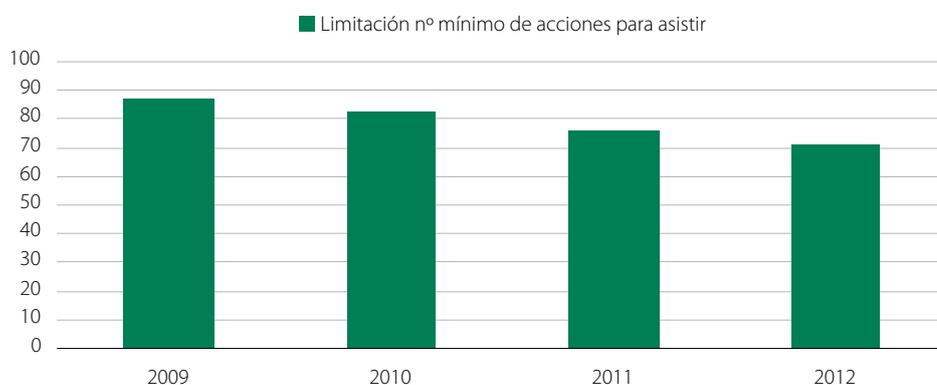
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Del mismo modo, en relación con la participación en la junta general de accionistas, se repitieron dos tendencias observadas en ejercicios anteriores:

- Si bien la presencia física siguió siendo el tipo de participación más extendido, la proporción de sociedades cuyos accionistas utilizan sistemas de voto a distancia ha aumentado de forma ininterrumpida desde 2009 (17,3% en el mencionado ejercicio; 29,5% en 2012).
- Por otro lado, continuó reduciéndose el número de sociedades que exigen un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta. El gráfico 2 muestra este descenso:

Limitaciones a la asistencia a juntas

GRÁFICO 2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Estructura de la propiedad

En cuanto a la estructura de la propiedad, el capital social agregado ascendía a 48.986 millones de euros, lo que supone un incremento del 14,8% respecto a 2011. Sin embargo, la capitalización bursátil disminuyó un 1,3%, siguiendo la tendencia decreciente de los últimos años.

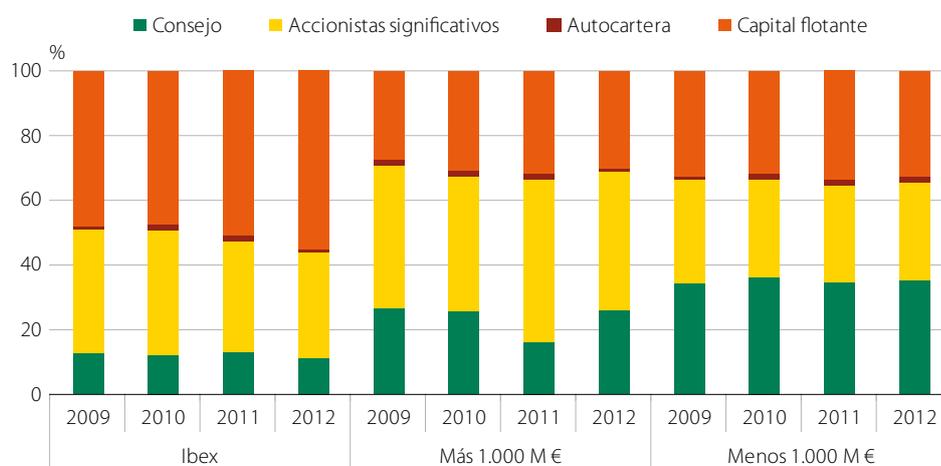
Respecto a la distribución del capital, los accionistas significativos no consejeros redujeron su participación hasta el 31,6% (32,5% en 2011) y el consejo de administración la aumentó ligeramente, hasta el 28,8% del capital social (28,3% en 2011). La autocartera representó el 1,5% (1,7% en 2011). Por tanto, el capital flotante aumentó ligeramente, hasta situarse en el 38,1% (37,5% en 2011). Este incremento fue más significativo en las sociedades del Ibex, en las que aumentó 4,5 puntos porcentuales, hasta alcanzar el 55,1%.

Destaca que en el 67,8% de las sociedades el capital flotante fue superior al 25%, mientras que en el 6,2% fue inferior al 5%. De las 17 sociedades que tenían un capital flotante inferior al 10%, siete pertenecían al sector inmobiliario.

El gráfico 3 muestra la evolución de la distribución del capital, por grupos de capitalización bursátil³.

Distribución porcentual del capital por grupos de capitalización

GRÁFICO 3



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En 39 sociedades (26,7% 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 37 compañías en 2011 (24,8%).

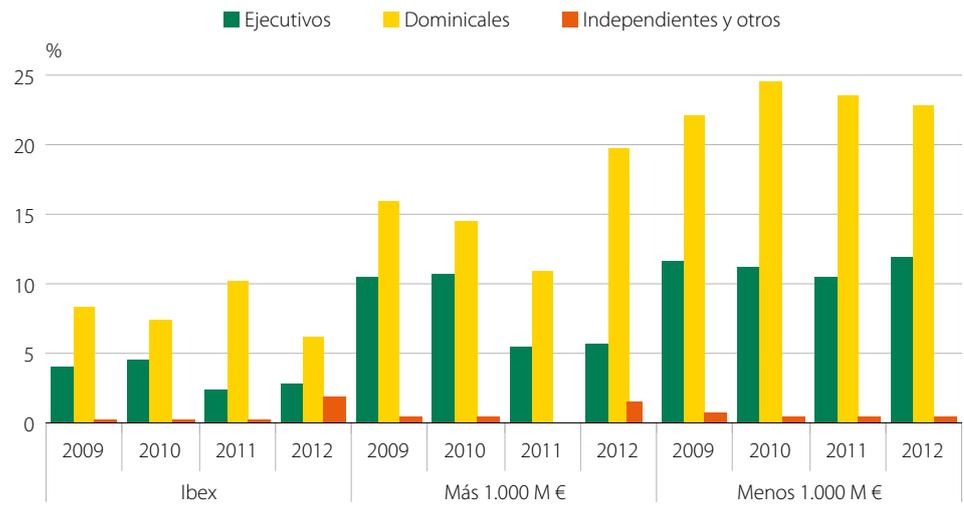
3 Los datos representan la media aritmética de la distribución del capital de las sociedades cotizadas, tomando como base de cálculo los porcentajes correspondientes, para cada sociedad, de las diferentes categorías incluidas en el gráfico. El porcentaje representativo de los accionistas significativos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

La suma de las participaciones significativas declaradas, incluidos los paquetes accionariales en poder del consejo de administración, superaban el 50% del capital social en 107 entidades (73,3% del total).

En el gráfico 4 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 4



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

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

En el caso de los dominicales, el 57,8% eran titulares de participaciones en sociedades cotizadas (61,5% en 2011), mientras que para los consejeros independientes, este porcentaje descendía al 53,9% (58,4% en 2011).

3 Consejo de administración

3.1 Estructura del consejo de administración

Los datos relativos al tamaño medio del consejo se mantuvieron en línea con los de años anteriores (10,2 frente a 10,5 en 2011). En las sociedades del Ibex, dicho promedio ascendió a 14 consejeros.

El 87,7% de los consejos estaba formado por un número de consejeros situado entre el mínimo de cinco y el máximo de 15 que recomienda el Código Unificado, perteneciendo la mayoría de los consejos que superan dicho límite al Ibex. Por el contrario, los consejos con menos de cinco miembros se concentraron en las sociedades con menor capitalización.

Sin embargo, se produjo un cambio significativo en la tipología de sus miembros: por primera vez en los últimos cuatro ejercicios, la proporción de independientes se situó por encima del tercio que recomienda el Código Unificado (33,9%). En el siguiente apartado se desarrolla la presencia y evolución de esta tipología de consejeros.

El cuadro 1 muestra la evolución de los porcentajes de cada tipología de consejeros en las sociedades cotizadas, agrupadas por capitalización bursátil:

Porcentaje de representación de las distintas tipologías de consejeros CUADRO 1

	% Ejecutivos				% Dominicales				% Independientes				% Otros externos			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
lbex	16,9	15,9	15,4	16,0	38,4	38,8	37,2	36,1	40,4	40,2	40,2	42,0	4,3	5,0	7,1	5,9
Más de 1.000 M €	19,5	18,6	18,9	20,5	50,6	48,1	48,6	45,6	25,3	28,2	23,4	23,2	4,5	5,1	9,0	10,7
Menos de 1.000 M €	18,8	17,2	16,9	17,0	48,4	49,6	48,4	47,6	26,3	26,9	29,0	30,8	6,4	6,3	5,7	4,6
Total	18,3	17,0	16,6	16,9	45,6	46,1	44,8	43,7	30,5	31,2	32,2	33,9	5,6	5,8	6,4	5,5

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

3.2 Consejeros independientes

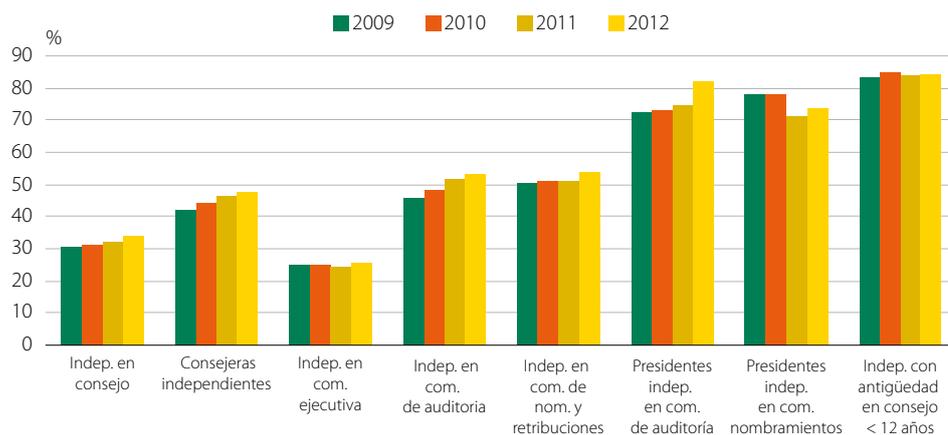
Como se ha expuesto anteriormente, el ejercicio 2012 fue el primero de los últimos cuatro en el que, a nivel agregado, la proporción de consejeros independientes se situó por encima del mínimo de un tercio que recomienda el Código Unificado, al pasar del 32,2% en 2011 al 33,9% en 2012. En relación con este aumento, hay que recordar que en 2012 también se produjo un incremento del capital flotante, aunque en menor medida.

Los consejeros independientes representaban la mayoría del consejo en el 15,1% de las sociedades analizadas. El número de sociedades que no contaba con ningún independiente en su consejo se redujo en un 53,3%, con lo que pasó a representar el 4,8% del total (10,1% en 2011).

En cuanto a los cargos de presidente y vicepresidente del consejo, estos tan solo estaban ocupados por consejeros independientes en el 5,5% (4% en 2011) y el 21,7% (22,6% en 2011), respectivamente.

En relación con la presencia de consejeros independientes en las comisiones del consejo, la proporción de independientes en el comité de auditoría (53,3%) y en la comisión de nombramientos y retribuciones (54%) fue superior a la del consejo (33,9%), como en ejercicios anteriores. La comisión ejecutiva continuó siendo la que mantiene un menor peso de independientes (25,4%).

El gráfico 5 muestra la evolución de los principales parámetros indicativos de la presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas:



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En el ejercicio 2012 aumentó considerablemente el porcentaje de sociedades con un presidente independiente en el comité de auditoría y, en menor medida, en la comisión de nombramientos: 81,9% y 71,4% en 2012, frente a 74,8% y 71,2% en 2011, respectivamente.

3.3 Diversidad de género

El Código Unificado considera 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 2012, el porcentaje de mujeres en los consejos se situó en el 10,4%, el mismo porcentaje que en 2011, y se produjo un descenso de 4,1 puntos porcentuales en el porcentaje de consejos de sociedades cotizadas con presencia femenina (62,3%). Por tipologías, en 2012 destacó el aumento de consejeras ejecutivas, así como la disminución de dominicales.

El cuadro 2 refleja la evolución, para el periodo 2009-2012, del número de puestos en los consejos ocupados por mujeres y del número de sociedades que contaban con representación femenina:

Presencia de mujeres en los consejos

CUADRO 2

	Nº de consejeras				% sobre el total				Nº de sociedades con mujeres				% sobre el total			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
Ibex	50	53	60	66	10,2	10,6	11,9	13,5	27	29	31	31	79,4	82,9	88,6	88,6
Más de 1.000 M €	13	17	11	12	8,4	10,9	9,9	9,8	6	9	7	7	42,9	64,3	70,0	70,0
Menos de 1.000 M €	87	88	91	77	8,8	9,4	9,6	8,7	58	60	61	53	53,7	57,7	58,7	52,5
Total	150	158	162	155	9,2	9,9	10,4	10,4	91	98	99	91	58,3	64,1	66,4	62,3

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En relación con los cargos que desempeñan las consejeras en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas, cabe destacar lo siguiente:

- El porcentaje de mujeres que ocupan el cargo de presidente del consejo se limitó al 3,2% (3,1% en 2011).
- Del total de 155 consejeras que formaban parte de los consejos de administración, un 15,5% eran miembros de la comisión ejecutiva, un 36,1% del comité de auditoría y un 32,9% de la de nombramientos y retribuciones.
- En 2012 aumentó el número de consejeras que no pertenecen a ninguna comisión (38,7% frente a 36,4% en 2011).

3.4 Funcionamiento del consejo

El Código Unificado no se pronuncia sobre la conveniencia de separar o no los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo de la sociedad, reconociendo que ambas opciones ofrecen ventajas e inconvenientes. No obstante, recomienda que en caso de que ambos cargos coincidan, se faculte a un consejero independiente 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 dirigir su evaluación (recomendación 17 del Código Unificado).

A este respecto, la tendencia observada en las sociedades cotizadas españolas en los últimos cuatro años es descendente: en 2009, en el 58,3% de las sociedades el cargo de presidente estaba ocupado por el primer ejecutivo, pasando al 50% en 2012. De las 73 sociedades que se hallaban en esta situación, 52 (20 del Ibex) tenían establecidas medidas para contrarrestar una concentración de poder excesiva en una única persona.

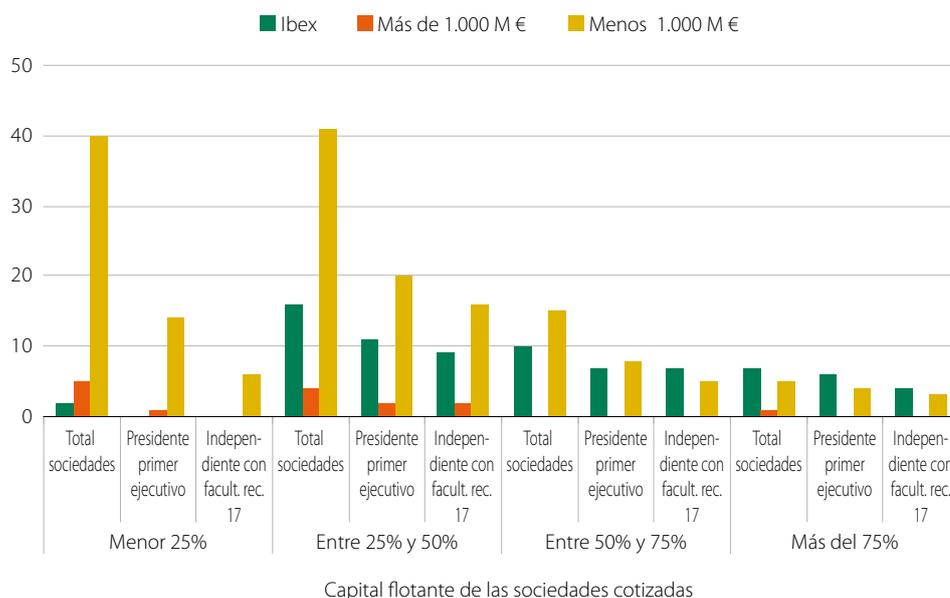
El gráfico 6 muestra el número de sociedades cuyo presidente asume funciones de primer ejecutivo y de las que otorgan a un consejero independiente las facultades previstas en la mencionada recomendación 17⁴.

En cuanto al secretario del consejo, el Código Unificado no se pronuncia sobre la conveniencia de que sea miembro del consejo, pero sí recomienda que, para salvaguardar la independencia, imparcialidad y profesionalidad en el desempeño de sus funciones, su nombramiento y cese sean informados por la comisión de nombramientos y aprobados por el pleno del consejo.

4 Recomendación 17 del Código Unificado: «Que, cuando el Presidente del Consejo sea también el primer ejecutivo de la sociedad, 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 y hacerse eco de las preocupaciones de los consejeros externos; y para dirigir la evaluación por el Consejo de su Presidente».

Número de sociedades con presidente ejecutivo y con consejero independiente al que se atribuyen las facultades previstas en la recomendación 17

GRÁFICO 6

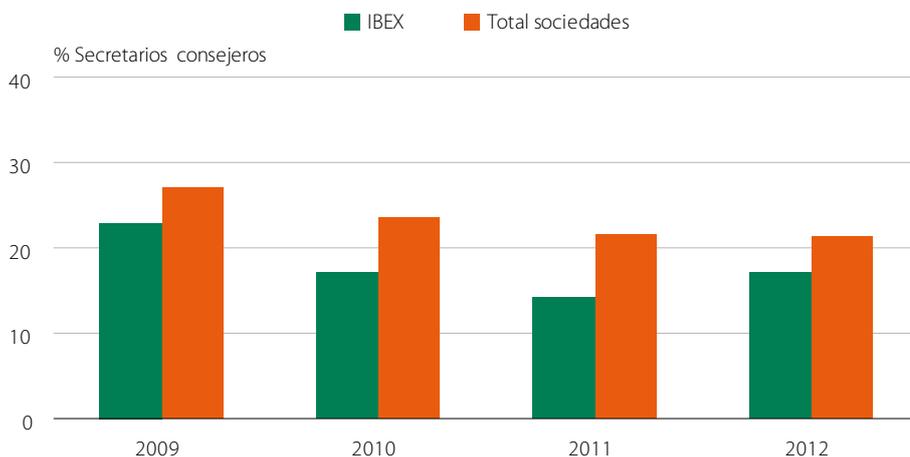


Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El gráfico 7 muestra el porcentaje de sociedades cuyo secretario es también consejero. Como se observa en este gráfico, dicho porcentaje se mantuvo prácticamente estable respecto al ejercicio anterior (el 21,2% en 2012, frente al 21,5% en 2011).

Sociedades con secretario miembro del consejo

GRÁFICO 7



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

3.5 Comisiones del consejo

Al igual que en ejercicios anteriores, la comisión ejecutiva fue la que estaba constituida en un menor número de sociedades⁵ (39,7% frente al 89% de la comisión de nombramientos y retribuciones). No obstante, este porcentaje aumenta hasta el 74,3% si se consideran únicamente las sociedades del Ibex.

En relación con la comisión de nombramientos y retribuciones, el Código Unificado recomienda que esté compuesta únicamente por consejeros externos, en su mayoría independientes, y que su presidente tenga esta tipología.

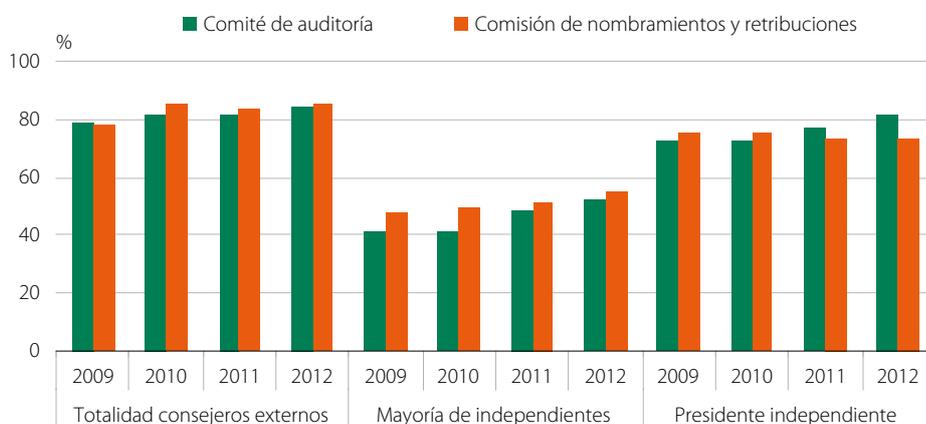
Un total de 59 sociedades (45,4%) cumplían estas recomendaciones. En 21 sociedades (8 del Ibex), la totalidad de los miembros de esta comisión eran consejeros independientes.

En cuanto al comité de auditoría, el Código Unificado también recomienda que esté compuesto únicamente por consejeros externos y que su presidente sea independiente (no hace referencia a una mayoría de independientes). El 84,8% de los comités de auditoría estaba formado exclusivamente por consejeros externos, y el 81,7% de los presidentes eran consejeros independientes.

El siguiente gráfico muestra la evolución del porcentaje de sociedades según el peso de los distintos tipos de consejeros en ambas comisiones.

Número de sociedades según la composición del comité de auditoría y de la comisión de nombramientos y retribuciones

GRÁFICO 8



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

5 No obstante, no debe olvidarse que la constitución de un comité de auditoría es una obligación legal para todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, según lo establecido en la disposición adicional decimoctava de la LMV.

4 Retribuciones del consejo

El ejercicio 2012 fue el segundo año en el que las sociedades tuvieron que elaborar y someter a votación consultiva, como punto separado del orden del día, un informe anual sobre remuneraciones de los consejeros (IARC). Sin embargo, dada la ausencia de un modelo oficial, estos informes se han elaborado de forma heterogénea. Para remediar esta situación, la CNMV publicó una circular durante el pasado ejercicio en la que se establece el modelo al que deben sujetarse los IARC en las sociedades anónimas cotizadas⁶. Los informes que se tengan que someter a votación de las juntas generales ordinarias que se celebren a partir del 1 de enero de 2014 deberán seguir dicho modelo.

Además de la obligación de elaborar un IARC, las sociedades deben incluir en el IAGC información agregada de carácter cuantitativo sobre la remuneración devengada por el consejo de administración. Los datos estadísticos que se incluyen a continuación se han elaborado a partir de la información agregada que las sociedades incorporaron en sus IAGC correspondientes al ejercicio 2012.

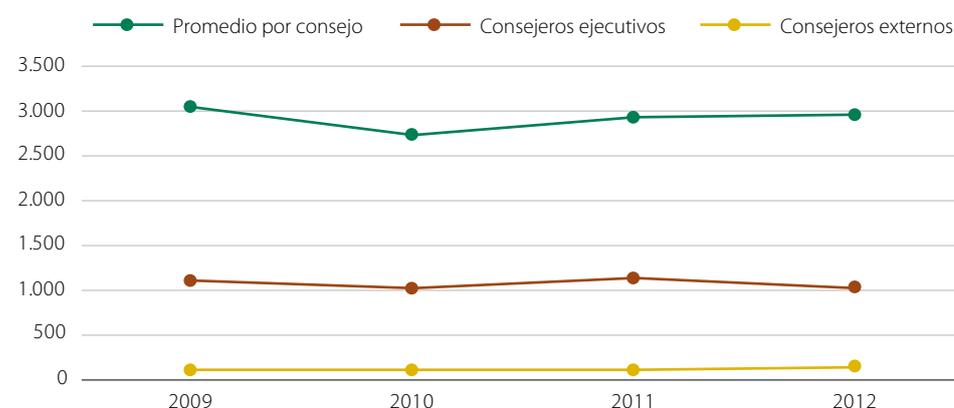
En dicho ejercicio, la retribución media devengada por consejo ascendió a 2,9 millones de euros. Hay que tener en cuenta que en una sociedad se produjo un incremento singular de 24,7 millones de euros, debido a una indemnización por el cese de un consejero en el ejercicio de sus funciones ejecutivas. Sin tener en cuenta esta remuneración extraordinaria, la retribución media del consejo habría disminuido un 5,5% respecto al ejercicio anterior, y en caso contrario, la retribución media habría aumentado un 1%.

En las comparaciones respecto al ejercicio anterior que siguen en este apartado no se tendrá en cuenta este aumento extraordinario.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la retribución media por consejo, por consejero ejecutivo y por consejero externo de las sociedades cotizadas para los últimos cuatro ejercicios.

Evolución de la remuneración media

GRÁFICO 9



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

6 Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La retribución media por consejero fue de 288.500 euros anuales, lo que supone un descenso de un 2,6% respecto al ejercicio anterior.

La remuneración media de los ejecutivos se situó en 1 millón de euros, por lo que hay un descenso del 8,4% respecto a 2011; para los consejeros externos, la media fue de 138.000 euros, lo que supone un incremento interanual del 1,3%.

