



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre IV  
2013





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre IV  
2013**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artes Gráficas San Miguel, S.A.

# Índice

<b>I</b>	<b>Informe de coyuntura de mercados</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>45</b>
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2013	47
	Marta Ortega y Belén de Anta	
	Nuevos avances hacia la introducción de la educación financiera en las escuelas españolas	73
	Gloria Caballero e Isabel Oliver	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>91</b>
	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	93
	Sonia Vadillo Cortázar	
<b>IV</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>111</b>
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>125</b>



## 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
SGEGR	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 Informe de coyuntura de mercados (\*)

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



## Índice

1	Panorámica general	13
2	Entorno financiero exterior	16
2.1	Tipos de interés a corto plazo	16
2.2	Tipos de cambio	18
2.3	Tipos de interés a largo plazo	19
2.4	Las bolsas internacionales	25
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	31
3.1	Mercados de renta fija	31
3.2	Mercados de renta variable	38



# 1 Panorámica general

El entorno macroeconómico internacional siguió marcado a lo largo de la segunda mitad del año<sup>1</sup> por la debilidad del crecimiento en las principales economías avanzadas –si bien las perspectivas mejoraron para algunas de ellas tras el verano– y la desaceleración de las economías emergentes, aunque estas continuaron liderando el crecimiento del PIB mundial. La ausencia de presiones inflacionistas permitió que se mantuviera el tono marcadamente expansivo de las políticas monetarias de las principales áreas económicas avanzadas, con tipos de interés oficiales en mínimos históricos. En particular, destaca una nueva rebaja de 25 puntos básicos (p.b.) en el tipo de referencia del BCE en noviembre, que se sumó a la realizada en mayo y situó dicho tipo de interés en el 0,25%. Asimismo, cabe señalar que la Reserva Federal matizó su anunciada predisposición a iniciar una reducción en el volumen de compras de activos en los mercados financieros, indicando que tal reducción quedaba condicionada a la mejoría de la actividad económica y del empleo.

El anuncio de un giro potencial de la política monetaria de la Reserva Federal y las dificultades asociadas a la aprobación del techo de deuda en Estados Unidos constituyeron dos de los factores más relevantes en el devenir de los mercados financieros desde finales de junio y suscitaron una gran incertidumbre entre los agentes económicos. En los mercados internacionales de deuda se observó una cierta variabilidad de los flujos de capitales, que dio lugar a incrementos en las rentabilidades de largo plazo de las economías más sólidas (Estados Unidos, Reino Unido y Alemania<sup>2</sup>) y en las primas de riesgo de las economías emergentes, pero no impidió que prosiguiera la normalización de las tensiones en los mercados de deuda soberana en Europa. De hecho, se prolongó la tendencia a la baja, iniciada tras el verano de 2012, de las primas de riesgo de crédito soberano de las economías de la zona que habían sufrido con más intensidad los periodos de turbulencias en ejercicios anteriores, en línea con la mejoría de la percepción sobre la situación macroeconómica y financiera de dichas economías.

Respecto a los mercados de renta variable, se ha observado un comportamiento relativamente heterogéneo entre los índices de las bolsas estadounidenses y japonesas, con revalorizaciones relevantes prácticamente a lo largo de todo el año<sup>3</sup>, y la mayoría de los índices de las plazas europeas. Estos índices, tras una evolución algo irregular en el primer semestre de 2013, repuntaron con intensidad en el tercer trimestre del año como consecuencia de la publicación de indicadores que confirmaban la recuperación de la actividad económica en la zona y de los avances en el proceso de unión bancaria.

---

1 La fecha de cierre del informe es el 13 de