En términos agregados, la estructura retributiva se mantiene en proporciones similares a las de ejercicios anteriores. Respecto a los distintos conceptos retributivos, analizados individualmente, destaca lo siguiente:

- La retribución fija continuó siendo la de mayor peso en la remuneración total, situándose su importe medio en 1,3 millones de euros. El 61% del importe agregado correspondió a consejeros de sociedades del Ibex.
- En el 54,8% de las sociedades se devengaron retribuciones variables a los consejeros, siendo la media por consejo de 1,3 millones de euros. La retribución variable de las compañías del Ibex representó un 72,6% del total devengado por este concepto en 2012.

En línea con la caída de los resultados, el componente variable de la remuneración se redujo de media un 10,1% respecto a 2011.

- El 61,6% de las sociedades pagaron dietas a sus consejeros por un importe medio de 432.000 euros anuales, un 3,6% menos que en 2011.
- El 30,1% de las sociedades declara haber devengado atenciones estatutarias en 2012. El 81,8% de las que realizaron pagos por este concepto no superó los dos millones de euros.
- Los sistemas retributivos que incluyen planes de opciones sobre acciones están dirigidos, mayoritariamente, a los consejeros ejecutivos. No obstante, en 2012 solo ocho sociedades utilizaron este concepto retributivo, concentrándose en el Ibex el 77,4% del importe anual devengado.

5 Sistemas de control de riesgos

La gestión de riesgos ha sido uno de los aspectos relacionados con el gobierno corporativo más cuestionados en los últimos años. Consciente de su importancia, la Comisión Europea lanzó en diciembre de 2012 un plan de acción⁷ que contempla, como uno de sus elementos fundamentales, el aumento de la transparencia de las empresas en lo que respecta a las políticas de gestión de riesgos, entre otros aspectos.

7 Plan de acción: Derecho de sociedades europeo y gobierno corporativo - un marco jurídico moderno para una mayor participación de los accionistas y la viabilidad de las empresas. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:ES:PDF>

El citado plan de acción recogía como una de sus iniciativas principales la divulgación de las disposiciones en materia de gestión de riesgos, previendo para ello modificar durante 2013 la Directiva Contable.

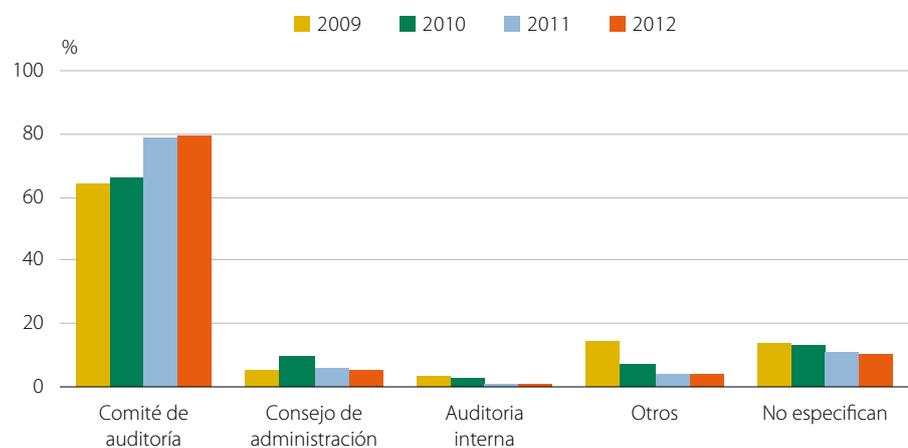
Así, en abril de 2013, la Comisión Europea publicó la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifican las Directivas 78/660/CEE y 83/349/CEE del Consejo. En la misma se introduce, entre otras, la obligación de que el informe consolidado de gestión contenga una descripción de los principales riesgos e incertidumbres a los que se enfrenta la sociedad. Dicha Directiva fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea de 29 de junio de 2013.

En relación con los IAGC del ejercicio 2012, el Código Unificado recomienda que el comité de auditoría se encargue de revisar periódicamente los sistemas de control interno y de gestión de riesgos para que se identifiquen, gestionen y den a conocer adecuadamente los principales riesgos. Por otra parte, la Ley 12/2010, de 30 de junio, de Auditoría modificó la disposición adicional decimoctava de la LMV, en la que se asignan nuevas funciones al comité de auditoría, entre las que destaca la de supervisar la eficacia del control interno de la sociedad y los sistemas de gestión de riesgos.

El gráfico 10 muestra la distribución de las sociedades cotizadas en función del órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control.

Número de sociedades según el órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control

GRÁFICO 10



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

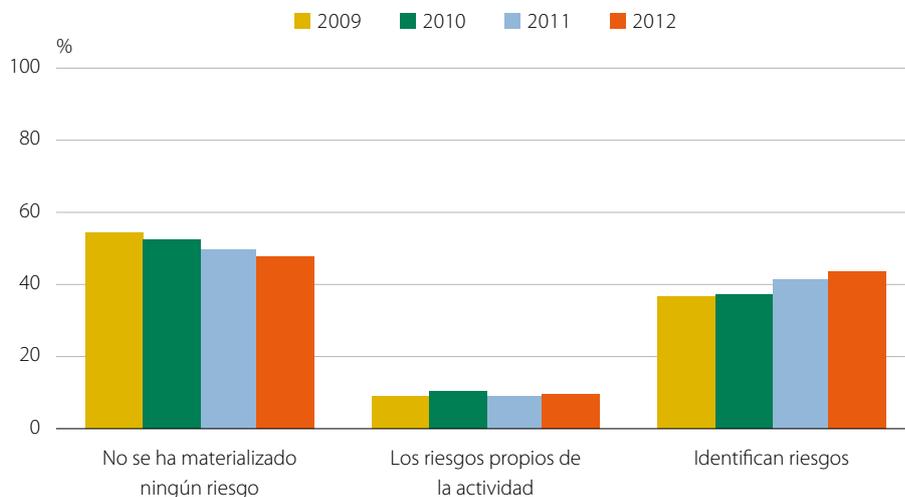
Se observa que la proporción de sociedades que encomiendan al comité de auditoría la supervisión de los sistemas de control de riesgos se mantuvo prácticamente estable respecto al ejercicio anterior, representando el 79,5% de las sociedades. Desde 2009, el porcentaje ha aumentado 15 puntos porcentuales.

En el IAGC también se debe incluir información sobre los riesgos materializados durante el ejercicio, las circunstancias que los han motivado y si han funcionado los sistemas de control establecidos.

El gráfico 11 muestra, para los últimos cuatro años, la evolución de la información proporcionada por las sociedades en relación con los distintos tipos de riesgos materializados.

Número de sociedades según los riesgos materializados

GRÁFICO 11



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El porcentaje de sociedades que declaran que no se ha materializado ningún riesgo descendió por cuarto año consecutivo (69 sociedades en 2012 frente a 74 en 2011). Tanto el número de sociedades que declaran haberse visto afectadas únicamente por los riesgos propios de la actividad como el de las que indican que han identificado riesgos concretos aumentó solo en una sociedad (14 y 63 sociedades, respectivamente).

Aunque la identificación de los riesgos suele ser genérica y orientada hacia una descripción de las características del sector en el que opera cada sociedad, todos los sectores coincidieron en destacar los riesgos derivados de las dificultades de financiación, así como el riesgo de crédito y el impacto producido por la contención del gasto y de la inversión públicos.

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

La obligación de introducir en el IAGC una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de información financiera regulada fue introducida por el artículo 61 bis de la LMV, afectando a los ejercicios que empezaran a partir del 1 de enero de 2011.

En junio de 2010, la CNMV publicó un documento elaborado por un grupo de expertos que contiene una serie de recomendaciones sobre estos sistemas para las sociedades cotizadas.

El 24 de junio de 2013 se publicó la Circular 5/2013, de 12 de junio, por la que la CNMV estableció, entre otros, el modelo de IAGC para las sociedades anónimas cotizadas. Dicho modelo tiene un capítulo específico en el que se detalla la información que las sociedades deben incluir sobre sus sistemas de control en relación con el proceso de emisión de información financiera.

Por tanto, teniendo en cuenta que la mencionada circular resulta de aplicación a los IAGC que se presenten a partir del 1 de enero de 2014, los correspondientes al ejercicio 2012 no estaban todavía sujetos a un formato definido para informar sobre estos aspectos. En dicho ejercicio, aproximadamente un 70% de las sociedades cotizadas siguió el formato del grupo de expertos (21%) o el de la circular (49%). Las sociedades restantes eligieron un formato libre, si bien un 13,4% del total utilizó los cinco componentes definidos en COSO⁸.

La mayoría de las sociedades ha realizado una descripción de sus SCIIF en sus IAGC, cumpliendo con carácter general lo establecido en la LMV.

Con relación a la recomendación del grupo de expertos de someter la descripción del SCIIF a la revisión del auditor, 32 sociedades la han seguido, y otras 13 han llevado a cabo revisiones de mayor alcance. En total, estas sociedades representaron un 26% del total (aproximadamente un 75% en el caso de las del Ibex).

Dejando a un lado aspectos meramente formales, el nivel de desglose de la información fue en general adecuado, aunque en algún caso su contenido fue excesivamente generalista. Para un 15% de las sociedades incluidas en la muestra⁹ su contenido se consideró claramente insuficiente, sobre todo en lo relativo a la descripción de las actividades de control y supervisión del funcionamiento del sistema.

A continuación se enumeran los aspectos más relevantes declarados por las sociedades incluidas en la muestra anteriormente mencionada:

- Entorno de control de la entidad sobre la información financiera: el 90% de las sociedades identificó al consejo de administración como responsable de la existencia y mantenimiento del SCIIF, y al comité de auditoría, de su supervisión.
- Evaluación del riesgo de la información financiera: un 89% de las sociedades aportó información sobre las características de sus procesos de identificación de riesgos, si bien un 30% aproximadamente lo hizo de forma muy general.
- Actividades de control: el 92% de las entidades informó sobre la existencia de actividades de control para mitigar los riesgos de error o irregularidades en la información financiera, aunque no todas las describieron.
- Información y comunicación: el 85% de las entidades informó de la existencia de mecanismos para transmitir las políticas contables al personal que elabora

8 Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission: entorno de control, evaluación de riesgos, actividades de control, información y comunicación, y supervisión.

9 La revisión de la descripción del SCIIF ha sido más exhaustiva para una muestra que incluye, principalmente, a las sociedades del Ibex y otros emisores de renta fija y variable seleccionados para una revisión sustantiva en 2012 (aproximadamente 100 sociedades en total).

la información financiera, así como de sistemas de información que permiten recabar la información que soporta los estados financieros.

- Supervisión del funcionamiento del sistema: en general, las sociedades indicaron que la responsabilidad corresponde a sus comités de auditoría, y gran parte de ellas señalaron que cuentan además con una función de auditoría interna que colabora con esta tarea de supervisión.

7 Principio de «cumplir o explicar»

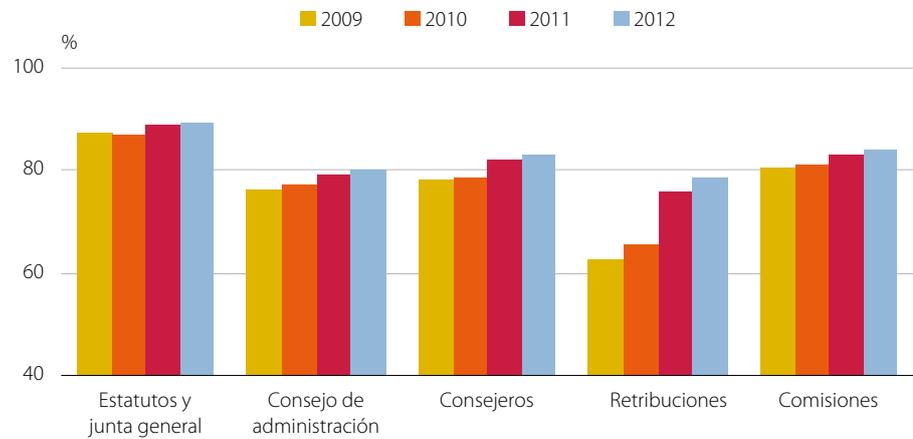
Bajo el principio de «cumplir o explicar», las sociedades deben indicar en el IAGC el grado de seguimiento de cada una de las 58 recomendaciones del Código Unificado, manifestando si cumplen total o parcialmente cada una de ellas y motivando, en su caso, las prácticas o criterios por las que se apartan de las recomendaciones.

Las principales conclusiones obtenidas de las declaraciones incluidas en los IAGC de 2012 son las siguientes:

- En promedio, las sociedades cotizadas cumplieron el 82,4% de las recomendaciones del Código Unificado (81,3% en 2011) y, adicionalmente, de forma parcial, otro 7,1% (7,6% en 2011). Por tanto, a nivel agregado, no siguieron, ni siquiera de forma parcial, el 10,5% de las recomendaciones.
- Más de la mitad de las sociedades cotizadas (53,4%) declararon cumplir un porcentaje del Código Unificado superior al del ejercicio anterior.
- Un total de 53 sociedades (36,3% del total) siguieron más del 90% de las recomendaciones del Código Unificado; de ellas cinco declararon cumplir el 100%. Por el contrario, el 4,1% de las sociedades cotizadas registró un grado de seguimiento de las recomendaciones inferior al 50%.
- Las únicas recomendaciones seguidas por todas las sociedades fueron la 7 (que el consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio, y que se guíe por el interés de la compañía) y la 53 (que el consejo procure presentar las cuentas a la junta general sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría).
- Por el contrario, y a pesar de que, como ya se ha mencionado en el presente artículo, el porcentaje de consejeros independientes fue el más elevado de los últimos cuatro ejercicios, las recomendaciones que menos se siguieron fueron las relativas a la presencia de estos en los órganos de gobierno de la sociedad.
- Las recomendaciones 13 (que el número de consejeros independientes representen al menos un tercio del total de los consejeros) y 54 (que la mayoría de los miembros de la comisión de nombramientos y retribuciones sean consejeros independientes) no fueron seguidas por el 49,3% y el 42,1% de las sociedades, respectivamente.

El siguiente gráfico muestra, en promedio, el grado de seguimiento total de las recomendaciones del Código Unificado, agrupadas por categorías, para los últimos cuatro ejercicios:

Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado GRÁFICO 12

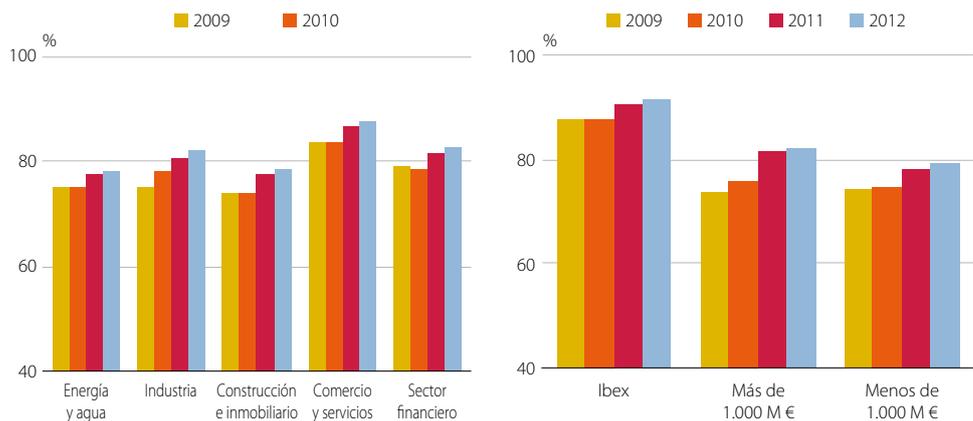


Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En todas las categorías se registraron incrementos de seguimiento, aunque el avance más importante se encuentra en aquellas relativas a las remuneraciones de los consejeros (78,9% frente a 76% en 2011).

Por otra parte, como muestra el gráfico siguiente, el sector operativo y la capitalización bursátil están relacionados con el grado de seguimiento de las recomendaciones.

Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado por sector de actividad y capitalización GRÁFICO 13



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El porcentaje de incumplimiento de las sociedades del Ibex representaba un tercio del registrado por el resto de sociedades. En cuanto a la agrupación sectorial, todos los sectores registraron incrementos en el grado de seguimiento del Código Unificado, superando un seguimiento del 80% en todos ellos excepto en el sector de agua y energía y en el sector de la construcción e inmobiliario.

En relación con la segunda parte del principio «cumplir o explicar», la CNMV analiza desde hace cinco años la calidad de las explicaciones ofrecidas por las sociedades cuando no cumplen las recomendaciones del Código Unificado.

Estas explicaciones deben contener la información necesaria para que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgar los motivos que justifiquen su proceder cuando se apartan de lo recomendado en el Código.

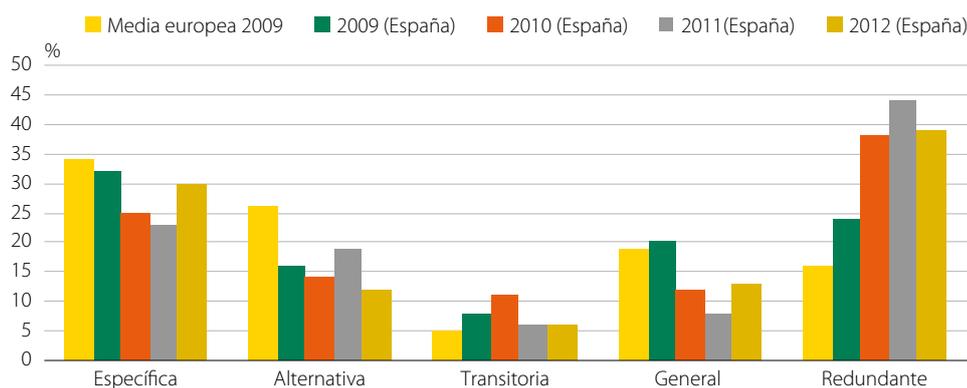
Para su análisis, las 466 explicaciones que forman parte de la muestra¹⁰, se clasificaron en las siguientes categorías¹¹:

- Redundantes: aquellas que reiteran el hecho del incumplimiento o solo indican la existencia de una desviación respecto de la recomendación.
- Alternativas: no explican las causas por las que existe incumplimiento, pero incluyen información adicional específica sobre procedimientos o actuaciones de la sociedad que se pueden considerar alternativas a lo recomendado por el Código Unificado.
- Generales: motivan, de forma genérica, un desacuerdo con la recomendación, pero no desarrollan una explicación específica para la sociedad en concreto.
- Transitorias: la sociedad declara el compromiso de adoptar las medidas necesarias para cumplir la recomendación en el futuro.
- Específicas: informan sobre una situación específica de la sociedad y explican los motivos por los que esta les impide seguir la recomendación.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la clasificación de las explicaciones para los últimos cuatro ejercicios, así como la media europea de 2009:

Clasificación de explicaciones: ejercicios 2009-2012

GRÁFICO 14



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

10 En el ejercicio 2012 se analizaron 503 explicaciones, 37 de las cuales fueron descartadas por contener errores. Estas explicaciones corresponden a las diez recomendaciones menos seguidas del Código (recomendaciones 12, 13, 15, 17, 26, 29, 36, 47, 48 y 54).

11 Categorías extraídas del informe de Risk Metrics (2009). *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*.

Como se aprecia en el gráfico, en 2012 no se observó, de manera general, una mejora significativa en la calidad de las explicaciones. Si se consideran en conjunto las explicaciones redundantes y generales (que serían las que aportan información de peor calidad), se observa que representaron el mismo porcentaje que en el ejercicio anterior, estando aún lejos de la media registrada a nivel europeo en el ejercicio 2009.

8 Conclusiones

Las principales conclusiones que se extraen del análisis de los informes de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas referidos a 2012 son las siguientes:

- Desde que en el año 2006 se aprobó el Código Unificado hasta 2012¹², que fue el último año de aplicación del mismo, se han observado importantes mejoras en los IAGC de las sociedades cotizadas, destacando especialmente la relativa a la información general ofrecida en los mencionados informes, el mayor cumplimiento de las definiciones vinculantes incluidas en el Código y el mayor grado de seguimiento de las recomendaciones.
- Uno de los principales avances observados en 2012 fue que, por primera vez en los últimos cuatro ejercicios, la proporción de consejeros independientes se ha situado, a nivel agregado, por encima del tercio que recomienda el Código Unificado.
- Además, el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado continuó con la tendencia creciente observada en los últimos años hasta situarse en el 82,4%.

Más de la mitad de las sociedades (53,4%) declaró cumplir un porcentaje del Código Unificado superior al del ejercicio anterior.

- No obstante, también se observan importantes áreas de mejora. Una de ellas es la calidad de las explicaciones ofrecidas por las sociedades cuando se apartan de lo recomendado en el Código, que no experimentó mejoras respecto al ejercicio anterior.

Una gran parte de las explicaciones analizadas no contenían información suficiente para que los accionistas, los inversores y los mercados en general pudieran juzgar los motivos que justifican las desviaciones respecto a lo recomendado en el Código. Esto provocó el envío de escritos con orientaciones individualizadas destinadas a mejorar la calidad de las explicaciones en ejercicios futuros.

- La presencia de mujeres en el consejo tampoco mostró avances en 2012, estancándose en el 10,4%, mismo porcentaje que en el ejercicio anterior.

12 En junio de 2013 el Consejo de la CNMV aprobó una versión actualizada del Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

- Otro dato relevante relativo al consejo de administración es el descenso, por cuarto año consecutivo, del número de sociedades cuyo presidente es el primer ejecutivo (50% en 2012, frente a 58,3% en 2009).
- La presencia física siguió siendo el tipo de participación más extendido, si bien también continuó la tendencia creciente en el porcentaje de sociedades cuyos accionistas utilizan sistemas de voto a distancia (29,5% en 2012, frente a 17,3% en 2009).
- La retribución media por consejo fue de 2,9 millones de euros, lo que supone un descenso del 5,5% respecto al ejercicio anterior; y la retribución media por consejero fue de 288.500 euros, un 2,6% menos que en 2011, descontando en ambos casos el efecto de un incremento singular de 24,7 millones de euros de indemnización como consecuencia del cese de un consejero en el ejercicio de sus funciones ejecutivas.

Tendencias en las entidades y productos registrados en la CNMV durante 2013

Pilar Grande, Marta Lorenzo, Pilar del Pozo, Alberto Pérez y Emilia Tamargo (*)

(*) Pilar Grande, Marta Lorenzo, Pilar del Pozo, Alberto Pérez y Emilia Tamargo pertenecen a la División de Registro y Autorización de Entidades (DARE) de la CNMV.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es destacar las principales tendencias observadas en las entidades registradas en la CNMV (entidades y sociedades gestoras de capital-riesgo, empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva), así como en los productos de inversión colectiva, durante el año 2013.

La información que aquí se utiliza procede, fundamentalmente, de la experiencia del Departamento de Autorización y Registro de Entidades (DARE) de la CNMV en la tramitación de expedientes relativos a las entidades mencionadas.

El artículo se estructura del siguiente modo: la sección segunda se dedica a las instituciones de inversión colectiva; la sección tercera, a las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras; la sección cuarta, a las empresas de servicios de inversión, agrupadas en sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera, por un lado, y entidades de asesoramiento financiero, por otro; finalmente, la sección quinta se dedica a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva.

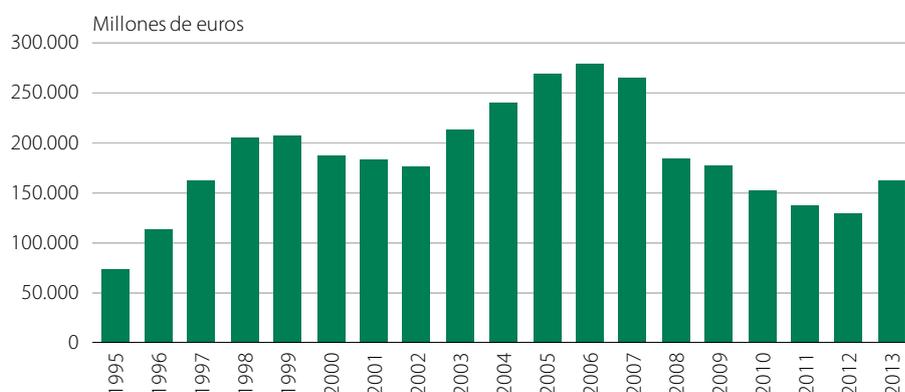
2 Instituciones de inversión colectiva

2.1 Patrimonio, suscripciones y reembolsos

El pasado año se produjo el primer aumento en el patrimonio total de los fondos de inversión nacionales (financieros y no financieros) desde 2006. Al cierre del ejercicio, el patrimonio de estos vehículos se situó en 157.546 millones de euros, un 24,5% más que el año anterior.

Patrimonio de los fondos de inversión

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

En el caso de los fondos de inversión financieros, cuyo patrimonio suponía el 97,6% del total a final de año, el aumento patrimonial fue del 25,8%. Este notable incremento se explica tanto por las revalorizaciones alcanzadas durante el periodo como, sobre todo, por el predominio de las suscripciones sobre los reembolsos. En efecto, tras un largo periodo de reembolsos netos para el sector, durante el pasado ejercicio se registraron suscripciones netas positivas por un importe de 23.048 millones de euros, equivalente al 18,8% del patrimonio al inicio del periodo y al 73,2% del aumento patrimonial a final de año. El número de partícipes se incrementó en un 13,91%, situándose en 5,1 millones.

La mayor parte de las categorías de fondos registraron flujos netos de entrada positivos, pero hubo importantes excepciones. Los fondos de gestión pasiva fueron los que registraron un mayor volumen de suscripciones netas dirigidas, fundamentalmente, a los fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado, que se incluyen dentro de esta categoría y cuyo número se incrementó fuertemente. Las suscripciones netas en este tipo de fondos ascendieron a 8.964 millones de euros, lo que supone el 38,9% del total. La segunda categoría que experimentó más suscripciones netas fue la de los fondos de renta fija euro a corto plazo, con un importe de 8.225 millones de euros (35,7% del total). En cuanto a las excepciones, las categorías más penalizadas por los reembolsos netos fueron las correspondientes a fondos garantizados, al igual que el año anterior. Así, los flujos netos de salida alcanzaron un importe de 3.808 millones de euros en los fondos garantizados con rendimiento fijo y de 1.759 millones de euros en los garantizados con rendimiento variable.

Por su parte, las sociedades de inversión de carácter financiero (SICAV) también experimentaron un notable crecimiento en términos de patrimonio, que alcanzó los 27.334 millones de euros, un 14,7% más que el año anterior. En cambio, el número de accionistas de estas sociedades aumentó tan solo un 0,1%, situándose en 407.442.

Como puede verse en el cuadro 1, los aumentos patrimoniales más importantes entre las distintas categorías de fondos de inversión financiera fueron los producidos en las instituciones de inversión colectiva (IIC) de gestión pasiva y en los fondos de renta fija euro. En el primer caso, el aumento fue particularmente significativo por su intensidad, lo que permitió que el peso relativo de estas IIC en el patrimonio total de los fondos pasase del 2,4% en 2012 al 10,5% en 2013. En el caso de los fondos de renta fija euro se partía de un patrimonio mucho mayor; no obstante, el peso relativo de estos fondos en el total se incrementó en casi tres puntos porcentuales, situándose en el 29,0%. También cabe destacar el fuerte aumento porcentual sobre el año anterior en los fondos de renta variable mixta internacional, cuyo peso en el patrimonio total se situó en el 3,0%, frente al 1,3% del año anterior.

En cuanto a las reducciones de patrimonio, las más importantes por su cuantía fueron las experimentadas por los fondos garantizados de rendimiento variable y rendimiento fijo. El descenso comportó una reducción del peso relativo de estos fondos en el patrimonio total del sector, tradicionalmente muy elevado. La importancia relativa de los primeros pasó del 11,3% en 2012 al 7,7% en 2013 y la de los segundos, del 29,4% al 20,1%.

Así pues, aunque los fondos garantizados siguen concentrando una parte importante del patrimonio del sector, han perdido peso de forma notable en favor de otras vocaciones, entre las que destacan los fondos de renta fija euro –que siguen siendo los más importantes– y los de gestión pasiva.

Vocación	Patrimonio				Var. (%)
	2012		2013		
	Importe (miles de euros)	% Total	Importe (miles de euros)	% Total	
Monetario	6.983.331	5,6	8.420.948	5,4	20,6
Renta fija euro	32.558.705	26,2	45.409.480	29,0	39,5
Renta fija internacional	1.122.590	0,9	1.228.427	0,8	9,4
Renta fija mixta euro	2.912.429	2,4	4.008.324	2,6	37,6
Renta fija mixta internacional	2.588.427	2,1	4.129.717	2,6	59,6
Renta variable mixta euro	1.610.511	1,3	1.555.665	1,0	-3,4
Renta variable mixta internacional	1.569.368	1,3	4.756.767	3,0	203,1
Renta variable euro	5.270.202	4,3	8.632.840	5,5	63,8
Renta variable internacional	6.614.977	5,3	8.849.035	5,7	33,8
IIC de gestión pasiva	2.991.188	2,4	16.515.867	10,5	452,2
Garantizado de rendimiento fijo	36.445.005	29,4	31.481.216	20,1	-13,6
Garantizado de rendimiento variable	14.040.648	11,3	12.044.757	7,7	-14,2
De garantía parcial	372.502	0,3	459.071	0,3	23,2
Retorno absoluto	4.601.903	3,7	4.659.874	3,0	1,3
Global	4.358.603	3,5	4.528.072	2,9	3,9
Total	124.040.389	100,0	156.680.060	100,0	26,3

Fuente: CNMV.

Considerando los datos obtenidos por INVERCO, en 2013 los fondos de inversión libre aumentaron su patrimonio en un 4,01%, hasta los 879.474 millones de euros, y los fondos de fondos de inversión libre lo redujeron en un 15,36%, situándose su patrimonio al cierre del ejercicio en 288.446 millones de euros.

En cuanto a los fondos de inversión no financieros, el patrimonio de los inmobiliarios fue, al cierre de 2013, de 3.683 millones de euros, lo que supuso un descenso patrimonial del 12,35% con respecto a 2012.

2.2 Rentabilidades

Las rentabilidades del ejercicio, ponderadas por patrimonio, fueron positivas en todas las categorías. En línea con la trayectoria alcista de los precios en los mercados de renta variable, los fondos más rentables fueron los de renta variable, tanto euro (con una rentabilidad del 28,06%, más del doble que en 2012), como internacional (20,3%). También cabe destacar el aumento de la rentabilidad (10,99%, más del triple que el año anterior) en los fondos de garantía parcial.

En las categorías más significativas por su peso en el patrimonio total del sector, la rentabilidad: i) descendió en los fondos de renta fija euro (del 3,78% en 2012 al 2,48% en 2013), ii) se mantuvo en un nivel (4,96%) parecido al del año anterior en los garantizados de rendimiento fijo y iii) se incrementó en los fondos de gestión pasiva (del 7,04% al 8,88%) y en los garantizados de rendimiento variable (del 4,55% al 6%). Como se aprecia en el cuadro 2, la rentabilidad media ponderada en 2013 del conjunto de los fondos aumentó en un punto porcentual respecto a 2012.

Vocación	2010	2011	2012	2013
Monetario	0,47	1,68	2,20	1,36
Renta fija euro	0,61	1,14	3,78	2,48
Renta fija internacional	4,16	1,75	7,74	0,82
Renta fija mixta euro	0,90	-1,49	5,20	5,77
Renta fija mixta internacional	0,46	-2,11	4,73	2,68
Renta variable mixta euro	-0,12	-6,23	6,81	14,97
Renta variable mixta internacional	2,25	-6,33	9,38	9,32
Renta variable euro	2,05	-12,59	12,31	28,06
Renta variable internacional	5,34	-11,80	13,05	20,30
IIC de gestión pasiva	2,21	-7,47	7,04	8,88
Garantizado de rendimiento fijo	0,78	3,04	4,85	4,96
Garantizado de rendimiento variable	0,46	0,35	4,55	6,00
De garantía parcial	-1,36	-2,26	3,44	10,99
Retorno absoluto	0,92	-2,14	3,85	2,46
Global	1,88	-5,21	7,42	8,71
Total	0,35	-0,07	5,50	6,50

Fuente: CNMV.

Según los datos facilitados por INVERCO, los fondos de inversión libre también experimentaron un considerable aumento de su rentabilidad, pasando su media ponderada del 6,91% en 2012 al 19,3% en 2013.

En cuanto a los fondos de inversión inmobiliaria, estos experimentaron un año más rentabilidades negativas. Concretamente, la media ponderada del sector se situó en el -11,28%, frente al -5,55% del año anterior.

2.3 Políticas de inversión

A pesar del incremento en patrimonio y participes, se produjo una reducción del número de vehículos en todas las categorías de fondos de inversión financieros, a excepción de la de gestión pasiva, donde prácticamente se duplicó (197 al cierre de 2013, frente a 99 al final de 2012). Excluyendo la inversión libre (fondos y fondos de fondos) y los fondos inmobiliarios, el número total de fondos registrados en la CNMV se redujo un 11,64%, situándose en 2.307. Las mayores reducciones en términos porcentuales respecto al año anterior se produjeron en las vocaciones mixtas, tanto en la de renta fija mixta (-31,58%) como en la de renta variable mixta (-30,77%). Les siguieron en orden de importancia las producidas en las categorías de renta fija a largo plazo (-27,63%), fondos monetarios (-24,05%) y garantizados de rendimiento variable (-21,70%).

En cuanto a los cambios de política de inversión de los fondos registrados, durante el ejercicio se produjo la conversión de muchos fondos de renta fija (tanto garantizados como no garantizados) en fondos de renta fija con objetivo de rentabilidad no garantizado. En relación con estos cambios, cabe hacer mención de las medidas

adoptadas por la CNMV como consecuencia de que se advirtiera, desde los primeros meses de 2013, que un número elevado de fondos con garantías vencidas modificaron su política de inversión por otra muy similar, con objetivo concreto de rentabilidad pero no garantizado. En concreto, la CNMV publicó en julio de 2013 un comunicado alertando sobre el riesgo de que los inversores no fuesen conscientes de la modificación de la naturaleza y del riesgo de su inversión e instando a las entidades a evitar este tipo de sustitución de fondos de inversión garantizados por fondos no garantizados. Asimismo, la CNMV introdujo medidas adicionales de transparencia en beneficio de los inversores afectados por esta sustitución.

2.4 Altas y bajas de IIC

Como se observa en el cuadro 3, a lo largo de 2013 se dieron de alta 144 fondos de inversión financieros tradicionales, un 25% más que en 2012. El número de bajas fue superior debido, fundamentalmente, a la continuidad de los procesos de fusión de productos que la industria viene desarrollando durante los últimos años. Como consecuencia de ello, el número total de fondos registrados en la CNMV se redujo un 7,5% respecto al año anterior, situándose en 2.040.

Como se aprecia en el gráfico 2, el aumento en el número de altas de SICAV resultó aún más intenso que en de los fondos (124 en 2013 frente a tan solo 35 en 2012) y vino acompañado de una notable reducción en el número de bajas, lo que se reflejó en un significativo incremento del número de sociedades registradas. El crecimiento en el número de altas de IIC, junto con el aumento patrimonial vinculado a la entrada neta de fondos tras varios años de salidas netas, sugieren que también este sector se ha beneficiado del descenso en la percepción de riesgo y de la mejora de las expectativas sobre la economía española. En el caso de las SICAV, es posible también que el proceso de regularización fiscal que tuvo lugar en España en 2012 haya incidido favorablemente en su crecimiento.

Número de IIC y depositarios registrados

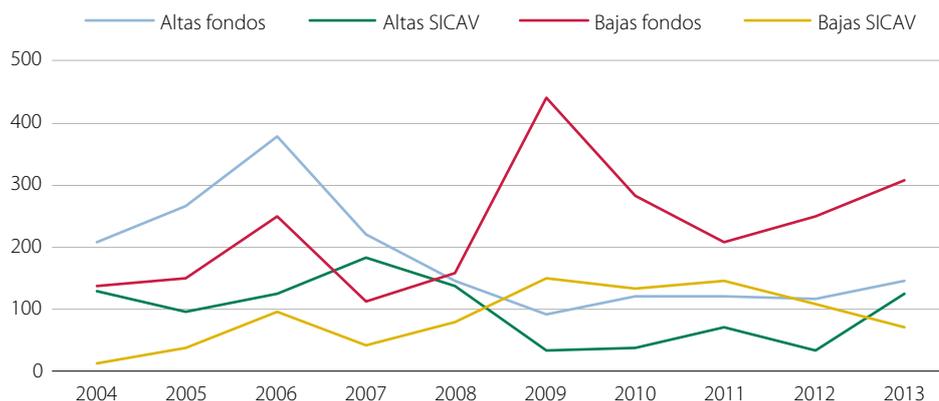
CUADRO 3

Tipo de entidad	Número de entidades				Var. (%)
	Registradas a 31/12/12	Altas	Bajas	Registradas a 31/12/13	
Total IIC de carácter financiero	5.246	271	391	5.126	-2,3
Fondos de inversión	2.205	147	309	2.043	-7,3
Sociedades de inversión	2.981	124	70	3.035	1,8
IIC de IIC de inversión libre	24	0	2	22	-8,3
IIC de inversión libre	36	3	10	29	-19,4
Total IIC de carácter no financiero	14	2	0	16	14,3
Fondos de inversión inmobiliaria	6	0	0	6	0,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	2	0	10	25,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España	754	90	62	782	3,7
Fondos extranjeros	421	39	51	409	-2,9
Sociedades extranjeras	333	51	11	373	12,0
Depositarios	84	0	7	77	-8,3
Total IIC	6.098	363	460	6.001	-1,6

Fuente: CNMV.

Altas y bajas de IIC nacionales en los registros de la CNMV

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Como se ha indicado, las fusiones constituyeron el principal motivo del descenso en el número de fondos de inversión financieros registrados en la CNMV. El número de fondos implicados en estos procesos, que en 2012 había sido de 371, aumentó en 2013 hasta 451. Los motivos de este incremento fueron la racionalización de la gama de productos de las gestoras y, aunque en menor medida que los últimos años, el proceso de reestructuración bancaria.

De los 309 fondos de inversión financieros tradicionales que se dieron de baja durante el pasado año, nueve (dos de ellos ETF) se liquidaron por disolución (cuatro en 2012). En el caso de los fondos de inversión libre, de las ocho bajas del ejercicio, cuatro se produjeron por transformación en fondos de inversión tradicional, tres por disolución y la restante por absorción. En 2013 se dieron de baja dos fondos de inversión libre, ambos por absorción, y dos sociedades de inversión libre, por el mismo motivo. No causó baja ningún fondo inmobiliario.

El número de operaciones de fusiones mixtas –esto es, que implican a fondos e IIC de tipo societario– aumentó con respecto al año anterior: cuatro operaciones en 2012, frente a siete operaciones en 2013 (seis de estas afectaron a seis fondos y ocho SICAV y una sirvió para que un fondo de inversión libre absorbiese a dos sociedades de inversión libre).

En 2013 se constituyeron tres fondos de inversión con compartimentos. Cabe recordar que el primer fondo de este tipo se registró en 2012.

Durante el ejercicio se revocó la autorización de siete SICAV (ninguna en 2012) por el incumplimiento de los requisitos exigidos a dichas entidades.

El número de IIC extranjeras comercializadas en España registradas en la CNMV aumentó un 4%. Al final del ejercicio, estaban registradas un total de 782 IIC extranjeras (409 fondos y 373 sociedades)¹. La mayoría de estas IIC están constituidas en Luxemburgo, Francia e Irlanda, países que suponen el 89% del total.

¹ Según datos de INVERCO, el patrimonio de las IIC extranjeras a 31/12/2013 ascendía a 65 mil millones de euros (53 mil millones en 2012).

El proceso de reestructuración bancaria motivó que continuase reduciéndose el número de depositarios en los registros de la CNMV, aunque en menor medida que en 2012. Durante el pasado año se dieron de baja siete depositarios, frente a los 19 del ejercicio anterior. Al cierre de 2013 figuraban registrados 77 depositarios de IIC, siete menos que en 2012.

2.5 Novedades normativas

La modificación normativa más relevante en el ejercicio 2013 ha sido la Circular 2/2013, de 9 de mayo, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva. Como principales novedades, cabe destacar que la circular hace extensivo el Documento con los Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) a las IIC que no tengan la consideración de armonizadas de acuerdo con la normativa europea (aunque con ciertas excepciones para las IIC inmobiliarias y de inversión libre), establece los modelos de DFI y folleto de las IIC, recoge los nuevos supuestos que otorgan derecho de separación a los partícipes y, finalmente, incluye una revisión de la lista de elementos esenciales de las IIC.

El 1 de julio de 2013 finalizó el plazo fijado por el Real Decreto 1082/2013² para que las IIC que desearan ser registradas como armonizadas adaptasen su cartera de inversiones conforme a lo señalado en la Directiva 2009/65/EC³. Como consecuencia, al cierre del ejercicio 2013 aproximadamente un 50% del total de los fondos financieros (excluyendo la inversión libre) figuraban registrados como armonizados. El elevado peso que los fondos garantizados y los fondos con objetivo concreto de rentabilidad tienen en la industria española explica el importante número de IIC financieras tradicionales no armonizadas. Estos fondos no se sujetan a algunos de los límites de diversificación establecidos por la Directiva 2009/65/EC, como, por ejemplo, el de tener diversificada la cartera de deuda pública en más de seis emisiones. En cuanto a las SICAV, en torno a un 14% estaban registradas como armonizadas al cierre de 2013.

3 Entidades de capital-riesgo

3.1 Evolución del número de entidades durante el ejercicio

Un total de 256 entidades de capital-riesgo (ECR), de las cuales 126 eran fondos (FCR) y 130 sociedades (SCR), figuraban inscritas en los registros de la CNMV al finalizar el año. También estaban inscritas 78 sociedades gestoras de ECR (SGEGR). Así pues, durante el pasado año se produjo un ligero descenso respecto al año anterior (en torno al 2%), en el número total de ECR y SGEGR registradas. En lo que respecta a las primeras, el registro se ha reducido en seis entidades, siendo la prime-

2 Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

3 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

ra vez que se experimenta una reducción desde la entrada en vigor de la Ley 25/2005 reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras.

El retroceso en el número de entidades se concentró, fundamentalmente, en las SCR, entre las que se produjeron 18 bajas, y en las SGECR, que registraron cinco. Todas ellas se produjeron en el contexto de los procesos de reestructuración bancaria, como consecuencia de cambios de control en las entidades de crédito y reorientaciones de la política inversora de estas, lo que ha comportado en diversos casos desinversiones en las carteras industriales. Asimismo ha tenido cierta repercusión en el número de bajas el nuevo marco regulatorio en el entorno de las energías renovables.

Altas y bajas en el registro de entidades de capital-riesgo

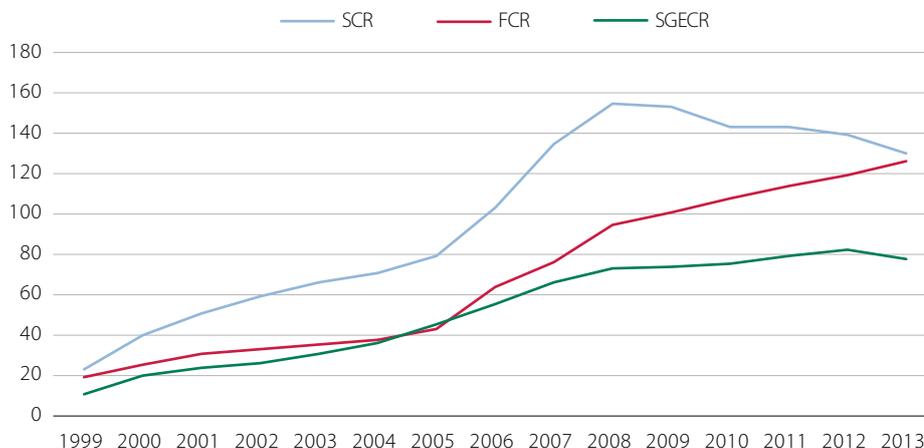
CUADRO 4

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/12	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/13
Total ECR y SGECR	340	19	25	334
Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo	82	1	5	78
Sociedades de capital-riesgo	139	9	18	130
Fondos de capital-riesgo	119	9	2	126

Fuente: CNMV.

Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

No obstante, hay que reseñar que el último trimestre del año ha sido muy activo en cuanto a autorizaciones se refiere. En concreto, al final del ejercicio se hallaban autorizados por la CNMV seis FCR y cinco SCR pendientes de inscripción y que, por lo tanto, no están computados en el cuadro 4. Cuatro de los seis fondos autorizados fueron promovidos por el sector público en la comunidad autónoma del País Vasco.

Como ha venido ocurriendo en los últimos años, más del 70% de las nuevas ECR se acogen al régimen simplificado. En cuanto al domicilio de las ECR, más del 65% están domiciliadas en Madrid.

3.2 Descenso del volumen de inversión⁴

El volumen de inversión para el conjunto del sector de capital-riesgo en 2013 siguió siendo bajo. El importe alcanzado fue de 1.701 millones de euros, un 31% inferior a 2012 y muy cercano al mínimo histórico del sector (1.669 millones en 2009). No obstante, es importante resaltar que la mayor parte de la inversión (más de 1.200 millones de euros) se produjo durante el segundo semestre del año, lo que podría anticipar un cambio de tendencia. Los fondos internacionales fueron responsables del 51% del volumen invertido.

De las inversiones realizadas, el 90,7% fueron operaciones de menos de cinco millones de euros y, de este porcentaje, el 74% correspondió a operaciones muy pequeñas, de menos de un millón de euros, dirigidas principalmente a pymes españolas en las fases de arranque y expansión. Solo tres operaciones superaron los 100 millones de euros.

La captación de nuevos fondos para invertir ascendió a 1.346 millones, un 33,5% menos que en 2012. De este importe, 864 millones correspondieron a fondos internacionales, 312 fueron captados por operadores nacionales privados y el resto, por operadores nacionales públicos.

En cuanto a las desinversiones, estas alcanzaron un importe de 1.451 millones de euros, lo que supone un incremento del 21,3% respecto a 2012. En total, se realizaron 268 operaciones de este tipo.

3.3 Estrategias de inversión de las nuevas entidades

Las políticas de inversión de las SCR registradas en 2013, nueve en total, se decantan mayoritariamente por el sector tecnológico, si bien el sector de la salud también ocupa un lugar representativo.

En cuanto a los nuevos FCR inscritos –también nueve–, seis de ellos son fondos de fondos, que en su mayoría se han constituido con el objetivo de invertir en el mercado secundario, adquiriendo participaciones de inversores institucionales con problemas de liquidez. Estos fondos actuarán fundamentalmente en EEUU y Latinoamérica.

Respecto a las fases de inversión, la mayoría de las nuevas entidades se han concentrado en las primeras (semilla y arranque), así como en la de expansión.

3.4 Registro del FOND-ICO Global

Como hito significativo del pasado ejercicio cabe destacar el registro de FOND-ICO Global, primer fondo de fondos público que se crea en España. Este fondo se constituyó con una dotación de 1.200 millones de euros, con el objetivo de promover la creación de fondos de capital-riesgo privados que realicen inversiones en todas sus

4 Los datos de este apartado han sido publicados por la Asociación de Entidades Españolas de Capital-Riesgo (ASCRI).

fases de desarrollo. Se pretende, en última instancia, movilizar recursos por un importe superior a los 3.000 millones de euros. La sociedad gestora del fondo es Axis, que asimismo se encarga de seleccionar los fondos de capital-riesgo más adecuados.

La sociedad gestora aprobó en diciembre, mediante concurso, la adjudicación de los seis primeros fondos en los que va a invertir FOND-ICO Global, tres de ellos dirigidos a inversiones de capital-riesgo puro (*venture capital*) y los tres restantes a capital-expansión. En esta primera convocatoria hay que destacar que el compromiso total de inversión se ha elevado a 685 millones de euros, de los que 189 corresponden a la aportación de FOND-ICO Global.

Asimismo, está previsto cerrar una nueva convocatoria a finales del primer trimestre de 2014, con el objetivo de seleccionar ocho nuevos fondos. A esta la seguirán nuevas convocatorias en el mes de junio y en el último trimestre del año.

3.5 Novedades normativas

La Directiva 2011/61/UE relativa a los gestores de inversión alternativa afecta de forma significativa a las entidades de capital-riesgo. Su transposición, todavía pendiente en España, se realizará en el marco de una nueva norma de capital-riesgo actualmente en trámite que verá la luz, previsiblemente, a finales del primer semestre de 2014. Esta norma posibilitará a los gestores que cumplan los requisitos exigibles la consecución del pasaporte europeo para comercializar fondos alternativos en todos los países de la Unión Europea.

La futura normativa, actualmente plasmada en un Anteproyecto de Ley, por el que se regulan las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión de tipo cerrado, introduce nuevos requisitos para las sociedades gestoras en cuanto a su estructura y organización, con el objetivo de garantizar el control de los riesgos, de la liquidez y de los conflictos de interés. En particular, en el nuevo marco normativo se señalan requisitos para evitar que la política de remuneraciones de las gestoras incentive una toma de riesgos excesivos. Asimismo, introduce una reducción de las cargas administrativas en el régimen de entidades de capital-riesgo.

Por otra parte, el anteproyecto de referencia crea la figura de la entidad de capital-riesgo pyme, aplicable a aquellas entidades que destinen al menos el 70% de su inversión a pymes, a las que también aportarán asesoramiento.

4 Empresas de servicios de inversión

4.1 Sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras

Excluidas las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), cuya evolución se comenta más adelante (véanse el cuadro 5 y el gráfico 4), el ejercicio 2013 se cerró con un total de 87 empresas de servicios de inversión (ESI) registradas en la CNMV, seis menos que el año anterior. Estas entidades disponían de 29 sucursales y 6.811 agen-

tes en el territorio nacional. Para prestar servicios de inversión en el Espacio Económico Europeo (EEE) contaban con 253 pasaportes relativos al régimen de libre prestación y siete sucursales. Además, disponían de seis autorizaciones para prestar servicios en régimen de libre prestación en terceros países.

Así pues, el número de entidades registradas en el sector continuó ajustándose a la baja, como viene sucediendo desde finales de la década de los años noventa del siglo pasado. Durante el pasado año se produjeron cuatro altas y diez bajas. Las entidades más afectadas por las bajas fueron las sociedades de valores (SV), que registraron seis. También se dieron de baja tres agencias de valores (AV) y una sociedad gestora de carteras (SGC). Se espera que en 2014 se produzca una ligera disminución en el número de entidades registradas, en línea con la tendencia observada durante los últimos años.

Dos de las bajas referidas se produjeron por el abandono de la actividad en España. El resto vino motivado por ajustes en la estructuración del grupo financiero de pertenencia. En este caso, las entidades siguen vinculadas al sector financiero debido, bien a su transformación en otro tipo de entidad, bien a su absorción por otra entidad financiera del grupo. La mayoría de las entidades que causaron baja, siete en concreto, estaban participadas por entidades financieras (banco, ESI o SGIIC) nacionales o extranjeras.

En cuanto a las entidades registradas durante el ejercicio, volvió a ponerse de manifiesto una preferencia por las AV frente a otros tipos de ESI, así como el importante papel desempeñado por profesionales independientes anteriormente vinculados al sector financiero en la promoción de nuevas entidades. De las cuatro altas producidas durante el año, tres correspondieron a AV y la restante a una SV. Tres de las nuevas entidades contaban con un accionariado independiente, mientras que la cuarta estaba participada por una aseguradora nacional.

Al cierre del ejercicio, tanto las SV como las AV suponían el 94% del número total de ESI registradas, correspondiendo a las SGC el 6% restante.

Tras las altas y bajas producidas en 2013, el esquema accionarial de las ESI era el siguiente: 61% de entidades independientes, 25% participadas por entidades financieras nacionales (de crédito o de seguros), 8% participadas por entidades financieras no comunitarias y el resto con un accionariado diverso. Los principales cambios accionariales registrados en las ESI durante el ejercicio fueron promovidos, por un lado, por grupos financieros, tanto de dentro como de fuera del EEE y, por otro, por los procesos de reestructuración de entidades financieras realizados al amparo de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

Es importante destacar que la reestructuración del sistema financiero español y los procesos corporativos internos en los grupos vinculados a las cajas de ahorro han afectado en los últimos ejercicios a las ESI, principalmente por el lado del accionariado. No obstante, el número de ESI inscritas no se ha visto prácticamente afectado por esta causa.

También cabe resaltar que las entidades financieras andorranas, que entraron por primera vez en nuestro mercado en el año 2009, han reducido durante este ejercicio su presencia en las ESI nacionales, si bien siguen vinculadas a este sector a través de otras entidades financieras (SGIIC o banco).

Con respecto a la actuación transfronteriza de las ESI nacionales, los principales movimientos se han producido en la libre prestación de servicios, donde se aprecia una ligera reducción en el número de pasaportes registrados, ya que las ESI que se han dado de baja en el 2013 tenían una considerable presencia a nivel europeo. A 31 de diciembre, más del 47% de las entidades registradas disfrutaba de un pasaporte de prestación de servicios de inversión correspondiente, bien al régimen de libre prestación de servicios, bien al establecimiento permanente. Durante este ejercicio, dos AV solicitaron autorización para operar en terceros países, concretamente en Chile, Panamá, Perú y Suiza.

4.1.1 ESI extranjeras

En relación con la actuación de las ESI extranjeras, estas siguen aumentando su presencia en España, si bien de manera más moderada. El Reino Unido es el país que aporta un mayor número de pasaportes extranjeros a nivel nacional, concretamente el 80% (2.136 pasaportes). Es destacable la presencia de pasaportes registrados de Chipre. Este país es el segundo por número de pasaportes (104 en total), con un incremento respecto al ejercicio anterior del 28,40%.

4.2 Empresas de asesoramiento financiero

El número total de EAFI inscritas a 31 de diciembre de 2013 ascendía a 126, de las que 96 correspondían a personas jurídicas y 30 a personas físicas. Las EAFI disponían, en esa fecha, de nueve sucursales y 11 pasaportes para prestar servicios en el Espacio Económico Europeo en régimen de libre prestación.

En 2013 se inscribieron un total de 29 entidades. Se mantuvo, por tanto, una pauta de aumento en el número de entidades registradas similar al observado desde que comenzó el registro en el año 2009 (16 entidades en dicho ejercicio, 36 en 2010, 31 en 2011 y 23 en 2012).

Durante el ejercicio se recibieron 50 solicitudes de inscripción. Este número es algo superior al de los tres últimos años (37 en 2010, 30 en 2011 y 36 en 2012).

Durante 2013 no llegaron a buen término 16 solicitudes, en cuatro casos por no cumplir los requisitos para constituirse como EAFI y en los 12 restantes por desistimiento de los interesados. El número de denegaciones se mantiene en línea con el observado durante los últimos tres años (dos denegaciones en 2010 y tres tanto en 2011 como en 2012).

En 2013 se produjeron cuatro bajas. De ellas, tres se debieron a la transformación en EAFI persona jurídica de EAFI persona física y una a la renuncia voluntaria por

parte de la EAFI. El número de bajas es igual al del año precedente, esto es, cuatro bajas. En el año 2011 se produjo la primera baja en los registros de EAFI.

Se prevé para 2014 un crecimiento moderado del número de EAFI inscritas en el registro de la CNMV, atendiendo a la pauta seguida tanto en 2013 como en los años anteriores y al hecho de que el número de solicitudes recibidas en 2013, pese a ser superior al de los tres años precedentes, no es tan elevado como para anticipar un aumento de mayor intensidad.

Altas y bajas en el registro de ESI

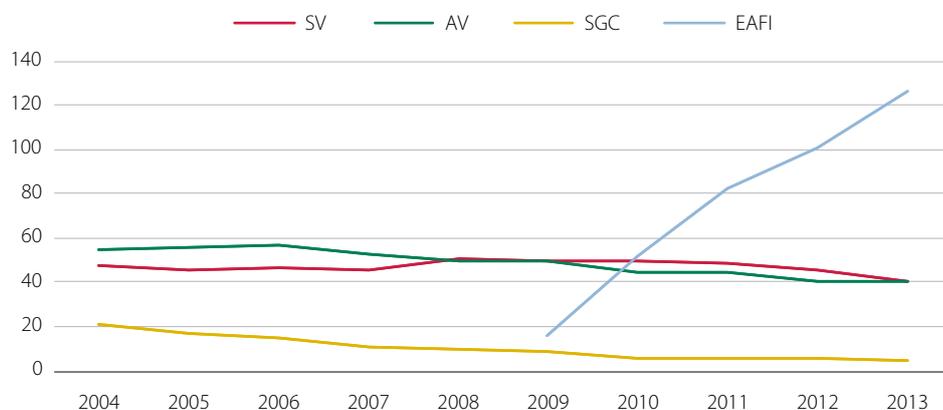
CUADRO 5

Tipo de entidad	Número de entidades				Var. (%)
	Registradas a 31/12/2012	Altas	Bajas	Registradas a 31/12/2013	
Sociedades de valores	46	1	6	41	-11
Agencias de valores	41	3	3	41	0
Sociedades gestoras de cartera	6	0	1	5	-17
EAFI	101	29	4	126	25
Sucursales	37	7	6	38	3
Libre prestación	2.496	279	132	2.643	6
Total	2.727	319	152	2.894	6

Fuente: CNMV.

Número de ESI registradas

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

5 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva

Durante el año 2013 el número de SGIIC se ha reducido en nueve respecto al año anterior. Se ha dado de alta una entidad, que se dedicará a la gestión de IIC y de carteras discrecionales, y se ha registrado la baja de diez, de las cuales seis pertenecían a bancos españoles y cuatro, a grupos financieros extranjeros. Se ha regis-

trado, por tanto, el mismo número de altas y bajas que en los años 2011 y 2012 (véase el cuadro 6). También se mantuvo una tendencia parecida en cuanto al tipo de entidad que se ha dado de baja, predominantemente entidades vinculadas al sector bancario.

Altas y bajas en el registro de SGIIC

CUADRO 6

	Número de entidades				Var. (%)
	Registradas a 31/12/2012	Altas	Bajas	Registradas a 31/12/2013	
2011	123	1	10	114	-7,3
2012	114	1	10	105	-7,9
2013	105	1	10	96	-8,6

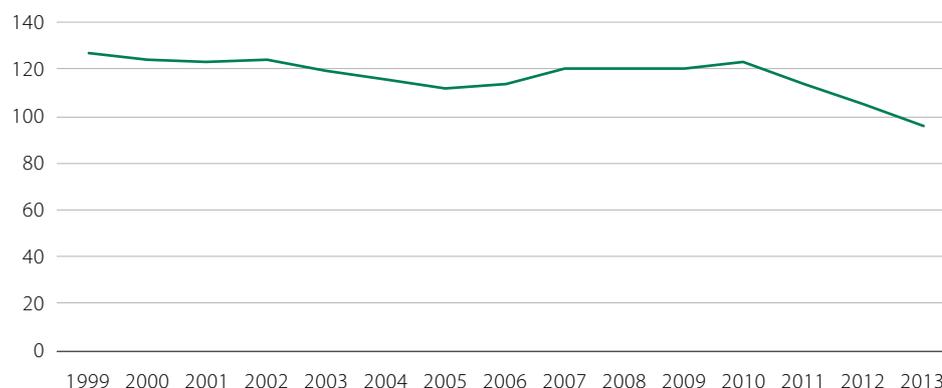
Fuente: CNMV.

El número de entidades registradas se situó en 96 al cierre del ejercicio, lo que mantiene al sector en niveles similares a los de finales de los años ochenta. Desde 2011, el sector viene sufriendo un intenso descenso en el número de entidades, asociado al proceso de reestructuración de las entidades de crédito, principalmente, y el pasado año no fue una excepción. En los últimos tres años se han dado de baja un total de 30 SGIIC, es decir, la cuarta parte de las que figuraban registradas en el año 2007. No obstante, parece que el ajuste pudiera estar llegando a su fin, ya que en la fecha de elaboración de este informe únicamente están previstas cuatro bajas de SGIIC durante los próximos meses.

En los próximos meses está previsto el registro de la transformación de una EAFI en SGIIC para poder acometer la gestión integral y comercialización de determinadas IIC de las que en la actualidad es asesora. Asimismo, está prevista la baja de cuatro SGIIC, dos pertenecientes a grupos bancarios españoles, una perteneciente a un grupo bancario andorrano y otra perteneciente a una sociedad de valores.

Número de SGIIC registradas

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Durante el ejercicio se produjeron cuatro cambios de control. Dos SGIIC españolas controladas por grupos financieros extranjeros pasaron a estar bajo el control de

otro grupo financiero extranjero en un caso y de un banco español en el otro. En una tercera, dependiente de un banco español, este ha pasado a compartir el control con grupos americanos dedicados al capital-riesgo. Finalmente, otra SGIIC también controlada por un banco español pasó a estar controlada por un banco andorrano como paso previo a su baja por absorción.

En lo relativo a resultados, el resultado agregado del sector se incrementó un 66% respecto al ejercicio anterior, a pesar de que el número de entidades se redujo casi en un 9%. El número de entidades que registraron pérdidas pasó de 28 en 2012 a 11 en 2013 y las pérdidas acumuladas por estas empresas se redujeron en un 79%. Las entidades con beneficios fueron 85 (77 en 2012), incrementándose el resultado para estas entidades en un 60% respecto al año anterior.

El número de empleados en el sector de las SGIIC se situó en 2.087 al cierre del ejercicio 2013, un 3% más que el año anterior.

III Novedades regulatorias

Apuntes sobre el Mercado Alternativo de Renta Fija y su Reglamento

Rafael Sánchez de la Peña (*)

(*) Rafael Sánchez de la Peña es Director Adjunto a la Presidencia de la CNMV.

1 Introducción

El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se halla operativo desde octubre de 2013. El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores había autorizado su Reglamento unos meses antes, en concreto el 22 de mayo de 2013.

Con la autorización de dicho Reglamento se ponía fin al proceso de análisis que, a lo largo de varios meses habían desarrollado los responsables del área de renta fija del grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) en torno a la configuración operativa que debía adoptarse en un mercado alternativo, orientado a la financiación de empresas mediante emisiones de renta fija que pueden tener un encaje difícil en los mercados secundarios oficiales.

Los elementos más relevantes de esas discusiones se comentarán posteriormente en este artículo. Antes resulta conveniente presentar los rasgos más característicos del MARF y para ello lo mejor es acudir a su Reglamento, que representa un espacio poliédrico cuyas caras se corresponden con las diversas facetas que caracterizan a esta infraestructura de negociación. Para conocer bien el MARF es conveniente comentar cada una de esas facetas.

Los apuntes sobre el Reglamento del MARF que se presentan en este artículo hacen referencia a los siguientes aspectos: la configuración legal y funcional del nuevo mercado (sección segunda); las entidades que pueden ser miembros negociadores (sección tercera); el tipo de emisores y emisiones que han inspirado su diseño (sección cuarta); los valores que pueden ser admitidos a negociación (sección quinta); las condiciones que deben cumplir emisores y emisiones para acceder al mercado (sección sexta); y, por último, las circunstancias que se han considerado a la hora de establecer el modelo de negociación y difusión de información (sección séptima). El artículo se cierra con unos apuntes finales sobre las razones que, a juicio del autor, han motivado la creación de este mercado (sección octava).

2 La configuración legal y funcional del MARF

El MARF es un sistema multilateral de negociación establecido con arreglo a lo dispuesto en los artículos 118 a 126 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV).

Como tal sistema de negociación no tiene forma societaria y carece de personalidad jurídica propia separada de la de su entidad rectora, en este caso AIAF Mercado de Renta Fija S. A. (en lo sucesivo, AIAF), que es una sociedad rectora de mercados secundarios oficiales al amparo de la LMV.

El consejo de administración de AIAF es el órgano rector máximo del MARF. Tiene todas las competencias para administrar y gestionar este sistema de negociación. Obviamente el Reglamento del MARF que fue remitido para su autorización a la CNMV había sido previamente aprobado por el Consejo de AIAF, al igual que las distintas circulares que luego, en desarrollo del Reglamento, fueron publicadas. Hay que advertir que estas circulares no requieren la aprobación formal del supervisor, aunque sí su comunicación oportuna antes de ser públicas.

La gestión diaria del sistema se halla delegada en un director gerente nombrado por dicho consejo. El MARF cuenta además con tres comisiones: la Comisión de Incorporación de Valores, la Comisión de Supervisión y la Comisión de Arbitraje. Las dos primeras están integradas exclusivamente por miembros del consejo de administración de AIAF, mientras que en la tercera puede haber representantes del mercado. Las funciones de estas comisiones son las siguientes:

- La Comisión de Incorporación de Valores propone al consejo de administración la incorporación de valores y emisores al sistema, hace el seguimiento de la evolución de los valores admitidos y analiza las demandas de los emisores y de los miembros negociadores del sistema.
- La Comisión de Supervisión vigila el cumplimiento de las reglas dictadas en el ámbito de la negociación y el uso de los medios técnicos e informáticos que el mercado pone a disposición de sus miembros. También tiene como cometido impedir actuaciones de abuso de mercado, tomar las medidas oportunas al respecto y decidir las interrupciones de contratación de los valores, la suspensión cautelar de la actividad de algún miembro negociador o la revocación de los operadores.
- La Comisión de Arbitraje resuelve las reclamaciones que puedan presentar los miembros negociadores y las controversias que puedan plantearse entre ellos.

Una comparativa de la estructura legal del MARF con relación al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) mostraría más semejanzas que diferencias. El MARF se halla regido directamente por una sociedad rectora de mercados secundarios oficiales y el MAB lo está también, aunque indirectamente, dado que su entidad rectora está participada y controlada enteramente por las cuatro sociedades rectoras de las bolsas. Como se ha indicado, el consejo de administración del MARF coincide con el de la sociedad rectora del mercado secundario oficial AIAF, mientras que el del MAB es el de la sociedad Bolsas y Mercados Sistemas de Negociación S. A. Esta entidad no es sociedad rectora de ningún mercado secundario oficial, pues fue creada por las cuatro rectoras de las bolsas españolas para gestionar sistemas multilaterales de negociación bursátiles.

En cuanto a la organización funcional, las diferencias entre el MARF y el MAB son de carácter menor. Ambos mercados cuentan con un director gerente al frente de la gestión diaria. El MAB dispone también de tres comisiones o comités cuyas funciones son semejantes a las descritas anteriormente para el MARF (incorporaciones, supervisión y arbitraje).

3 Los miembros negociadores

El MARF admite como miembro de su mercado a toda entidad de crédito o empresa de servicios de inversión autorizada a ejecutar órdenes por cuenta propia o de terceros en los mercados oficiales. Así pues, tanto los miembros de AIAF o como los de cualquiera de las bolsas de valores españolas pueden ser miembros del MARF.

El MARF también admite la posibilidad de que puedan ser miembros de su sistema la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la Tesorería General de la Seguridad Social y el Banco de España, así como las entidades que a juicio del consejo de administración del mercado cumplan lo previsto en el artículo 37, apartado 2, letra f) de la LMV.

Junto a lo anterior, el MARF permite que en su sistema ejecuten órdenes las entidades que su Reglamento denomina «mediadoras», que son entidades autorizadas a prestar servicios de inversión de ejecución de órdenes por cuenta de terceros y que, sin ser miembros del sistema de negociación, actúan en este exclusivamente por cuenta de alguna entidad que sí lo es.

Respecto a las condiciones para ser miembro del MARF y las obligaciones y derechos que de ello se derivan, ni el Reglamento ni la circular de miembros que lo desarrolla contienen rasgos específicos que diferencien al MARF de otros mercados o sistemas de negociación.

Los requisitos tratan de la obligatoriedad de respetar los principios de la LMV y las normas establecidas en el Reglamento y las circulares del MARF, así como de la necesidad de contar con los medios técnicos y personales necesarios para actuar en la plataforma de negociación y en los procesos de compensación y liquidación de los valores que se hayan contratado. No obstante, el MARF prevé que sus miembros puedan encomendar las actuaciones en procesos de compensación y liquidación a otras entidades que sean participantes activos en tales ámbitos, admitiéndose que en el MARF haya miembros únicamente negociadores.

Los derechos y obligaciones de los miembros son semejantes a los de otros mercados. Así, por ejemplo, como también ocurre en el MAB, los miembros del MARF están obligados a someter sus controversias a la Comisión de Arbitraje.

4 Emisores y emisiones para los que está diseñado el MARF

Es aquí donde encontraremos los rasgos más específicos del MARF. Para explicarlos y comprender mejor la génesis de este sistema y la utilidad que sus creadores pretenden del mismo, lo primero que conviene hacer es matizar o desmentir, según el caso, algunas ideas que se han difundido sobre el nuevo mercado y que no necesariamente son correctas. Consideremos, en concreto, las ideas siguientes:

1. La idea del MARF como un mercado alternativo de renta fija diseñado para pymes o, si se quiere, para medianas empresas, es acertada, pero solo a medias.

2. La idea de que el MARF pretende acotar o establecer fronteras al tamaño de los emisores que a él acuden es incierta.
3. La idea de que el MARF excluye a inversores minoristas y que está dirigido solo a inversores profesionales o cualificados (como quiera denominarse a estos) es de las pocas cosas ciertas que se han aseverado sobre el nuevo mercado.
4. La idea de que una emisión destinada al MARF no puede estar admitida en otros mercados o sistemas de negociación es parcial. El MARF sí admite emisiones procedentes de mercados o sistemas de negociación situados fuera de España, si bien resulta excluyente con relación a otros mercados o sistemas que forman el grupo BME, que en la actualidad solo opera en territorio español.

Con relación a los puntos primero, segundo y tercero arriba señalados, el artículo 1 del Reglamento del MARF señala que el mercado «[...] tiene por objeto la financiación empresarial a través de los mercados de capitales, mediante valores negociables de renta fija, que sean emitidos por entidades en las que concurran circunstancias que requieran un cauce singular o diferenciado respecto de los mercados secundarios oficiales y estén destinados a inversores cualificados, según se define en la normativa española de valores».

En ningún momento se cita el término pyme o mediana empresa, ni tampoco se acota tamaño alguno para las empresas que puedan acudir a financiarse en el MARF. Cuestión distinta son las apreciaciones que diferentes personas puedan hacer de lo que podría interesar o no a un inversor cualificado o profesional y si este tipo de inversores exigirían o no a las empresas emisoras de los valores en los que puedan estar interesados unas determinadas condiciones de tamaño, de EBIT o de capacidad de generación de efectivo, o al tamaño del lote o de la emisión en la que esos valores se integren. Se trata de apreciaciones que además pueden variar según las circunstancias de la coyuntura macro y micro de los mercados.

Lo único cierto es que el enfoque dominante en el diseño del MARF ha sido el de la flexibilidad y por ello caben muchas apreciaciones, muchos tipos de emisores y muchos tipos de valores de renta fija pero, eso sí, siempre que estos estén destinados a inversores cualificados. Este es, quizás, el rasgo más específico y diferencial del MARF.

5 Tipos de valores susceptibles de admisión

Toda la gama conocida de valores negociables de renta fija de contado, incluidos los bonos de titulización, es susceptible de admitirse en el MARF. Este mercado también admite la incorporación de participaciones en el patrimonio de instituciones de inversión colectiva (IIC), incluidas las acciones emitidas por SICAV, siempre que su política de inversión tenga por objeto preferente la inversión en valores de renta fija equiparables o semejantes a los que el MARF considera que se halla destinado como mercado o sistema de negociación. Quizás esto último pueda resultar sorprendente, dado que las participaciones o acciones emitidas por las IIC se consideran valores de

renta variable, pero en realidad no debería serlo pues invertir en tales IIC sería equivalente a comprar cuotas o partes mancomunadas de una cartera de los mismos valores de renta fija a los que se destina este nuevo mercado. El desarrollo de este tipo de IIC sería deseable y, por supuesto, su admisión en el MARF resultaría beneficiosa para el crecimiento de un mercado que tiene como finalidad promover la financiación mediante renta fija.

En lo relativo al tipo de valores, el MARF únicamente prevé dos exclusiones:

- En función de los derechos y obligaciones inherentes al tipo de valor: excluye las acciones y valores equiparables, así como aquellos otros que incorporen mecanismos de transformación (canje o conversión) por los cuales se acceda a acciones, en los términos previstos en el artículo 30 ter de la LMV.
- En función del importe y tipo de inversor: excluye expresamente que los tenedores individuales directos de valores susceptibles de incorporación puedan ser no cualificados, para lo cual exige que el nominal de tales valores sea de al menos 100.000 euros (Circular 7/2013 del MARF sobre incorporación de valores) al objeto de impedir su fraccionamiento posterior en valores de importe más reducido.

Debe señalarse que el Reglamento del MARF emplea la expresión «inversor cualificado» deliberadamente, dándole el mismo significado que el artículo 39, apartado 1 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre; así pues, con este término se pretende abarcar a todos los tipos de inversores que, en sentido común, nunca se considerarían minoristas.

Quienes busquen aspectos diferenciales del MARF con el resto de los mercados nacionales los encontrarán, sin duda, en la combinación de valores e inversores a los que se dirige el nuevo mercado. En este aspecto, el MARF se parece poco a los mercados y sistemas de negociación que operan en la actualidad en territorio español.

6 Las condiciones de acceso para emisores y emisiones

Como primera providencia señalemos que, al no tratarse de un mercado secundario oficial, la incorporación de valores al MARF no precisa de la elaboración de un folleto informativo de los regulados por la normativa europea y, por tanto, tampoco por la LMV y sus normas de desarrollo. No hay verificación de documento alguno de incorporación al MARF por parte de la CNMV. La incorporación de emisiones al sistema que aquí tratamos es de la exclusiva competencia y aprobación del consejo de administración del MARF.

Lo apuntado en el párrafo previo y los pormenores que se han relatado acerca del MARF en apartados anteriores parecían indicar que, en principio, las condiciones de acceso iban a ser un asunto «de carril» poco controvertido en el ámbito procedimental. No ha sido del todo así, como se comentará más adelante. Lo que sí se percibía como escollo relevante era la no aplicación a los mercados alternativos (el MAB de

acciones incluido) de determinadas facilidades otorgadas a los mercados secundarios oficiales. Se reclamaban determinadas modificaciones legales para extender al MARF algunas de las facilidades siguientes:

- Eximir de otorgamiento de escritura pública las emisiones destinadas al MARF y obviamente del depósito subsiguiente en el Registro Mercantil.
- Aplicar a los valores del MARF la exención del límite de endeudamiento con emisiones que se prevé en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital.
- Considerar las emisiones de renta fija destinadas al MARF admisibles para las entidades encuadradas en el sector asegurador.
- Aplicar a los valores del MARF un tratamiento favorable en el caso de no residentes y extender a esos valores la posibilidad de no retención en el momento de abono de intereses.

La relevancia de las medidas anteriores para favorecer el desarrollo del mercado resulta evidente, pero también la dificultad de adoptarlas, al tratarse de provisiones legales que exceden el ámbito de la regulación técnica en los mercado de valores.

Baste citar el efecto de menor relevancia externa entre los que se derivarían de las medidas anteriores, concretamente la exención de escritura pública, cuyo contenido informativo en el caso de las admisiones a mercados oficiales se sustituye por el folleto reglamentario público aprobado por la CNMV. Sin embargo, en el MARF no se requiere tal folleto. Dependiendo de si finalmente existiera o no tal exención, las funciones y las tareas a desarrollar por el MARF al incorporar valores al sistema podrían variar sensiblemente, dado que en caso de exención habría de preverse un procedimiento riguroso de revisión y custodia de la documentación acreditativa de la identidad del emisor, los acuerdos de emisión y aspectos conexos con los valores a admitir, constituyendo a tal efecto un registro formal en la sede del MARF. Debe decirse que, finalmente, la exención aquí comentada se ha materializado en norma legal y por tanto la creación de ese registro formal en la sede del MARF también se ha producido, lo que es una novedad en cualquier infraestructura de negociación española.

El proceso de incorporación diseñado para el MARF partió de la base de que todas las facilidades antes enunciadas tendrían un refrendo legal más tarde o más temprano, de forma que las condiciones de incorporación y mantenimiento de las emisiones quedaron ajustadas a los siguientes requisitos:

1. Aunque no hay folleto de admisión reglamentario se impone un documento de incorporación de contenido reglado prestablecido y de necesaria cumplimentación, además de la obligada aportación de toda la documentación acreditativa arriba citada, objeto de registro y custodia en el MARF.
2. En un principio, entendiendo que las entidades emisoras serán empresas de duración indefinida y ya incursas en una actividad regular continuada, se exigen las cuentas anuales auditadas de los dos últimos ejercicios y se admiten distintos estándares contables para su formulación; en concreto, podrá elegirse entre NIC/NIIF, USGAAP y estándares nacionales del EEE.

3. Tratándose de emisores que normalmente se acercan por primera vez a los mercados secundarios y a los que no se presupone un conocimiento exhaustivo de las prácticas de información y conducta en los mismos, se impone como obligatorio que cada emisor, con carácter previo, designe a un asesor registrado que le asesore en el cumplimiento de las obligaciones de información al mercado y en sus relaciones con los inversores. El asesor que se elija deberá ser alguno de los reconocidos y registrados por el MARF. Ha de señalarse que entre el MARF y el MAB no se han establecido mecanismos de reconocimiento mutuo de sus respectivos asesores registrados.
4. Habida cuenta de que los valores destinados al MARF han de tener un nominal o precio mínimo de 100.000 euros por unidad y que sus tenedores han de ser inversores cualificados, se exige a los emisores de publicar regularmente información financiera periódica intermedia, extendiendo así la exención que la LMV ya reconoce para las admisiones de estas características en mercados secundarios oficiales.
5. Se enfatiza como condición que deben aceptar los emisores que accedan al MARF la importancia de comunicar puntualmente la información relevante al mercado y se señalan expresamente los hitos o sucesos que, con carácter de mínimos, determinan la obligación de remitir tal información. La no obligatoriedad de publicar información financiera periódica realza, si cabe, esta obligación, como se desprende del artículo 16 del Reglamento, en el que se señala que «[...] tan pronto se conozcan cualesquiera informaciones relevantes que afecten a su actividad económica y situación financiera, o que supongan un cambio significativo en la trayectoria y evolución de los resultados o de los flujos de efectivo apuntados en las cuentas anuales de sus últimos ejercicios, las entidades emisoras habrán de remitir al Mercado la correspondiente información...».

Ninguno de los requisitos expuestos en los cinco puntos previos puede considerarse como rasgo diferencial del MARF con respecto a otros mercados. Así, la exención de publicar información periódica intermedia no es nueva, sino que se deriva de la normativa comunitaria de aplicación en los mercados secundarios oficiales. En cambio, los dos requisitos siguientes sí que son específicos del MARF:

6. Se exige con carácter previo un informe de la evaluación crediticia y de riesgo de la emisión o un informe de solvencia, emitido por una agencia de calificación registrada y certificada por ESMA. Más allá de la necesidad de disponer de esta evaluación y de mantener la misma, el MARF no acota ni exige una calificación mínima para la incorporación de valores.
7. El consejo de administración del MARF se reserva la facultad de establecer, si la experiencia o las circunstancias lo aconsejaren, que los valores y emisiones en el momento de su incorporación inicial al mercado dispongan de un informe de valoración elaborado por un experto independiente de reconocido prestigio, relativo a su precio, rentabilidad o tipo de interés. Dicho consejo de administración, una vez incorporada una emisión y atendiendo a la frecuencia y los volúmenes que se contraten, puede también fijar la necesidad y frecuencia de las valoraciones periódicas que hayan de hacerse sobre los extremos antes apuntados.

No hay que ser muy experto para entender la conveniencia de estos dos requisitos diferenciales, pues si bien es cierto que el MARF es un mercado para inversores cualificados y que estos disponen de medios para analizar por su cuenta a los emisores y los valores que estos emitan, la existencia de un *rating* es una exigencia factual en este tipo de inversores, por lo que cobra sentido que se haya establecido como obligatoria.

En cuanto a los informes de valoración del tipo de interés, aunque también cabe suponer que los inversores profesionales tienen medios para calcular u obtener por su cuenta las curvas de tipos acomodadas a distintos rangos de evaluación crediticia, la posibilidad de disponer de informes realizados por expertos independientes, en circunstancias que el rector del mercado crea necesarias, parece una medida prudente.

7 El modelo de negociación y de difusión de información

En relación con los temas citados en el título de este apartado, en primer lugar es necesario apuntar que tanto el Reglamento del MARF como sus circulares los abordan profusamente, lo cual es lógico, habida cuenta de que se trata de un mercado secundario no oficial; en suma, el MARF es un sistema de negociación, por lo que es esperable que estos aspectos estén reglados y, ciertamente, lo están.

En segundo lugar, en estos temas de negociación y difusión de información no vamos a encontrar aspectos diferenciales que reseñar con relación a otros mercados nacionales en el entorno de la renta fija. Los aspectos que se hallan regulados en el MARF sobre estos asuntos y su tratamiento no difieren sustancialmente de los que rigen en el AIAF y en otras plataformas operadas por dicho mercado. Reseñar cómo es el MARF en estas materias sería una repetición de la regulación general de BME sobre negociación y difusión de información en el ámbito de la renta fija, por lo que no creemos necesario hacerlo aquí.

En tercer lugar, por las características de las emisiones e inversores en valores a los que se dirige el MARF, cabe esperar un predominio de la inversión a vencimiento y, por tanto, una negociación secundaria relativamente reducida e infrecuente. La regulación del MARF es completa y correcta, pero seguramente no habrá ocasión de utilizar un buen número de reglas.

Un rasgo que se debe resaltar es que la intervención de los proveedores de liquidez ha quedado como una opción y no como una obligación en el Reglamento del MARF. El artículo 23 del Reglamento señala que «[...] cuando las características de las entidades emisoras o de los valores negociables incorporados al Mercado así lo exijan, el consejo de administración podrá establecer la obligatoriedad de adoptar las medidas necesarias para dotar de liquidez al valor». La explicación es simple: cuando la liquidez exenta de apoyo es escasa, los mecanismos de provisión de liquidez para valores de renta fija, además de técnicamente complejos, alcanzan un coste en absoluto irrelevante. El Reglamento no impide que un emisor, a su voluntad, decida disponer de un mecanismo de provisión de liquidez; si elige esta opción, debería informar de ello y la actuación del proveedor estaría sujeta al escrutinio del MARF. Entendemos que la opcionalidad en esta materia tiene sentido.

8 Apuntes finales

Si el paciente lector ha llegado a este párrafo, todavía podría preguntarse por qué se pone en marcha un mercado secundario no oficial de renta fija como el MARF, cuyos valores no se espera que sean objeto de una negociación elevada; más bien al contrario, se espera que se negocien relativamente poco una vez emitidos.

Las siguientes consideraciones pueden ayudar a responder a esta cuestión:

1. Los mercados de renta fija tienen, en general, una orientación mayorista que se agudiza claramente en los mercados alternativos que, como el MARF, se dirigen a inversores cualificados o profesionales. En estos mercados nadie debe esperar que la negociación sea necesariamente el mecanismo único o, si se quiere, preferente para descubrir el precio de los instrumentos financieros, a diferencia de los mercados de renta variable bursátil, que cuentan con un sistema de negociación basado en la concurrencia de órdenes y en los que participan multitud de intervinientes, cuyos costes de acceso al mercado son asumibles. Así pues, pocos pueden esperar que el precio de los instrumentos financieros admitidos en el MARF se forme solo a partir de una negociación más o menos frecuente.
2. Lo anterior no implica que el MARF haya desistido de contar con la posibilidad de una contratación más o menos regular o frecuente. La respuesta es que está pensado como un foro que permite intercambiar (comprar y vender) valores al menos ocasionalmente y, si fuera posible, mejor con regularidad, todo ello bajo reglas preestablecidas y de forma ordenada. Además, el MARF está diseñado para aportar una disciplina de transparencia y una información reglada que tiene un valor cierto y que facilita a inversores anónimos, en este caso cualificados, adoptar decisiones mejor fundadas; esto resulta francamente difícil fuera de un mercado secundario que no disponga de una entidad rectora profesional al frente. La utilidad del MARF no reside, a priori, en la tasa de rotación esperada de los valores admitidos en el mismo, sino en la posibilidad de que el mercado se constituya en un vehículo de acceso a información relevante sobre los instrumentos financieros de deuda y sobre sus emisores, algo que de otra manera no podría adquirirse de forma fluida o regular.
3. Analizar el MARF desde un prisma de infraestructura clásica al uso no es correcto. El MARF rellena vacíos de las infraestructuras de mercado españolas, concretamente los dos siguientes: i) el de las emisiones de renta fija diseñadas no para una colocación genérica, sino para un colectivo de tipo profesional (aun cuando no esté necesariamente personalizado) o para un determinado perfil de inversores, lo que obviamente excluye la impersonalidad de lo que se conoce como «público en general»; y, por supuesto, ii) el de las empresas que no tienen tamaño o, circunstancialmente, capacidad suficiente para realizar emisiones genéricas dirigidas a inversores impersonales, o que no desean tomar esta opción.

En un entorno de financiación empresarial netamente dominado por la intermediación bancaria, las plataformas o sistemas de mercado creados como alternativas al modelo de financiación dominante no tienen por qué parecerse a los modelos de

negociación al uso que, por cierto, no han funcionado como alternativas eficaces para muchas empresas hasta ahora.

Espero que estas consideraciones hayan ayudado al lector a entender algo mejor qué se pretende con la creación del MARF. Como ayuda final al lector, cabría presentar, a modo de colofón, estos tres últimos apuntes:

- El nuevo sistema de negociación tiene la capacidad de adaptar sus reglas a los cambios del entorno sin demora, pues la actualización de sus circulares e incluso de su Reglamento no requiere de procedimientos extensos ni dilatados en su tramitación administrativa ni en su autorización. Al mismo tiempo, el conjunto normativo ofrece garantías de coherencia, racionalidad y rigor derivadas de su gestión por parte de una entidad rectora profesional y de la obligada intervención de la CNMV en la autorización de sus principios y criterios fundamentales. Además, debe señalarse que las conductas que supongan abuso de mercado (manipulación de precios y uso indebido de información privilegiada) están sujetas a los procedimientos de disciplina y sanción administrados por la autoridad supervisora.
- El sistema de negociación es ciertamente flexible en sus planteamientos.
 - Lo es en materia del tipo de valores que admite en su seno, pues no cierra la puerta a ninguno que represente directa o indirectamente endeudamiento empresarial mediante valores de renta fija.
 - Lo es en materia de empresas emisoras que puedan acudir al mismo con sus emisiones, puesto que no hay límites por tamaño ni por perfil ni por sectorialización. Los emisores pueden ser empresas pequeñas, medianas o grandes. El sistema permite acceder tanto a un emisor que nunca antes haya acudido a un mercado de valores como a los que tengan experiencia en este apartado.
 - Lo es en tanto que no impone requisitos previos sobre frecuencia ni volúmenes de negociación que alcanzar, pero sin desistir de ello, esto es, sin renunciar a lograr emisiones de cierta profundidad. Al tiempo contempla los asuntos sobre transparencia informativa ajustándose a exigencias regulatorias de carácter consuetudinario de manera pragmática.
 - La única condición exigida, corolario lógico como contrapeso a la flexibilización apuntada en los puntos previos, es que el terreno de juego ha de ser profesional, pues en la cancha de negocios los jugadores contrarios, imprescindibles para que «haya partido», han de tener la cualificación necesaria para comprender las reglas de la competición.
- La financiación empresarial en España no ha experimentado excesivas innovaciones durante el último cuarto de siglo. El diseño y la puesta en marcha de un sistema de negociación como el MARF, que ofrece una novedosa combinación tipo de valor/tipo de emisor/tipo de inversor, supone una oportunidad de búsqueda de negocio y de nueva actividad que las mesas de renta fija de los intermediarios financieros españoles deberían aprovechar ahora mismo, sin dejarlo

para más adelante, teniendo en cuenta las necesidades de las empresas en el ámbito de la financiación. Un incentivo adicional para hacerlo es el hecho de que el coste de acceder y operar en este sistema para sus diferentes intervinientes está muy lejos de ser disuasorio.

El autor de este artículo declara su optimismo respecto al futuro del MARF porque se han puesto en juego novedades muy interesantes, aunque puede que no hayan sido suficientemente valoradas aún. Quizás cueste arrancar y avanzar, pero el convencimiento, si no la esperanza, es que avanzará de seguro.

IV Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al cuarto trimestre de 2013 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Acuerdo de 18 de diciembre de 2013**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se delegan determinadas competencias.

Se delega en el Presidente y en el Vicepresidente de la CNMV, de manera indistinta, la facultad de autorizar la presentación de los informes anuales de gobierno corporativo e informes anuales de remuneraciones en el Registro Electrónico de la CNMV bajo la opción en formato PDF del trámite «IGC» del servicio CIFRADO/CNMV.

- **Orden ECC/2515/2013, de 26 de diciembre**, por la que se desarrolla el artículo 86.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El objetivo de esta orden ministerial es otorgar a la CNMV la habilitación a la que hace referencia el artículo 86.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en su nueva redacción dada por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible. Así, se faculta a la CNMV para, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, establecer y modificar, en relación con las entidades citadas en el artículo 84.1, las normas contables y los modelos a los que se deben ajustar sus estados financieros anuales o intermedios, así como los referidos a los coeficientes que se establezcan. Igualmente, se faculta a la CNMV para regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las mencionadas entidades y, en relación con sus operaciones de mercado de valores, las entidades de crédito.

Asimismo, se actualiza el vigente marco legal de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 26 de julio de 1989, a los desarrollos en materia de auditoría de cuentas que han tenido lugar como consecuencia del nuevo Plan General de Contabilidad, aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, de demás desarrollos del Código de Comercio y del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y de las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas aprobadas por el Real Decreto 1159/2010, de 17 de septiembre.

Igualmente, en las disposiciones finales se incluyen modificaciones que afectan a dos órdenes ministeriales:

- Por un lado, se modifica la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

El objetivo de esta modificación es realizar ajustes técnicos tras las modificaciones realizadas en la Ley 24/1988 y en el Real Decreto 1310/2005,

de 4 de noviembre, con motivo de la trasposición de la Directiva 2010/73/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 24 de noviembre de 2010, por la que se modifican la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

En esta línea, en la Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, se introduce la definición de contratos financieros proporcionada por la Circular 3/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, por la que se modifica por primera vez la Circular 2/1999, de 22 de abril, de la CNMV. Asimismo, se sustituye el modelo de folleto nacional establecido para contratos atípicos en esta Circular 3/2000 por el previsto para valores de deuda o derivados en el Reglamento nº 809/2004, de la Comisión Europea, de 29 de abril.

- Por otro lado, se modifica la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

El objetivo de esta modificación es aclarar el funcionamiento de la disposición transitoria segunda de la referida Orden Ministerial ECC/461/2013, en cuanto al mandato de los consejeros independientes.

Conforme a la disposición derogatoria única de esta orden ministerial, se produce la derogación expresa de la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989 y de la Circular 3/2000 de la CNMV.

- **Ley 26/2013, de 27 de diciembre**, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias (**Corrección de errores publicada el 8 de marzo de 2014**).

Esta ley recoge, con vocación de estabilidad y en un único texto normativo, el régimen jurídico futuro de las cajas de ahorros. Así, se estructura en dos títulos, el primero de los cuales establece el régimen jurídico aplicable a las cajas de ahorros, y el segundo, la regulación relativa a las fundaciones bancarias.

En el título I, con el objetivo de garantizar la estabilidad del sistema financiero, se trata de evitar que las cajas de ahorros puedan alcanzar una dimensión que las haga sistémicas. Por ello, se introduce la exigencia de que estas desarrollen sus actuaciones en el ámbito local y tengan un tamaño reducido.

Así, el ámbito de actuación de las cajas de ahorros debe ser el de la comunidad autónoma en la que se implanten, para que la función social de la entidad esté vinculada a un área geográfica con unas características, peculiaridades y necesidades comunes, sin que puedan desarrollar funciones a nivel nacional.

Igualmente, se impide de manera expresa que las cajas de ahorros tengan un tamaño lo suficientemente grande como para que adquieran carácter sistémico, de manera que aquellas cajas que crezcan por encima de los límites permitidos perderán su licencia bancaria, deberán transmitir su actividad financiera a una entidad de crédito y habrán de transformarse en fundaciones bancarias.

Por otra parte, la ley también se centra en la profesionalización de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros. Así, extiende a la totalidad de los miembros del consejo de administración de la caja la exigencia de contar con conocimientos y experiencia necesarios para el ejercicio de sus funciones, al igual que introduce importantes modificaciones en la composición de la asamblea general, reduciendo el porcentaje de participación de las Administraciones Públicas y reforzando el papel de los impositores mediante la previsión de un nuevo mecanismo para la designación de sus representantes.

En el título II, destinado a abordar la regulación básica de las fundaciones bancarias, comienza por establecer la definición de las fundaciones bancarias como aquellas fundaciones que tienen un porcentaje mínimo del diez por ciento de participación en un banco. Así, regula el régimen de transformación en fundación bancaria tanto de las cajas de ahorros como de las fundaciones bancarias.

Igualmente, introduce normas relativas a los órganos de gobierno de las fundaciones bancarias y el régimen de participación de la fundación bancaria en la entidad de crédito, así como obligaciones en materia de gobierno corporativo y transparencia.

Finalmente, esta Ley 26/2013 establece una serie de disposiciones entre las que destacan las relativas a las modificaciones operadas en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

Así, la disposición final sexta modifica el artículo 61 ter, relativo al informe anual sobre remuneraciones de los consejeros, elimina la letra z) sexies del artículo 100 y modifica el segundo párrafo del artículo 104 y la letra f) del artículo 106 ter, todos ellos pertenecientes a la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Por su parte, la disposición final novena añade un nuevo apartado 10 a la disposición adicional séptima de la Ley 9/2012, a fin de determinar las especificidades aplicables a la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración, S. A. (SAREB) en relación con la formulación de sus cuentas anuales.

- **Ley 1/2014, de 28 de febrero**, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.

Esta ley recoge, principalmente, reformas que contribuyen a la recuperación del crecimiento económico y a la creación de empleo, al tiempo que se adoptan importantes reformas en el sector de las infraestructuras y los transportes y en el sector de la vivienda, para incrementar su competitividad y su eficiencia.

En este sentido, deben destacarse las modificaciones relativas a la acción protectora de la Seguridad Social aplicables a los trabajadores a tiempo parcial y las modificaciones destinadas a otorgar una mayor seguridad jurídica a los perceptores de las prestaciones y subsidios por desempleo.

Asimismo, los apartados 2 y 6 del artículo 64 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal se modifican a través del artículo 10 de esta Ley 1/2014, relativo a la tramitación de los procedimientos de modificación sustancial de las condiciones de trabajo de carácter colectivo, incluidos los traslados colectivos, y de suspensión o extinción colectivas de las relaciones laborales una vez declarado el concurso a los cambios que afectan a la comisión negociadora en procedimientos de consulta.

Por su parte, las disposiciones adicionales de esta Ley 1/2014 regulan y aclaran diversas materias, entre las que destaca la nueva previsión en relación con la consideración de la SAREB como entidad colaboradora en la gestión de las ayudas de los planes de vivienda estatales, a fin de que los préstamos convenidos con dicha entidad puedan mantener las ayudas estatales vinculadas.

Esta nueva previsión resultaba necesaria debido a que la transferencia de activos desde las distintas entidades financieras a la SAREB ha producido la transferencia de distintos préstamos convenidos que eran beneficiarios de algún tipo de ayuda estatal. Sin embargo, como consecuencia de que la SAREB carecía, en sí misma, de la condición de entidad financiera colaboradora, se producían consecuencias indeseadas de pérdidas de estas ayudas que necesitaban ser subsanadas.

- **Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo**, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

El objetivo principal de este Real Decreto-ley 4/2014 es adoptar medidas favorables del saneamiento financiero de las empresas, con el fin de permitirles poder seguir atendiendo sus compromisos en el tráfico económico, respetando las legítimas expectativas de los acreedores, quienes habrán de participar activamente y con las máximas garantías.

La presente reforma busca mejorar la posición patrimonial del deudor, por lo que se centra en mejorar el marco legal preconcursal de los acuerdos de financiación. Todo ello, en vista de que, pese a que esta fase preconcursal resulta verdaderamente determinante para la reestructuración financiera de las empresas, la normativa concursal adolecía de ciertas rigideces que impedían que se obtuvieran los resultados deseados.

Así, se llevan a cabo diversas modificaciones de la Ley Concursal, entre las que deben destacarse las siguientes:

- Se modifica el artículo 5 bis de la Ley Concursal en el sentido de que la comunicación de iniciación de negociaciones para alcanzar ciertos acuerdos pueda suspender determinadas ejecuciones, excepto las que tengan su origen en créditos de derecho público. Esta modificación tiene como

objetivo fomentar una negociación eficaz, sin acelerar la situación de insolvencia del deudor por razón de una precipitada ejecución de garantías sobre determinados bienes.

- Se modifica el artículo 56 a efectos de limitar la suspensión de la ejecución de bienes dotados de garantía real, cuando dichos bienes resulten necesarios para la continuidad de la actividad profesional o empresarial.
- Se establece un artículo específico (artículo 71 bis) para regular el régimen especial de no rescindibilidad de determinados acuerdos de refinanciación.
- Con el objetivo de incentivar la concesión de nueva financiación, se atribuye con carácter extraordinario y temporal, por un plazo de dos años, la calificación de crédito contra la masa a los créditos que supongan nuevos ingresos de tesorería y que hayan sido concedidos en el marco de un acuerdo de refinanciación.

Transcurrido el plazo de los dos años desde su concesión, se considerarán crédito contra la masa en los términos indicados en el apartado 2.11^º del artículo 84 de la Ley Concursal.

- Se establecen medidas destinadas a favorecer la transformación de deuda en capital, rebajando las mayorías exigibles por la Ley de Sociedades de Capital y estableciendo, con las debidas cautelas y garantías, una presunción de culpabilidad del deudor que se niega sin causa razonable a ejecutar un acuerdo de recapitalización.

Las disposiciones finales de este Real Decreto-ley 4/2014 modifican varias normas, entre las que debemos destacar la recogida en la disposición final octava. En virtud de esta disposición, se modifica el artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, exceptuando la oferta pública de adquisición y la necesidad de solicitar, en su caso, dispensa a la CNMV, cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente, siempre que hubiera sido informado favorablemente por un experto independiente.

Asimismo, entre las principales modificaciones recogidas en las restantes disposiciones finales, debemos hacer referencia a las siguientes:

- La disposición final primera modifica el artículo 568 de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, para adaptar el régimen de suspensión en caso de situaciones concursales o preconcursales a las modificaciones introducidas en el artículo 5 bis de la Ley Concursal.
- La disposición final quinta modifica la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, con la finalidad de suprimir la exigencia de informe de los administradores sobre los proyectos de fusión en los casos de absorción de sociedad participada al 90 por ciento, cuando se trate de una fusión transfronteriza comunitaria.

- La disposición final sexta introduce una modificación en la Ley 3/2004, de 29 de diciembre, por la que se establecen medidas de lucha contra la morosidad en las operaciones comerciales. En concreto, se modifica el último párrafo del apartado 1 del artículo 9, a efectos de adecuarlo a la normativa actualmente vigente.
- La disposición final séptima modifica el Real Decreto-ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias para evitar que las empresas incurran en causa legal de reducción de capital y, en su caso, de disolución a causa de las pérdidas. Esta nueva previsión únicamente será de aplicación excepcional en los ejercicios sociales que se cierran en el año 2014.

Normativa europea

- **Directrices sobre el modelo de memorando de acuerdo relativo a la consulta, la cooperación y el intercambio de información en lo que respecta a la supervisión de las entidades de la DGFIA** (Autoridad Europea de Valores y Mercados, 28 de noviembre de 2013).

El objetivo de estas directrices es garantizar una aplicación coherente de las disposiciones del acto delegado adoptado por la Comisión Europea relativo a los acuerdos de cooperación en el ámbito de la supervisión que se exigen de conformidad con lo dispuesto en la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE, y los Reglamentos (CE) nº 1060/2009 y (UE) nº 1095/2010 (DGFIA).

- **Reglamento de Ejecución (UE) nº 1423/2013 de la Comisión, de 20 de diciembre de 2013**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que se refiere a la publicación de los requisitos de fondos propios de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Este Reglamento de Ejecución (UE) nº 1423/2013 establece una serie de plantillas para la comunicación de información, entre ellas una plantilla de información sobre los fondos propios y una plantilla sobre las características de los instrumentos de capital, así como una plantilla de información diferente para el periodo transitorio.

Asimismo, recoge una metodología de conciliación de balances para ofrecer información sobre la conciliación entre las partidas del balance utilizadas para calcular los fondos propios y los fondos propios reglamentarios.

- **Reglamento Delegado (UE) nº 183/2014 de la Comisión, de 20 de diciembre de 2013**, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de

crédito y las empresas de inversión, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para especificar el cálculo de los ajustes por riesgo de crédito específico y por riesgo de crédito general.

Este Reglamento Delegado (UE) n° 183/2014 complementa el Reglamento (UE) n° 575/2013 estableciendo normas específicas para diferenciar entre los ajustes por riesgo de crédito específico y los ajustes por riesgo de crédito general.

- **Reglamento Delegado (UE) n° 241/2014 de la Comisión, de 7 de enero de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a los requisitos de fondos propios de las entidades.

Este Reglamento Delegado (UE) n° 241/2014 agrupa en un único texto todas las normas técnicas de regulación sobre fondos propios exigidas por el Reglamento (UE) n° 575/2013.

Así, con el fin de aportar mayor convergencia en cuanto a la forma en que deben deducirse los dividendos provisionales o de cierre de ejercicio, se clasifican por orden de prioridad los métodos empleados para evaluar la deducción.

Igualmente, se clarifican las condiciones con arreglo a las cuales las autoridades competentes pueden hacer extensibles a determinadas empresas los requisitos específicos en materia de fondos propios, sin que estas reúnan las características comunes a las entidades que conforman el sector de la banca cooperativa de la Unión Europea.

También, se define el tratamiento del concepto de plusvalía asociado a los ingresos por márgenes futuros en el contexto de la titulización, para adaptarlo a las prácticas internacionales y evitar que, entre los fondos propios de la entidad, se incluyan plusvalías revocables. Además, se uniformiza tanto la deducción de determinados elementos de los fondos propios como el modo de evaluar los incentivos al reembolso.

Por último, se establece un proceso detallado y exhaustivo para la concesión por parte de las autoridades competentes de una autorización supervisora para reducir los fondos propios y se prevé una dispensa temporal para la deducción de fondos propios.

V Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)								
Total	20.970,3	29.557,4	39.171,9	7.577,9	18.601,2	8.010,3	4.982,5	3.689,4
Ampliaciones de capital	20.843,3	28.326,0	39.171,9	7.577,9	18.601,2	8.010,3	4.982,5	3.689,4
De las cuales dividendos elección	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.573,7	2.221,1	2.607,9	2.466,6	2.629,4
De las cuales mediante OPS	6.238,8	2.457,3	1.744,6	0,0	1.054,8	689,8	0,0	0,0
Tramo nacional	5.827,1	2.457,3	1.744,6	0,0	1.054,8	689,8	0,0	0,0
Tramo internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.702,3	4.705,5	20.150,9	4.987,3	12.094,6	2.400,1	668,8	434,9
Ampliaciones de capital	5.696,3	4.594,8	20.150,9	4.987,3	12.094,6	2.400,1	668,8	434,9
De las cuales mediante OPS	2.070,6	613,1	989,4	0,0	568,2	421,2	0,0	0,0
Tramo nacional	1.888,4	613,1	989,4	0,0	568,2	421,2	0,0	0,0
Tramo internacional	182,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6,0	110,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	5,9	110,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Total	90	106	159	29	38	43	49	30
Ampliaciones de capital	90	103	159	29	38	43	49	30
De las cuales liberadas	24	24	38	9	9	13	7	6
De las cuales mediante OPS	8	7	6	0	3	3	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISORES								
Total	44	39	47	18	20	27	23	19
Ampliaciones de capital	44	39	47	18	20	27	23	19
De las cuales mediante OPS	8	7	6	0	3	3	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	6.238,8	2.457,3	1.744,6	0,0	1.054,8	689,8	0,0	0,0
Mercado nacional	5.815,7	6,8	1,8	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	2.206,3	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	3.609,4	2,8	1,8	0,0	0,0	1,8	0,0	0,0
Mercado internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	2.450,5	1.742,8	0,0	1.054,8	688,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	124,7	0,0	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	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	2,3	0,0	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	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	130	127	123	127	125	123	123	123
Sin Nuevo mercado	130	127	123	127	125	123	123	123
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	7	8	7	8	8	8	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	6	5	6	6	6	5	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	27	23	23	23	23	23	23	23
Madrid	13	11	11	11	11	11	11	11
Barcelona	17	13	13	13	13	13	13	13
Bilbao	8	7	7	7	7	7	7	7
Valencia	6	4	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.083	3.015	3.066	3.011	3.029	3.065	3.066	3.077
Latibex	29	27	26	27	27	27	26	26

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

CUADRO 1.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	532.039,7	705.162,3	539.926,0	539.813,9	626.782,9	705.162,3	718.050,8
Sin Nuevo mercado	531.194,2	532.039,7	705.162,3	539.926,0	539.813,9	626.782,9	705.162,3	718.050,8
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	99.072,0	141.142,4	108.982,0	109.934,0	119.037,5	141.142,4	138.569,1
Ibex 35	322.806,6	324.442,0	430.932,9	321.700,5	318.272,0	383.121,6	430.932,9	442.035,9
Segundo mercado	109,9	20,6	67,5	72,8	74,6	72,0	67,5	54,4
Madrid	22,8	20,3	18,3	23,6	25,3	22,7	18,3	17,6
Barcelona	87,1	0,3	49,3	49,3	49,3	49,3	49,3	36,8
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	3.233,0	2.906,2	3.165,6	3.027,3	2.898,2	2.906,2	2.813,9
Madrid	1.454,7	667,1	519,4	629,0	584,5	532,3	519,4	521,8
Barcelona	3.580,2	2.945,9	2.749,5	2.874,6	2.781,9	2.734,8	2.749,5	2.652,2
Bilbao	45,9	77,8	183,6	248,7	320,2	236,6	183,6	172,7
Valencia	760,4	350,9	342,5	344,6	347,1	282,4	342,5	344,1
Corros SICAV ⁵	126,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.718,6	23.776,0	27.572,2	24.669,2	24.812,8	26.181,9	27.572,2	28.599,7
Latibex	210.773,5	350.635,5	270.926,9	342.939,4	283.689,4	297.925,7	270.926,9	248.099,0

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

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	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	917.383,3	691.558,3	693.168,0	160.019,8	162.326,4	155.689,7	215.132,1	122.415,4
Sin Nuevo mercado	917.383,3	691.558,3	693.168,0	160.019,8	162.326,4	155.689,7	215.132,1	122.415,4
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	5.206,3	4.102,1	5.640,5	1.168,9	1.197,1	1.445,7	1.828,8	1.587,0
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,0	0,4	0,5	0,8	0,2
Madrid	1,7	0,4	1,4	0,0	0,2	0,4	0,8	0,2
Barcelona	0,5	0,0	0,3	0,0	0,2	0,1	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	42,8	49,9	51,4	5,6	3,9	29,5	12,5	19,9
Madrid	16,1	3,0	7,3	2,5	0,4	0,5	3,9	0,8
Barcelona	26,4	37,7	44,1	3,1	3,5	29,1	8,5	4,8
Bilbao	0,1	8,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	14,2
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	1.238,1	1.170,9	1.269,5	2.217,7	1.324,2
Latibex	357,7	313,2	367,3	98,9	100,2	81,7	86,4	99,6

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	873.485,4	658.891,4	668.553,2	153.802,1	157.392,4	150.925,4	206.433,3	119.932,9
Órdenes	505.870,1	299.022,0	346.049,6	85.760,3	82.041,4	80.420,5	97.827,4	77.871,1
Aplicaciones	69.410,4	80.617,0	56.565,3	13.449,6	15.845,9	12.329,6	14.940,2	10.395,4
Bloques	298.204,9	279.252,4	265.938,3	54.592,1	59.505,1	58.175,3	93.665,7	31.666,3
Fuera de hora	9.801,8	9.630,0	7.654,7	2.959,0	1.927,0	1.048,4	1.720,3	633,2
Autorizadas	3.492,6	7.936,9	4.839,9	1.099,4	705,5	2.029,7	1.005,3	928,8
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	4.216,8	9,6	326,5	0,0	222,3	104,3	0,0	0,0
OPV	3.922,1	0,0	396,1	0,0	2,6	0,0	393,5	0,0
Toma de razón	2.212,7	545,0	379,7	3,0	0,0	0,0	376,6	108,5
Ejercicio de opciones	11.730,3	9.603,4	7.083,5	964,4	1.064,5	908,9	4.145,7	362,8
Operaciones de cobertura	8.521,5	4.942,0	3.934,4	1.192,0	1.012,0	672,9	1.057,4	449,2

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	493.602,4	395.859,3	464.521,5	103.130,3	113.739,3	93.603,3	154.048,6	78.255,0
Crédito de valores para su venta ³	518,3	199,2	326,8	62,3	84,3	110,6	69,5	39,9
Crédito para compra de valores ³	73,0	44,4	34,1	12,4	7,8	8,8	5,2	5,7
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	35.626,7	34.915,1	43.398,9	33.761,3	36.758,8	43.274,9	43.398,9	45.328,4
Crédito de valores para su venta ³	7,0	1,2	7,3	4,9	5,6	20,9	7,3	11,4
Crédito para compra de valores ³	3,9	2,5	0,6	1,9	2,7	3,2	0,6	0,9

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	101	71	49	19	22	14	23	13
Cédulas hipotecarias	30	26	12	9	8	1	5	4
Cédulas territoriales	7	11	5	1	2	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	23	24	11	6	10	3	5	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	5	3	4	1	1	0	2	0
Bonos de titulización	34	16	18	5	3	3	9	1
Programas de pagarés	49	35	20	4	5	6	5	4
De titulización	2	1	0	0	0	0	0	1
Resto de pagarés	47	34	20	4	5	6	5	3
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	353	334	277	61	74	50	92	42
Cédulas hipotecarias	115	94	40	15	14	6	5	4
Cédulas territoriales	42	18	6	1	2	2	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	87	134	170	27	47	33	63	31
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	9	7	8	3	1	0	4	0
Bonos de titulización	45	35	33	11	5	3	14	3
Programas de pagarés	53	46	20	4	5	6	5	4
De titulización	2	1	0	0	0	0	0	1
Resto de pagarés	51	45	20	4	5	6	5	3
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	2	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	288.992,0	357.830,2	138.838,6	44.462,4	30.405,9	21.545,1	42.425,2	15.344,4
Cédulas hipotecarias	67.226,5	102.170,0	24.799,7	9.195,0	7.340,0	6.014,7	2.250,0	2.250,0
Cédulas territoriales	22.334,2	8.974,0	8.115,0	95,0	1.520,0	4.000,0	2.500,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	20.191,7	86.441,5	32.536,9	15.595,4	4.136,3	171,9	12.633,4	5.550,9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.125,9	3.563,1	803,3	424,8	15,0	0,0	363,4	0,0
Bonos de titulización	68.412,8	23.799,6	28.592,9	8.052,0	4.942,0	904,0	14.694,9	1.850,0
Tramo nacional	63.455,9	20.627,1	24.980,1	6.965,1	4.308,7	904,0	12.802,3	1.388,8
Tramo internacional	4.956,9	3.172,5	3.612,8	1.086,9	633,3	0,0	1.892,6	461,2
Pagarés de empresa ³	103.501,0	132.882,0	43.990,8	11.100,2	12.452,6	10.454,6	9.983,5	5.693,5
De titulización	2.366,0	1.821,0	1.410,0	180,0	390,0	440,0	400,0	200,0
Resto de pagarés	101.135,0	131.061,0	42.580,8	10.920,2	12.062,6	10.014,6	9.583,5	5.493,5
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	29.198,9	7.633,5	4.776,0	1.556,5	978,5	91,9	2.149,0	0,0
Emisiones aseguradas	10,0	0,0	193,0	0,0	193,0	0,0	0,0	195,8

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
Total	278.656,0	363.952,5	130.468,8	44.982,5	29.756,7	25.032,3	30.697,4	19.161,3
Pagarés	102.042,0	134.346,9	45.228,6	12.581,9	11.955,5	10.578,4	10.112,8	5.616,3
Bonos y obligaciones	12.311,9	92.733,5	22.415,6	15.610,2	2.946,1	1.668,2	2.191,2	11.743,5
Cédulas hipotecarias	68.346,5	103.470,0	25.399,7	9.395,0	7.240,0	7.114,7	1.650,0	1.350,0
Cédulas territoriales	20.334,2	8.974,0	8.115,0	0,0	1.615,0	4.000,0	2.500,0	0,0
Bonos de titulización	75.421,4	24.428,1	29.309,9	7.395,5	6.000,0	1.671,0	14.243,4	451,5
Participaciones preferentes	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Sólo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	613	568	494	545	521	511	494	488
Renta fija privada	613	568	493	545	520	510	493	487
Pagarés	45	42	30	36	34	28	30	25
Bonos y obligaciones	91	95	90	93	95	92	90	90
Cédulas hipotecarias	43	49	48	50	50	48	48	48
Cédulas territoriales	13	18	12	12	12	12	12	11
Bonos de titulización	437	385	341	369	361	356	341	337
Participaciones preferentes	60	60	34	58	39	35	34	34
Bonos matador	12	11	9	11	10	10	9	9
Deuda Pública	-	-	1	-	1	1	1	1
Letras del Tesoro	-	-	1	-	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	1	-	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	3.630	4.382	3.345	4.459	4.092	3.653	3.345	3.155
Renta fija privada	3.630	4.382	3.192	4.459	3.944	3.505	3.192	3.003
Pagarés	958	1.778	1.130	2.150	1.761	1.377	1.130	970
Bonos y obligaciones	645	624	495	564	519	506	495	500
Cédulas hipotecarias	253	296	283	326	311	298	283	273
Cédulas territoriales	26	49	39	43	43	40	39	38
Bonos de titulización	1.641	1.527	1.188	1.272	1.240	1.224	1.188	1.165
Participaciones preferentes	93	94	47	92	59	49	47	47
Bonos matador	14	14	10	12	11	11	10	10
Deuda Pública	-	-	153	-	148	148	153	152
Letras del Tesoro	-	-	12	-	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	141	-	136	136	141	140
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	882.395,1	879.627,5	1.442.270,2	848.906,4	1.512.424,9	1.479.979,9	1.442.270,2	1.430.482,3
Renta fija privada	882.395,1	879.627,5	708.601,8	848.906,4	797.945,9	754.998,9	708.601,8	681.407,0
Pagarés	37.549,1	64.927,5	28.816,3	50.854,3	41.434,2	33.196,5	28.816,3	25.876,0
Bonos y obligaciones	131.756,8	161.225,4	132.076,6	168.809,8	155.079,3	150.121,9	132.076,6	131.130,5
Cédulas hipotecarias	241.149,7	293.142,8	246.967,9	288.052,8	273.972,8	262.277,9	246.967,9	233.892,9
Cédulas territoriales	31.884,2	33.314,3	29.793,5	31.014,3	31.527,3	29.532,3	29.793,5	28.268,5
Bonos de titulización	407.908,0	315.373,5	269.176,8	299.019,5	289.848,8	277.947,6	269.176,8	260.468,4
Participaciones preferentes	31.088,6	10.813,4	1.076,2	10.325,1	5.633,2	1.128,2	1.076,2	1.076,2
Bonos matador	1.058,8	830,7	694,6	830,7	794,6	794,6	694,6	694,6
Deuda Pública	-	-	733.668,3	-	714.479,0	724.981,0	733.668,3	749.075,3
Letras del Tesoro	-	-	89.174,4	-	89.000,0	90.987,0	89.174,4	85.231,4
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	644.493,9	-	625.479,0	633.994,0	644.493,9	663.843,9

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.757,7	445.730,4	381.979,5	276.318,4	296.729,3	257.059,2
Renta fija privada	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.601,6	445.730,4	381.949,1	276.274,6	296.647,5	257.016,8
Pagarés	227.534,5	199.794,9	112.559,8	30.211,6	38.208,6	22.824,1	21.315,6	14.120,2
Bonos y obligaciones	484.705,8	164.098,6	295.191,7	104.970,8	64.485,4	67.158,7	58.576,8	41.606,4
Cédulas hipotecarias	662.177,0	994.071,3	341.674,0	115.745,9	91.793,5	46.754,0	87.380,6	63.182,8
Cédulas territoriales	544.780,9	595.599,6	86.758,6	22.225,5	37.393,4	10.242,1	16.897,7	28.988,2
Bonos de titulización	5.462.806,2	1.136.966,1	538.064,8	172.164,5	134.113,6	119.412,6	112.374,1	109.101,0
Participaciones preferentes	6.065,0	28.781,3	26.256,0	403,9	15.871,6	9.883,0	97,5	14,8
Bonos matador	116,3	443,2	96,7	8,3	83,1	0,0	5,3	3,4
Deuda Pública	-	-	156,1	-	30,5	43,8	81,8	42,3
Letras del Tesoro	-	-	11,6	-	4,8	3,5	3,4	3,3
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	144,4	-	25,7	40,3	78,4	39,1
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.757,6	445.730,4	381.979,5	276.318,4	296.729,3	257.059,2
Simple	343.099,6	428.838,0	290.633,0	66.158,8	96.923,3	61.297,8	66.253,1	52.720,0
Repo	198.514,7	108.771,9	69.063,3	18.095,0	16.629,1	17.733,1	16.606,1	5.673,9

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Total	487.543,3	454.385,7	275.939,0	71.301,0	79.714,0	61.279,3	63.644,7	45.955,9
Sociedades no financieras	131.765,2	77.452,1	45.351,7	16.710,7	11.854,3	7.336,2	9.450,5	7.078,5
Instituciones financieras	256.975,8	282.733,9	163.671,3	33.736,1	50.902,8	40.443,1	38.589,3	23.141,6
Entidades de crédito	139.538,2	207.555,6	97.674,3	21.555,2	35.887,5	21.786,8	18.444,9	15.309,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	103.899,9	69.568,7	59.371,8	10.460,9	13.014,0	16.958,6	18.938,3	6.655,1
Otras entidades financieras	13.537,7	5.609,6	6.625,2	1.720,0	2.001,3	1.697,8	1.206,2	1.176,9
Administraciones públicas	2.602,7	5.448,2	2.438,8	479,4	885,4	621,9	452,1	707,7
Hogares e ISFLSH ²	10.230,3	11.517,9	8.598,4	1.106,1	4.384,1	1.943,3	1.164,8	573,5
Resto del mundo	85.969,3	77.233,7	55.878,8	19.268,7	11.687,4	10.934,8	13.988,0	14.454,6

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
Total	2.681,6	7.522,0	779,3	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2.681,6	7.522,0	779,3	779,3	0,0	0,0	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	6	7	2	2	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	7	2	2	0	0	0	0
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Sólo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

NÚMERO DE EMISORES	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Total	59	52	40	52	51	47	40	40
Emisores privados	46	39	27	39	38	34	27	27
Sociedades no financieras	4	3	2	3	3	2	2	2
Instituciones financieras privadas	42	36	25	36	35	32	25	25
Administraciones públicas ²	13	13	13	13	13	13	13	13
Comunidades Autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	240	220	197	220	216	209	197	199
Emisores privados	133	122	89	122	122	109	89	88
Sociedades no financieras	6	3	2	3	3	2	2	2
Instituciones financieras privadas	127	119	87	119	119	107	87	86
Administraciones públicas ²	107	98	108	98	94	100	108	111
Comunidades Autónomas	74	67	64	67	65	62	64	64
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	43.817,5	37.636,4	25.284,5	36.778,1	28.447,7	28.021,9	25.284,5	24.546,1
Emisores privados	17.759,6	13.625,4	8.317,5	12.965,5	9.607,8	9.035,1	8.317,5	7.555,7
Sociedades no financieras	375,4	194,9	2,0	195,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Instituciones financieras privadas	17.384,2	13.430,6	8.315,5	12.770,6	9.605,9	9.033,1	8.315,5	7.553,7
Administraciones públicas ²	26.057,8	24.010,9	16.967,0	23.812,6	18.839,9	18.986,8	16.967,0	16.990,4
Comunidades Autónomas	24.014,4	22.145,0	15.716,3	22.047,3	17.377,2	17.519,0	15.716,3	15.716,5

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado electrónico	386,1	1.198,3	1.592,6	974,5	138,8	100,9	378,5	286,4
Corros	4.942,5	3.746,6	3.388,3	111,0	1.955,7	63,4	1.258,2	68,4
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.885,4	3.407,8	3.197,4	7,2	1.890,9	49,8	1.249,5	65,3
Bilbao	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	56,6	338,7	190,9	103,8	64,8	13,6	8,7	3,1
Deuda anotada	883,4	1.189,0	137,1	6,5	32,1	44,0	54,4	0,0
Deuda Comunidades Autónomas	63.443,7	54.015,1	41.062,2	8.393,9	13.945,9	7.751,3	10.971,0	4.222,6

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Total	84.090,9	40.034,0	64.011,0	11.401,0	14.382,0	13.881,0	24.347,0	19.592,0
Simple	81.905,0	40.034,0	64.011,0	11.401,0	14.382,0	13.881,0	24.347,0	19.592,0
Simultáneas	2.185,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Sobre deuda	18	45.240	13.667	6.019	3.208	3.080	1.360	562
Futuro sobre bono notional ²	18	45.240	13.667	6.019	3.208	3.080	1.360	562
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	5.819.264	5.410.311	6.416.073	1.375.908	1.861.259	1.471.795	1.707.112	1.299.102
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.291.956	4.745.067	5.578.607	1.238.369	1.509.726	1.305.317	1.525.195	1.140.115
Futuro mini sobre Ibex 35	307.411	242.477	198.736	47.616	51.176	45.600	54.344	42.794
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	3.154	2.162	3.520	584	94	128	2.714	5.638
Opción call mini	86.096	225.704	308.084	49.390	92.675	80.239	85.780	71.372
Opción put mini	133.801	194.902	327.126	39.949	207.587	40.511	39.079	39.184
Sobre acciones ⁵	55.082.944	55.753.236	35.884.393	8.253.014	7.317.714	8.596.470	11.717.195	7.489.427
Futuros	24.758.956	21.220.876	14.927.659	4.199.543	3.421.046	2.770.452	4.536.618	2.695.432
Futuros sobre dividendos de acciones	-	25.000	66.650	24.300	0	12.350	30.000	21.190
Opción call	12.050.946	14.994.283	10.534.741	1.966.022	1.691.096	3.234.368	3.643.255	1.409.487
Opción put	18.273.042	19.513.077	10.355.343	2.063.149	2.205.572	2.579.300	3.507.322	3.363.318
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	267.713	161.376	167.827	49.336	38.749	39.075	40.667	33.201
Sobre índices ⁷	451.016	266.422	111.924	35.316	26.103	22.543	27.962	7.454

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.544,6	3.834,3	3.621,2	1.505,4	824,0	307,5	984,2	773,5
Sobre acciones	3.211,7	2.231,7	2.211,8	909,9	514,9	196,4	590,5	394,6
Sobre índices	1.786,8	1.273,5	1.122,6	516,3	236,5	81,6	288,2	318,9
Otros ³	546,0	329,1	286,8	79,1	72,7	29,5	105,5	60,0
Número de emisiones	9.237	7.073	8.347	3.326	1.612	1.165	2.244	1.605
Número de emisores	9	7	7	6	5	3	5	5
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.550,2	762,9	752,7	207,4	199,8	178,8	166,7	133,0
Sobre acciones nacionales	654,2	349,0	379,4	94,3	89,7	97,0	98,3	78,0
Sobre acciones extranjeras	97,8	87,6	86,3	34,0	20,0	13,7	18,6	11,5
Sobre índices	518,2	268,6	255,4	70,1	81,2	60,9	43,1	40,2
Otros ²	280,0	57,7	31,6	9,0	8,9	7,1	6,7	3,3
Número de emisiones ³	8.328	7.419	7.299	3.106	3.206	2.969	2.966	2.572
Número de emisores ³	10	10	8	7	7	7	8	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	92,1	16,8	1,0	0,1	0,7	0,1	0,1	0,3
Número de emisiones ³	13	4	2	1	2	2	1	1
Número de emisores ³	2	2	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.495,4	2.935,7	2.736,0	454,0	639,1	1.170,1	472,8	563,0
Número de fondos	75	74	72	75	75	75	72	72
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	327,2	274,7	382,0	264,3	282,1	320,4	382,0	n. d.

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

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

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	63.173	78.566	88.605	30.818	23.957	20.561	13.269	7.252

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: febrero de 2014.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	IV ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	49	46	41	46	46	45	41	41
Sucursales	78	16	20	17	21	20	20	18
Representantes	6.589	6.264	6.269	6.222	6.283	6.252	6.269	6.302
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	45	41	41	41	40	42	41	40
Sucursales	14	12	11	12	11	11	11	15
Representantes	655	590	520	531	538	539	520	519
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	6	6	5	6	6	5	5	5
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	2	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	82	101	126	107	112	121	126	131
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	187	147	141	147	144	143	141	142

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	IV ¹
Total	2.814	2.992	3.132	3.036	3.065	3.109	3.132	3.136
ESI ² en el Espacio Económico Europeo	2.377	2.534	2.678	2.578	2.606	2.649	2.678	2.682
Con sucursal	36	37	38	35	35	37	38	38
En libre prestación de servicios	2.341	2.497	2.640	2.543	2.571	2.612	2.640	2.644
Entidades de crédito ³	437	458	454	458	459	460	454	454
Comunitarias	429	448	444	448	449	450	444	444
Con sucursal	55	55	52	55	55	55	52	52
En libre prestación de servicios	374	390	392	393	394	395	392	392
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	8	10	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	7	8	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	1	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2011	2012	2013	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV
RENDA FIJA								
Total	13.609.652,0	10.508.139,1	10.492.026,8	2.616.273,8	2.468.066,1	2.718.987,5	2.552.857,9	2.752.115,3
Sociedades de valores	3.759.229,2	2.900.770,8	5.217.059,4	815.092,5	1.186.861,5	1.410.101,5	1.250.338,3	1.369.758,1
Mercados organizados nacionales	436.875,9	556.756,0	2.597.608,6	241.643,5	601.621,9	683.222,7	618.834,2	693.929,8
Otros mercados nacionales	2.764.344,5	1.943.730,6	2.310.403,7	477.969,5	499.387,4	644.733,3	568.187,4	598.095,6
Mercados extranjeros	558.008,8	400.284,2	309.047,1	95.479,5	85.852,2	82.145,5	63.316,7	77.732,7
Agencias de valores	9.850.422,8	7.607.368,3	5.274.967,4	1.801.181,3	1.281.204,6	1.308.886,0	1.302.519,6	1.382.357,2
Mercados organizados nacionales	2.931.505,5	2.521.310,9	69.066,6	410.948,1	14.619,9	15.521,4	11.980,2	26.945,1
Otros mercados nacionales	6.741.733,6	4.883.226,6	5.007.723,4	1.355.643,5	1.231.050,3	1.246.976,9	1.224.718,9	1.304.977,3
Mercados extranjeros	177.183,7	202.830,8	198.177,4	34.589,7	35.534,4	46.387,7	65.820,5	50.434,8
RENDA VARIABLE								
Total	977.126,1	736.602,3	692.872,0	169.249,7	158.648,2	166.996,5	160.370,5	206.856,8
Sociedades de valores	952.388,7	692.058,6	650.094,9	147.036,2	150.429,3	158.671,5	149.469,9	191.524,2
Mercados organizados nacionales	882.143,3	639.498,2	590.027,1	134.707,5	138.226,7	144.150,0	136.808,0	170.842,4
Otros mercados nacionales	3.418,3	1.806,3	2.585,4	568,3	479,7	735,9	555,7	814,1
Mercados extranjeros	66.827,1	50.754,1	57.482,4	11.760,4	11.722,9	13.785,6	12.106,2	19.867,7
Agencias de valores	24.737,4	44.543,7	42.777,1	22.213,5	8.218,9	8.325,0	10.900,6	15.332,6
Mercados organizados nacionales	19.372,7	14.532,5	14.677,2	4.492,8	4.967,8	2.880,2	3.095,1	3.734,1
Otros mercados nacionales	508,5	6.695,5	9.140,4	2.892,4	625,2	1.592,4	2.764,7	4.158,1
Mercados extranjeros	4.856,2	23.315,7	18.959,5	14.828,3	2.625,9	3.852,4	5.040,8	7.440,4

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV
Total	11.827.144,3	6.536.223,6	6.316.221,8	1.228.532,3	1.676.070,3	1.428.048,1	1.495.263,5	1.716.839,8
Sociedades de valores	9.113.831,5	5.777.847,8	6.110.753,4	1.143.602,4	1.600.131,2	1.387.106,6	1.451.485,8	1.672.029,8
Mercados organizados nacionales	3.005.801,7	1.819.388,6	2.410.367,9	361.123,2	576.888,1	572.353,3	537.497,8	723.628,7
Mercados organizados extranjeros	5.658.687,9	3.718.052,1	3.423.638,5	719.909,4	954.427,8	765.383,5	834.843,8	868.983,4
Mercados no organizados	449.341,9	240.407,1	276.747,0	62.569,8	68.815,3	49.369,8	79.144,2	79.417,7
Agencias de valores	2.713.312,8	758.375,8	205.468,4	84.929,9	75.939,1	40.941,5	43.777,7	44.810,0
Mercados organizados nacionales	6.818,6	5.371,0	4.668,8	1.114,4	1.700,9	1.198,5	732,7	1.036,8
Mercados organizados extranjeros	2.451.637,6	566.337,3	29.584,9	41.781,0	7.803,0	8.837,8	9.357,0	3.587,0
Mercados no organizados	254.856,6	186.667,5	171.214,7	42.034,5	66.435,2	30.905,2	33.688,0	40.186,2

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.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

Millones de euros	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS								
Total	13.409	10.985	11.380	10.985	10.983	11.909	11.907	11.380
Sociedades de valores. Total	6.483	4.122	4.001	4.122	3.987	3.986	3.931	4.001
IIC ²	89	68	59	68	67	71	66	59
Otras ³	6.394	4.054	3.942	4.054	3.920	3.915	3.865	3.942
Agencias de valores. Total	3.637	3.680	3.699	3.680	3.887	4.371	4.385	3.699
IIC ²	53	51	57	51	51	54	58	57
Otras ³	3.584	3.629	3.642	3.629	3.836	4.317	4.327	3.642
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.289	3.183	3.680	3.183	3.109	3.552	3.591	3.680
IIC ²	5	5	12	5	5	5	5	12
Otras ³	3.284	3.178	3.668	3.178	3.104	3.547	3.586	3.668
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total	9.554.589	9.350.841	10.692.140	9.350.841	9.860.712	10.225.139	10.744.372	10.692.140
Sociedades de valores. Total	4.166.167	3.578.436	4.171.331	3.578.436	3.678.390	3.768.661	4.018.413	4.171.331
IIC ²	961.931	965.479	1.160.986	965.479	1.053.238	1.100.775	1.185.098	1.160.986
Otras ³	3.204.236	2.612.957	3.010.345	2.612.957	2.625.150	2.667.886	2.833.315	3.010.345
Agencias de valores. Total	2.361.944	1.927.219	2.284.773	1.927.219	2.063.302	2.219.817	2.790.102	2.284.773
IIC ²	863.856	417.981	610.839	417.981	451.901	506.408	568.414	610.839
Otras ³	1.498.088	1.509.238	1.673.934	1.509.238	1.611.401	1.713.409	2.221.688	1.673.934
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.026.478	3.845.186	4.236.036	3.845.186	4.119.020	4.236.661	3.935.857	4.236.036
IIC ²	98.645	107.691	195.735	107.691	113.476	108.919	111.496	195.735
Otras ³	2.927.833	3.737.495	4.040.301	3.737.495	4.005.544	4.127.742	3.824.361	4.040.301

1 Datos a final de periodo.

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

	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total	7.748	9.362	9.918	9.362	9.654	9.977	10.113	9.918
Sociedades de valores. Total ²	1.509	1.198	1.221	1.198	1.341	1.426	1.437	1.221
Clientes minoristas	1.492	1.183	1.197	1.183	1.295	1.407	1.415	1.197
Clientes profesionales	12	13	17	13	13	14	17	17
Agencias de valores. Total ²	4.855	6.445	6.961	6.445	6.604	6.829	6.933	6.961
Clientes minoristas	4.736	6.019	6.674	6.019	6.337	6.552	6.658	6.674
Clientes profesionales	102	406	264	406	245	254	251	264
Sociedades gestoras de cartera. Total ²	1.384	1.719	1.736	1.719	1.709	1.722	1.743	1.736
Clientes minoristas	1.374	1.712	1.731	1.712	1.703	1.717	1.738	1.731
Clientes profesionales	10	7	5	7	6	5	5	5
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)								
Total	8.156.953	7.589.555	8.547.601	7.589.555	7.843.675	7.669.724	7.808.777	8.547.601
Sociedades de valores. Total ²	1.213.014	820.465	739.401	820.465	978.055	917.210	922.948	739.401
Clientes minoristas	863.386	568.359	452.458	568.359	619.965	660.825	657.597	452.458
Clientes profesionales	61.711	27.613	44.804	27.613	24.231	24.259	42.916	44.804
Agencias de valores. Total ²	2.963.397	5.598.708	6.828.313	5.598.708	5.641.826	5.609.395	5.884.830	6.828.313
Clientes minoristas	1.875.867	3.590.416	3.897.689	3.590.416	3.955.705	3.885.782	4.026.339	3.897.689
Clientes profesionales	1.018.647	1.899.566	1.908.486	1.899.566	1.568.975	1.601.814	1.743.956	1.908.486
Sociedades gestoras de cartera. Total ²	3.980.542	1.170.382	979.887	1.170.382	1.223.794	1.143.119	1.000.999	979.887
Clientes minoristas	594.195	705.185	742.043	705.185	723.678	715.290	740.544	742.043
Clientes profesionales	3.386.347	465.197	237.844	465.197	500.116	427.829	260.455	237.844

1 Datos a final de periodo

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	IV ²
I. Margen de intereses	91.542	56.161	67.333	8.317	28.021	46.461	67.333	2.193
II. Comisiones netas	490.517	410.740	387.216	97.329	187.136	277.293	387.216	37.107
Comisiones percibidas	776.641	589.027	565.787	142.577	278.910	411.478	565.787	54.613
Tramitación y ejecución de órdenes	529.711	348.403	347.522	88.820	175.257	254.621	347.522	33.915
Colocación y aseguramiento de emisiones	7.446	6.869	4.824	1.580	4.168	4.518	4.824	3.759
Depósito y anotación de valores	21.060	19.775	17.987	4.308	8.944	13.151	17.987	1.519
Gestión de carteras	16.186	14.883	15.581	3.544	6.960	10.521	15.581	1.943
Diseño y asesoramiento	60.712	12.067	18.597	4.551	8.410	13.294	18.597	2.034
Búsqueda y colocación de paquetes	485	50	8.659	2.807	4.623	7.973	8.659	21
Operaciones de crédito al mercado	8	8	22	6	84	19	22	0
Comercialización de IIC	59.588	45.050	51.766	11.374	24.433	37.532	51.766	4.719
Otras	81.446	141.924	100.829	25.586	46.032	69.847	100.829	6.704
Comisiones satisfechas	286.124	178.287	178.571	45.248	91.774	134.185	178.571	17.506
III. Resultado de inversiones financieras	271.956	9.403	256.110	35.801	182.949	229.454	256.110	31.006
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-194.355	-28.522	-138.467	-5.908	-126.975	-155.814	-138.467	-22.323
V. Margen bruto	659.659	447.782	572.192	135.539	271.131	397.395	572.192	47.983
VI. Resultado de explotación	207.379	35.304	185.040	29.470	70.127	113.752	185.040	17.037
VII. Resultado de actividades continuadas	148.553	-12.057	140.805	27.353	62.100	96.165	140.805	13.626
VIII. Resultado neto del ejercicio	148.553	-12.057	140.805	27.353	62.100	96.165	140.805	13.626

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 2014.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Total	158.070	21.318	192.753	21.318	33.556	81.363	126.456	192.753
Activos monetarios y deuda pública	16.458	18.936	17.163	18.936	6.465	11.646	14.421	17.163
Otros valores de renta fija	79.041	16	55.096	16	18.743	38.246	50.933	55.096
Cartera interior	67.052	-14.813	42.328	-14.813	16.168	31.665	42.557	42.328
Cartera exterior	11.989	14.829	12.768	14.829	2.575	6.581	8.376	12.768
Renta variable	-406.742	356.595	17.869	356.595	-152.244	-148.956	-145.147	17.869
Cartera interior	10.381	8.003	44.517	8.003	1.937	3.474	39.373	44.517
Cartera exterior	-417.123	348.592	-26.648	348.592	-154.181	-152.430	-184.520	-26.648
Derivados	669.747	-308.833	207.347	-308.833	169.543	304.823	344.568	207.347
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	785	-3.871	1.378	-3.871	-436	-514	-520	1.378
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	32	48	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.668	5.383	3.405	5.383	615	1.463	2.610	3.405
Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.363	-149.034	-37.363	-8.399	-132.712	-163.785	-149.034
Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	10.565	8.841	2.490	5.737	7.970	10.565
Otras operaciones	-23.532	-18.386	28.964	-18.386	-3.221	1.598	15.358	28.964
MARGEN DE INTERESES								
Total	91.541	56.160	67.333	56.160	8.317	28.021	46.460	67.333
Activos monetarios y deuda pública	2.327	4.055	4.356	4.055	2.232	3.560	4.796	4.356
Otros valores de renta fija	20.241	17.089	4.572	17.089	1.643	1.870	3.239	4.572
Cartera interior	17.903	15.180	3.149	15.180	746	1.223	2.264	3.149
Cartera exterior	2.338	1.909	1.423	1.909	897	647	975	1.423
Renta variable	54.249	35.220	40.163	35.220	3.869	18.541	30.343	40.163
Cartera interior	36.991	19.064	14.672	19.064	48	2.741	8.739	14.672
Cartera exterior	17.258	16.156	25.491	16.156	3.821	15.800	21.604	25.491
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	785	-3.871	1.378	-3.871	-436	-514	-520	1.378
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	32	48	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.668	5.383	3.405	5.383	615	1.463	2.610	3.405
Otras operaciones	-2.729	-1.716	13.459	-1.716	394	3.069	5.944	13.459
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	271.956	9.404	256.109	9.404	35.802	182.949	229.454	256.109
Activos monetarios y deuda pública	14.131	14.881	12.807	14.881	4.233	8.086	9.625	12.807
Otros valores de renta fija	58.800	-17.073	50.524	-17.073	17.100	36.376	47.694	50.524
Cartera interior	49.149	-29.993	39.179	-29.993	15.422	30.442	40.293	39.179
Cartera exterior	9.651	12.920	11.345	12.920	1.678	5.934	7.401	11.345
Renta variable	-460.991	321.375	-22.294	321.375	-156.113	-167.497	-175.490	-22.294
Cartera interior	-26.610	-11.061	29.845	-11.061	1.889	733	30.634	29.845
Cartera exterior	-434.381	332.436	-52.139	332.436	-158.002	-168.230	-206.124	-52.139
Derivados	669.747	-308.833	207.347	-308.833	169.543	304.823	344.568	207.347
Otras operaciones	-9.731	-946	7.725	-946	1.039	1.161	3.057	7.725
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-205.427	-44.246	-130.689	-44.246	-10.563	-129.607	-149.458	-130.689
Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.363	-149.034	-37.363	-8.399	-132.712	-163.785	-149.034
Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	10.565	8.841	2.490	5.737	7.970	10.565
Otras operaciones	-11.072	-15.724	7.780	-15.724	-4.654	-2.632	6.357	7.780

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	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	IV ²
I. Margen de intereses	2.481	1.912	1.799	391	923	1.327	1.799	98
II. Comisiones netas	97.886	93.246	110.422	24.515	51.268	75.050	110.422	11.483
Comisiones percibidas	112.351	108.198	130.738	28.394	59.205	87.618	130.738	13.613
Tramitación y ejecución de órdenes	36.354	38.112	40.196	10.384	20.177	28.429	40.196	6.345
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.870	3.128	4.715	199	1.957	2.764	4.715	139
Depósito y anotación de valores	441	576	505	138	306	394	505	68
Gestión de carteras	12.352	14.476	16.267	3.044	6.341	10.090	16.267	1.317
Diseño y asesoramiento	5.349	3.123	5.894	1.065	1.879	3.345	5.894	418
Búsqueda y colocación de paquetes	61	88	55	55	55	55	55	0
Operaciones de crédito al mercado	42	30	11	3	11	11	11	0
Comercialización de IIC	21.381	25.949	35.823	7.111	15.402	23.835	35.823	3.310
Otras	33.500	22.715	27.272	6.396	13.076	18.694	27.272	2.014
Comisiones satisfechas	14.465	14.952	20.316	3.879	7.937	12.568	20.316	2.130
III. Resultado de inversiones financieras	622	1.255	5	91	35	273	5	69
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.539	-1.459	-1.633	-208	-675	-1.307	-1.633	-18
V. Margen bruto	99.450	94.954	110.593	24.789	51.551	75.343	110.593	11.632
VI. Resultado de explotación	7.758	4.598	18.422	3.375	8.736	11.500	18.422	3.624
VII. Resultado de actividades continuadas	5.489	3.583	14.321	3.373	8.546	11.064	14.321	3.573
VIII. Resultado neto del ejercicio	5.489	3.583	14.321	3.373	8.546	11.064	14.321	3.573

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 2014.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	IV ²
I. Margen de intereses	682	733	667	182	341	501	667	-142
II. Comisiones netas	7.988	7.879	9.362	2.014	4.102	6.413	9.362	867
Comisiones percibidas	18.477	17.887	18.603	4.625	9.384	14.385	18.603	872
Gestión de carteras	16.582	16.307	17.028	4.226	8.564	13.170	17.028	755
Diseño y asesoramiento	1.894	1.579	1.575	399	819	1.214	1.575	118
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	0	0	0	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	10.489	10.008	9.241	2.611	5.282	7.972	9.241	5
III. Resultado de inversiones financieras	186	4	9	-7	-11	26	9	7
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-11	-1	-32	19	5	1	-32	31
V. Margen bruto	8.845	8.615	10.006	2.208	4.437	6.941	10.006	763
VI. Resultado de explotación	1.526	1.406	3.554	474	1.024	2.116	3.554	396
VII. Resultado de actividades continuadas	1.042	953	2.472	316	687	1.473	2.472	284
VIII. Resultado neto del ejercicio	1.042	953	2.472	316	687	1.473	2.472	284

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 2014.

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

CUADRO 2.11

	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Importe total (miles de euros)	1.219.553	1.085.783	1.033.669	1.085.783	1.106.049	1.043.016	1.059.449	1.033.669
% exceso ¹	321,37	300,76	322,58	300,76	319,33	293,44	315,41	322,58
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	36	37	34	37	37	31	32	34
>100- ≤300%	23	24	22	24	26	30	28	22
>300- ≤500%	19	17	17	17	14	16	19	17
>500%	22	15	14	15	16	15	13	14
SOCIEDADES DE VALORES								
Importe total (miles de euros)	1.134.406	1.017.597	960.624	1.017.597	1.040.039	969.750	977.300	960.624
% exceso ¹	345,52	329,03	367,43	329,03	355,90	321,70	346,46	367,43
Nº entidades según porcentaje del exceso								
<100%	12	7	9	7	10	10	10	9
≥100- <300%	10	17	11	17	16	15	14	11
≥300- <500%	13	12	13	12	10	12	13	13
≥500%	14	10	8	10	10	9	8	8
AGENCIAS DE VALORES								
Importe total (miles de euros)	68.007	53.531	62.199	53.531	53.556	59.966	66.126	62.199
% exceso ¹	189,22	161,23	164,46	161,23	160,50	184,41	175,77	164,46
Nº entidades según porcentaje del exceso								
<100%	21	27	22	27	24	18	20	22
≥100- <300%	12	6	10	6	9	14	12	10
≥300- <500%	5	4	3	4	3	3	5	3
≥500%	7	4	6	4	5	5	5	6
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Importe total (miles de euros)	17.140	14.655	10.846	14.655	12.454	13.300	16.023	10.846
% exceso ¹	112,61	79,01	51,21	79,01	59,97	61,94	98,92	51,21
Nº entidades según porcentaje del exceso								
<100%	3	3	3	3	3	3	2	3
≥100- <300%	1	1	1	1	1	1	2	1
≥300- <500%	1	1	1	1	1	1	1	1
≥500%	1	1	0	1	1	1	0	0

¹ El porcentaje de exceso 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 impuestos¹

CUADRO 2.12

	2011	2012	2013	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV
TOTAL								
Media (%) ²	13,22	3,19	16,49	3,19	9,99	12,18	13,12	16,49
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	31	13	31	29	25	22	13
0-≤15%	44	33	37	33	34	32	41	37
>15-<45%	14	24	22	24	20	24	21	22
>45-≤75%	5	3	9	3	7	5	4	9
>75%	5	2	6	2	3	6	4	6
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ²	13,79	2,97	16,39	2,97	9,72	11,78	12,98	16,39
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	14	5	14	13	13	12	5
0-≤15%	24	18	15	18	19	17	17	15
>15-<45%	7	11	16	11	11	12	13	16
>45-≤75%	2	2	4	2	2	2	1	4
>75%	3	1	1	1	1	2	2	1
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ²	7,46	6,25	19,34	6,25	15,20	20,26	15,92	19,34
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	15	8	15	14	10	9	8
0-≤15%	16	11	18	11	12	11	21	18
>15-<45%	6	13	5	13	8	12	7	5
>45-≤75%	3	1	5	1	5	3	3	5
>75%	2	1	5	1	2	4	2	5
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Media (%) ²	4,70	6,59	11,41	6,59	5,43	5,87	9,25	11,41
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	2	0	2	2	2	1	0
0-≤15%	4	4	4	4	3	4	3	4
>15-<45%	1	0	1	0	1	0	1	1
>45-≤75%	0	0	0	0	0	0	0	0
>75%	0	0	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2011	2012	2013	2012		2013	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS¹							
Total	16.033.108	14.776.498	17.630.081	14.694.319	14.776.498	15.442.297	17.630.081
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	2.443.271	3.267.079	3.975.400	4.991.653
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.396.260	3.594.287	3.476.305	3.947.782
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	8.854.788	7.915.132	7.990.593	8.690.646
INGRESOS POR COMISIONES²							
Total	31.053	26.177	33.273	13.915	26.177	14.700	33.273
Comisiones percibidas	30.844	26.065	33.066	13.833	26.065	14.676	33.066
Otros ingresos	209	112	206	82	112	25	206
PATRIMONIO NETO							
Total	12.320	13.402	21.498	13.123	13.402	15.119	21.498
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.328	4.365	4.820	5.156
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	5.912	4.798	7.251	9.453
Resultado del ejercicio ²	7.474	4.239	6.890	2.883	4.239	3.048	6.890

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	5.460	5.246	5.129	5.243	5.224	5.178	5.129	5.141
Fondos de inversión	2.341	2.205	2.043	2.207	2.163	2.084	2.043	2.043
Sociedades de inversión	3.056	2.981	3.035	2.979	3.006	3.039	3.035	3.047
IIC de IIC de inversión libre	27	24	22	24	22	22	22	22
IIC de inversión libre	36	36	29	33	33	33	29	29
Total IIC inmobiliarias	14	14	16	15	16	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	10	9	10	10	10	10
Total IIC extranjeras comercializadas en España	739	754	782	753	753	772	782	788
Fondos extranjeros comercializados en España	426	421	409	417	406	409	409	410
Sociedades extranjeras comercializadas en España	313	333	373	336	347	363	373	378
SGIC	114	105	96	105	102	101	96	96
Depositarias IIC	97	84	77	83	80	78	77	76

1 Datos disponibles: febrero de 2014.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV ¹	I ²
Total IIC de carácter financiero	5.249.813	4.815.628	5.463.820	4.927.974	5.054.520	5.209.038	5.463.820	5.584.421
Fondos de inversión	4.835.193	4.410.763	5.050.556	4.523.130	4.646.584	4.799.634	5.050.556	5.170.303
Sociedades de inversión	414.620	404.865	413.264	404.844	407.936	409.404	413.264	414.118
Total IIC inmobiliarias	30.678	26.155	6.773	25.069	22.558	22.484	6.773	6.794
Fondos de inversión inmobiliaria	29.735	25.218	5.750	24.048	21.541	21.466	5.750	5.739
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	937	1023	1021	1017	1.018	1.023	1.055
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	761.380	819.485	1.067.708	889.361	935.431	1.002.131	1.067.708	-
Fondos extranjeros comercializados en España	177.832	163.805	204.067	186.598	181.158	194.697	204.067	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	583.548	655.680	863.641	702.763	754.273	807.434	863.641	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2014. 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	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV ¹	I ²
Total IIC de carácter financiero	155.982,6	147.722,2	184.300,9	154.845,3	160.704,6	171.271,9	184.300,9	188.332,3
Fondos de inversión ³	132.368,6	124.040,4	156.680,1	130.295,4	135.933,5	145.168,5	156.680,1	160.387,7
Sociedades de inversión	23.614,0	23.681,8	27.620,8	24.549,9	24.771,1	26.103,4	27.620,8	27.944,6
Total IIC inmobiliarias	4.807,1	4.485,5	4.536,2	4.915,2	4.839,5	4.759,1	4.536,2	4.506,5
Fondos de inversión inmobiliaria	4.494,6	4.201,5	3.682,6	4.071,4	3.985,5	3.899,2	3.682,6	3.651,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	312,5	284,1	853,7	843,8	854,0	859,9	853,7	855,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	29.969,5	38.075,3	54.727,2	44.557,3	47.202,7	50.468,8	54.727,2	-
Fondos extranjeros comercializados en España	6.382,9	6.271,5	8.523,2	7.558,2	7.537,5	8.284,4	8.523,2	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	23.586,6	31.803,8	46.204,0	36.999,1	39.665,2	42.184,4	46.204,0	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2014. 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 2013, del orden de 4.263 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	2011	2012	2013	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV ²
Patrimonio	132.368,6	124.040,4	156.680,1	124.040,4	130.295,4	135.933,5	145.168,5	156.680,1
Cartera de inversiones financieras	126.370,0	118.446,5	149.343,3	118.446,5	123.616,6	129.370,9	137.908,9	149.343,3
Cartera interior	90.394,4	82.929,6	108.312,7	82.929,6	88.257,3	94.936,5	100.289,7	108.312,7
Valores representativos de deuda	72.076,1	65.999,1	79.480,4	65.999,1	67.522,7	71.448,3	74.391,7	79.480,4
Instrumentos de patrimonio	3.087,0	3.140,8	5.367,4	3.140,8	3.327,5	3.518,9	4.328,2	5.367,4
Instituciones de inversión colectiva	6.038,5	3.170,7	4.498,1	3.170,7	3.563,9	3.913,4	4.066,6	4.498,1
Depósitos en EECC	8.961,2	10.333,3	18.443,7	10.333,3	13.647,7	15.750,8	17.078,0	18.443,7
Derivados	231,5	285,7	523,0	285,7	195,5	305,1	425,1	523,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	35.968,1	35.512,7	41.029,5	35.512,7	35.355,8	34.430,8	37.616,5	41.029,5
Valores representativos de deuda	22.713,5	20.493,9	20.312,8	20.493,9	18.969,8	18.053,8	19.303,0	20.312,8
Instrumentos de patrimonio	7.037,3	7.668,6	11.034,2	7.668,6	8.241,2	8.458,3	9.531,3	11.034,2
Instituciones de inversión colectiva	6.061,6	7.112,3	9.286,0	7.112,3	7.904,4	7.725,9	8.461,8	9.286,0
Depósitos en EECC	23,0	45,8	45,6	45,8	36,9	39,3	36,2	45,6
Derivados	131,6	191,6	350,9	191,6	203,1	153,3	284,0	350,9
Otros	1,1	0,6	0,0	0,6	0,5	0,1	0,0	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,5	4,2	1,2	4,2	3,6	3,2	2,4	1,2
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	5.837,6	5.374,7	7.062,3	5.374,7	6.397,1	6.264,0	7.034,6	7.062,3
Neto deudores/acreedores	161,1	219,2	274,4	219,2	281,6	298,7	225,0	274,4

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	2011	2012	2013	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV ¹
Patrimonio	23.614,0	23.681,8	27.620,8	23.681,8	24.549,9	24.771,1	26.103,4	27.620,8
Cartera de inversiones financieras	22.521,9	22.512,4	26.105,6	22.512,4	23.310,1	23.438,8	24.596,6	26.105,6
Cartera interior	12.385,3	11.568,0	12.118,9	11.568,0	11.859,7	11.939,5	12.370,8	12.118,9
Valores representativos de deuda	7.460,8	6.021,4	6.304,3	6.021,4	5.937,5	6.092,5	6.342,6	6.304,3
Instrumentos de patrimonio	2.508,5	2.271,7	3.005,5	2.271,7	2.336,8	2.332,0	2.696,3	3.005,5
Instituciones de inversión colectiva	667,4	701,0	1.134,9	701,0	800,6	805,7	1.031,8	1.134,9
Depósitos en EECC	1.721,7	2.531,9	1.645,4	2.531,9	2.740,9	2.671,3	2.258,6	1.645,4
Derivados	-5,2	7,7	1,4	7,7	10,0	4,9	9,9	1,4
Otros	32,2	34,3	27,4	34,3	33,9	33,1	31,6	27,4
Cartera exterior	10.131,1	10.940,2	13.985,1	10.940,2	11.446,1	11.495,1	12.223,4	13.985,1
Valores representativos de deuda	3.070,6	2.489,2	2.613,7	2.489,2	2.217,1	2.041,9	2.154,8	2.613,7
Instrumentos de patrimonio	3.384,3	3.587,8	5.085,5	3.587,8	3.822,5	3.955,9	4.372,5	5.085,5
Instituciones de inversión colectiva	3.516,3	4.700,2	6.119,8	4.700,2	5.261,0	5.359,0	5.536,6	6.119,8
Depósitos en EECC	10,8	14,0	5,5	14,0	13,5	10,6	8,6	5,5
Derivados	145,1	147,1	152,5	147,1	130,2	125,9	144,7	152,5
Otros	3,9	1,8	8,1	1,8	1,7	1,8	6,2	8,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,5	4,3	1,5	4,3	4,3	4,7	2,4	1,5
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	854,6	959,7	1.302,0	959,7	1.076,2	1.127,9	1.300,3	1.302,0
Neto deudores/acreedores	237,4	209,6	213,1	209,6	163,4	204,2	206,4	213,1

1 Datos provisionales.

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.310	2.185	2.045	2.185	2.117	2.070	2.045	2.033
Renta fija ³	508	454	384	448	408	388	384	378
Renta fija mixta ⁴	140	125	122	126	129	125	122	120
Renta variable mixta ⁵	128	117	128	120	124	128	128	124
Renta variable euro	148	127	108	126	116	113	108	108
Renta variable internacional	220	211	193	209	198	192	193	190
Garantizado renta fija	351	398	374	409	402	391	374	366
Garantizado renta variable ⁶	420	361	308	348	336	316	308	309
Fondos globales	203	192	162	182	174	168	162	161
De gestión pasiva	59	85	169	103	126	148	169	179
Retorno absoluto	133	115	97	114	104	101	97	98
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	4.523.140	4.646.619	4.799.719	5.050.719	5.170.496
Renta fija ³	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.283.052	1.347.295	1.410.867	1.508.009	1.542.147
Renta fija mixta ⁴	206.938	188.574	240.676	194.084	203.705	205.034	240.676	262.459
Renta variable mixta ⁵	145.150	138.096	182.223	140.132	141.715	161.099	182.223	194.108
Renta variable euro	237.815	220.450	293.193	231.881	239.309	254.009	293.193	318.769
Renta variable internacional	448.539	398.664	457.606	409.552	427.789	435.571	457.606	479.761
Garantizado renta fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.114.875	1.124.209	1.091.051	1.002.458	934.657
Garantizado renta variable ⁶	912.298	727.880	608.051	703.587	655.760	628.100	608.051	610.501
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	104.718	111.567	117.838	128.741	134.322
De gestión pasiva	100.416	125.003	441.705	170.399	224.481	321.669	441.705	500.813
Retorno absoluto	229.097	173.297	188.057	170.860	170.789	174.481	188.057	192.959
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	130.295,4	135.933,5	145.168,5	156.680,1	160.387,7
Renta fija ³	46.945,5	40.664,6	55.058,9	42.690,3	46.736,8	50.381,0	55.058,9	56.849,8
Renta fija mixta ⁴	5.253,6	5.500,9	8.138,0	5.965,6	6.618,4	6.873,4	8.138,0	8.882,2
Renta variable mixta ⁵	2.906,1	3.179,9	6.312,4	3.593,6	3.911,9	4.783,4	6.312,4	6.816,8
Renta variable euro	4.829,2	5.270,2	8.632,8	5.691,8	5.867,8	7.021,5	8.632,8	9.128,8
Renta variable internacional	6.281,2	6.615,0	8.849,0	7.224,0	7.297,3	7.967,6	8.849,0	8.759,9
Garantizado renta fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	37.653,1	37.316,1	35.504,7	31.481,2	29.536,1
Garantizado renta variable ⁶	18.014,5	14.413,2	12.503,8	13.925,5	13.032,2	12.767,2	12.503,8	12.548,6
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.366,9	4.157,3	4.352,8	4.528,1	4.641,6
De gestión pasiva	1.986,2	2.991,2	16.515,9	4.511,4	6.402,4	10.926,5	16.515,9	18.378,3
Retorno absoluto	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.673,3	4.593,4	4.590,4	4.659,9	4.845,7

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

2 Datos disponibles: enero de 2014.

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

	2011	2012	2013	2013				2014
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	4.523.140	4.646.619	4.799.719	5.050.719	5.170.496
Personas físicas	4.706.193	4.293.071	4.906.380	4.400.031	4.517.632	4.665.265	4.906.380	5.023.614
Residentes	4.645.384	4.237.534	4.848.184	4.344.170	4.461.680	4.608.356	4.848.184	4.964.786
No residentes	60.809	55.537	58.196	55.861	55.952	56.909	58.196	58.828
Personas jurídicas	129.000	117.700	144.339	123.109	128.987	134.454	144.339	146.882
Entidades de crédito	490	473	521	500	506	520	521	566
Otros agentes residentes	127.765	116.589	143.083	121.922	127.784	133.198	143.083	145.569
Entidades no residentes	745	638	735	687	697	736	735	747
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	130.295,4	135.933,5	145.168,5	156.680,1	160.387,7
Personas físicas	106.627,6	101.963,8	125.957,2	106.634,4	110.298,6	117.097,2	125.957,2	128.624,7
Residentes	105.088,0	100.515,7	124.175,3	105.154,3	108.795,3	115.454,6	124.175,3	126.779,6
No residentes	1.539,6	1.448,0	1.781,9	1.480,1	1.503,4	1.642,5	1.781,9	1.845,1
Personas jurídicas	25.741,1	22.076,6	30.722,9	23.661,0	25.634,9	28.071,3	30.722,9	31.763,0
Entidades de crédito	1.446,7	1.075,4	547,6	610,5	496,7	568,2	547,6	643,9
Otros agentes residentes	23.880,7	20.657,1	29.743,3	22.662,2	24.719,9	27.044,1	29.743,3	30.680,5
Entidades no residentes	413,7	344,1	431,9	388,2	418,2	459,0	431,9	438,6

1 Datos disponibles: enero de 2014.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	58.145,0	51.006,7	91.115,7	8.724,7	17.899,8	24.368,4	19.197,3	29.650,2
Renta fija	27.206,2	32.924,2	50.154,7	4.884,3	9.266,2	15.803,3	10.626,0	14.459,2
Renta fija mixta	1.332,4	1.440,2	4.569,8	391,6	784,9	1.009,0	766,6	2.009,3
Renta variable mixta	815,7	590,0	3.021,8	197,7	396,6	496,0	656,0	1.473,2
Renta variable euro	2.085,0	1.257,5	4.082,8	310,3	699,9	866,6	793,8	1.722,5
Renta variable internacional	3.835,1	1.693,8	3.697,4	354,1	698,3	984,9	826,5	1.187,7
Garantizado renta fija	13.965,7	7.976,3	5.964,0	1.245,8	2.956,0	1.763,8	908,8	335,4
Garantizado renta variable	2.570,7	1.420,7	1.937,5	179,0	469,3	502,7	524,5	441,0
Fondos globales	3.261,6	1.270,9	2.175,2	338,2	500,8	496,7	439,0	738,7
De gestión pasiva	924,7	1.402,2	13.627,5	522,2	1.689,9	1.969,8	3.274,0	6.693,8
Retorno absoluto	2.147,7	1.031,0	1.885,0	301,5	437,9	475,6	382,0	589,5
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	68.983,6	63.744,4	66.982,7	12.295,4	13.654,7	19.151,6	13.330,5	20.845,9
Renta fija	37.633,9	38.767,8	36.371,6	6.157,7	7.353,2	11.758,0	7.187,6	10.072,8
Renta fija mixta	3.258,1	2.215,4	2.510,5	508,1	471,7	599,6	572,2	867,0
Renta variable mixta	1.136,2	973,1	1.139,9	251,0	185,2	277,5	236,2	441,0
Renta variable euro	1.933,0	1.421,2	2.352,5	334,2	425,3	764,4	466,1	696,7
Renta variable internacional	4.652,7	2.114,4	2.797,2	540,6	583,0	827,3	629,2	757,7
Garantizado renta fija	6.737,4	8.829,3	10.433,2	2.220,3	2.427,3	2.099,3	1.864,9	4.041,7
Garantizado renta variable	5.632,3	4.944,2	4.007,7	1.294,8	1.030,3	1.357,1	836,3	784,0
Fondos globales	2.316,3	1.278,4	1.327,8	330,7	301,1	316,0	260,7	450,0
De gestión pasiva	1.199,2	830,1	4.089,3	161,8	467,2	599,4	847,5	2.175,2
Retorno absoluto	4.484,7	2.370,4	1.952,8	496,2	410,4	553,0	429,8	559,6

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	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-10.853,1	-14.597,3	24.086,2	-3.579,6	4.224,4	5.205,5	5.847,4	8.808,9
Renta fija	-10.423,6	-7.739,7	13.405,0	-1.297,8	1.729,5	3.934,9	3.329,4	4.411,2
Renta fija mixta	-1.980,4	-18,8	2.369,7	-107,1	419,0	668,7	132,6	1.149,4
Renta variable mixta	-375,5	35,8	2.673,3	-38,0	349,0	315,7	668,0	1.340,6
Renta variable euro	142,0	-115,4	1.733,5	24,7	275,0	104,6	328,0	1.025,9
Renta variable internacional	-796,0	-425,3	865,9	-188,7	122,3	133,3	175,4	434,9
Garantizado renta fija	7.809,3	-338,8	-6.717,5	-873,0	537,8	-602,6	-2.334,0	-4.318,7
Garantizado renta variable	-4.053,9	-4.225,9	-2.689,1	-1.258,9	-651,9	-952,7	-593,3	-491,2
Fondos globales	972,2	-1.021,0	-176,7	-5,5	-61,0	-197,9	42,0	40,2
De gestión pasiva	60,8	823,8	12.675,2	420,0	1.477,0	1.851,1	4.150,7	5.196,4
Retorno absoluto	-2.207,9	-1.571,9	-53,2	-255,3	27,7	-49,5	-51,4	20,0
RENDIMIENTOS NETOS			0,0					
Total fondos de inversión	-673,3	6.289,3	8.566,5	2.513,4	2.035,2	433,0	3.395,2	2.703,1
Renta fija	744,9	1.459,6	990,0	450,4	296,4	111,7	315,0	266,9
Renta fija mixta	-85,1	266,1	267,6	95,0	45,8	-15,8	122,4	115,2
Renta variable mixta	-189,0	238,2	459,3	101,8	64,7	2,6	203,5	188,5
Renta variable euro	-666,9	558,8	1.629,1	354,9	146,5	71,4	825,7	585,5
Renta variable internacional	-947,2	759,1	1.368,1	140,5	486,7	-60,0	494,9	446,5
Garantizado renta fija	1.070,4	1.727,4	1.754,3	828,4	670,5	265,8	522,7	295,3
Garantizado renta variable	21,8	624,5	779,8	289,0	164,2	59,4	328,4	227,8
Fondos globales	-307,8	274,9	346,2	75,7	69,3	-11,7	153,5	135,1
De gestión pasiva	-163,9	196,8	861,0	115,0	47,4	39,9	380,7	393,0
Retorno absoluto	-150,5	184,1	111,1	62,9	43,7	-30,4	48,4	49,4

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,45	6,03	7,46	2,31	1,86	0,69	2,67	2,05
Renta fija	2,28	4,33	3,07	1,34	0,92	0,58	0,84	0,70
Renta fija mixta	-0,15	6,05	5,21	2,06	1,09	0,06	2,10	1,87
Renta variable mixta	-4,30	9,20	11,92	3,68	2,25	0,57	4,93	3,72
Renta variable euro	-10,77	12,84	28,54	7,49	3,10	2,08	13,16	7,93
Renta variable internacional	-11,05	13,51	21,46	2,60	7,57	-0,22	6,94	5,82
Garantizado renta fija	3,77	5,30	5,85	2,50	2,00	0,98	1,66	1,09
Garantizado renta variable	1,29	5,26	7,34	2,26	1,45	0,77	2,89	2,05
Fondos globales	-4,55	7,80	9,87	2,11	1,97	0,06	4,03	3,51
De gestión pasiva	-6,27	7,99	9,95	4,23	1,42	1,02	4,20	2,99
Retorno absoluto	-0,90	4,93	3,54	1,67	1,24	-0,47	1,35	1,39
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN			0,00					
Total fondos de inversión	0,93	0,94	1,01	0,24	0,24	0,27	0,25	0,25
Renta fija	0,64	0,66	0,72	0,17	0,17	0,22	0,17	0,16
Renta fija mixta	1,17	1,10	1,18	0,27	0,28	0,32	0,28	0,29
Renta variable mixta	1,59	1,51	1,56	0,36	0,37	0,42	0,40	0,36
Renta variable euro	1,80	1,77	1,88	0,44	0,43	0,47	0,50	0,47
Renta variable internacional	1,77	1,74	1,88	0,42	0,46	0,48	0,47	0,46
Garantizado renta fija	0,72	0,79	0,88	0,21	0,21	0,23	0,22	0,22
Garantizado renta variable	1,24	1,23	1,25	0,31	0,30	0,31	0,31	0,32
Fondos globales	1,11	1,01	1,36	0,22	0,31	0,32	0,36	0,36
De gestión pasiva	0,75	0,81	0,73	0,19	0,18	0,19	0,17	0,19
Retorno absoluto	1,08	1,03	1,18	0,24	0,29	0,30	0,29	0,29
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO			0,00					
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,12	0,08	0,09	0,02	0,02	0,03	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	0,12	0,12	0,10	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,03	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	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 %	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	-0,08	5,50	6,50	2,08	1,65	0,36	2,50	1,85
Renta fija	1,56	3,54	2,28	1,12	0,76	0,31	0,65	0,54
Renta fija mixta	-1,34	4,95	4,16	1,75	0,83	-0,19	1,85	1,62
Renta variable mixta	-5,64	7,83	10,85	3,30	2,02	0,17	4,78	3,52
Renta variable euro	-11,71	12,31	28,06	7,28	2,95	1,30	13,71	7,99
Renta variable internacional	-10,83	13,05	20,30	2,32	7,40	-0,69	6,87	5,54
Garantizado renta fija	3,28	4,85	4,96	2,27	1,82	0,70	1,46	0,89
Garantizado renta variable	0,14	5,07	6,15	1,99	1,16	0,42	2,62	1,83
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	2,03	1,70	-0,26	3,80	3,25
De gestión pasiva	-7,33	7,10	8,88	4,04	1,06	0,86	4,13	2,58
Retorno absoluto	-1,87	3,84	2,77	1,36	0,96	-0,32	1,07	1,04

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV ¹
				IV	I			
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.852	2.047	2.427	2.427	2.384	2.374	2.333	2.383
Patrimonio (millones de euros)	646,2	728,1	918,6	918,6	964,8	981,3	994,8	1.018,7
Suscripciones (millones de euros)	236,6	201,1	347,6	132,4	95,9	76,3	132,6	73,3
Reembolsos (millones de euros)	268,6	92,5	212,7	68,2	82,2	69,4	167,0	78,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-32,0	108,6	134,8	64,2	13,6	6,9	-34,4	-4,7
Rendimientos netos (millones euros)	26,3	-26,5	55,7	25,7	31,9	9,6	47,9	30,2
Rentabilidad (en %)	5,37	-2,60	7,17	3,03	3,72	1,03	5,33	3,81
Rendimientos de gestión (%) ²	6,33	-1,88	8,00	3,01	3,91	1,73	6,10	3,49
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,91	1,66	1,38	0,36	0,54	0,58	1,01	0,54
Gastos de financiación (%) ²	0,07	0,06	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	4.404	3.805	3.338	3.338	3.211	3.230	3.218	3.114
Patrimonio (millones de euros)	694,9	573,0	540,0	540,0	536,2	468,0	418,3	423,3
Suscripciones (millones de euros)	47,9	10,6	23,6	0,5	0,8	3,6	0,0	-
Reembolsos (millones de euros)	184,8	120,1	74,3	26,4	19,0	69,0	50,8	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-136,9	-109,6	-50,8	-25,9	-18,2	-65,4	-50,8	-
Rendimientos netos (millones euros)	21,7	-12,3	17,6	4,5	14,4	-2,8	1,2	-
Rentabilidad (en %)	3,15	-1,70	0,88	0,60	2,73	-0,52	0,25	1,75
Rendimientos de gestión (%) ³	4,38	-0,47	4,56	1,22	3,03	-0,21	0,59	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,25	1,25	1,28	0,33	0,32	0,31	0,31	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2013. 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

	2011	2012	2013	2013	II	III	IV	2014
				I				I ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	2.341	2.207	2.043	2.207	2.163	2.093	2.043	2.044
Sociedades de inversión	3.002	2.922	2.975	2.922	2.945	2.977	2.975	2.979
IIC de IIC de inversión libre	27	24	22	24	22	22	22	22
IIC de inversión libre	35	33	29	33	33	33	29	28
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	9	10	9	10	10	10	10
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
			0					
Fondos de inversión	132.368,6	130.295,4	27.620,8	130.295,4	135.933,4	145.168,5	27.620,8	27.944,6
Sociedades de inversión	23.037,6	23.936,4	26.830,1	23.936,4	24.098,1	25.374,0	26.830,1	27.140,5
IIC de IIC de inversión libre ⁴	573,0	536,2	423,3	536,2	468,0	418,3	423,3	-
IIC de inversión libre ⁴	694,7	964,8	1.018,7	964,8	981,3	993,2	1.018,7	-
Fondos de inversión inmobiliaria	4.494,6	4.071,4	3.682,6	4.071,4	3.985,5	3.899,2	3.682,6	3.651,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	312,5	843,8	853,7	843,8	854,0	859,9	853,7	855,3

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

2 Datos disponibles: enero de 2014.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el cuarto trimestre de 2013: noviembre de 2013.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2011	2012	2013	2012	2013	II	III	IV ²
				IV	I			
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	29.969,5	38.075,3	54.727,2	38.075,3	44.557,3	47.202,7	50.468,8	54.727,2
Fondos	6.382,9	6.271,5	8.523,2	6.271,5	7.558,2	7.537,5	8.284,4	8.523,2
Sociedades	23.586,6	31.803,8	46.204,0	31.803,8	36.999,1	39.665,2	42.184,4	46.204,0
Nº DE INVERSORES								
Total	761.380	819.485	1.067.708	819.485	889.361	935.431	1.002.131	1.067.708
Fondos	177.832	163.805	204.067	163.805	186.598	181.158	194.697	204.067
Sociedades	583.548	655.680	863.641	655.680	702.763	754.273	807.434	863.641
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	739	754	780	754	753	753	772	780
Fondos	426	421	408	421	417	406	409	408
Sociedades	313	333	372	333	336	347	363	372
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	297	310	320	310	307	308	317	320
Francia	284	272	260	272	276	271	274	260
Irlanda	87	90	102	90	90	93	97	102
Alemania	20	31	32	31	31	30	30	32
Reino Unido	19	22	22	22	22	22	22	22
Holanda	1	1	2	1	1	2	2	2
Austria	25	23	24	23	21	22	24	24
Bélgica	5	3	4	3	3	3	4	4
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	1	1	1	1	1	1	1

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

2 Datos provisionales.

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2011	2012	2013	2013	III	IV	2014	
				I			I ²	
FONDOS								
Número	6	6	6	6	6	6	6	
Participes	29.735	25.218	5.750	24.048	21.541	21.466	5.750	
Patrimonio (millones de euros)	4.494,6	4.201,5	3.682,6	4.071,4	3.985,5	3.899,2	3.651,3	
Rentabilidad (%)	-3,23	-5,53	-11,28	-2,59	-1,88	-2,13	-5,15	
SOCIEDADES								
Número	8	8	10	9	10	10	10	
Accionistas	943	937	1.023	1.021	1.017	1.018	1.023	
Patrimonio (millones de euros)	312,5	284,1	853,7	843,8	854,0	859,9	855,3	

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.

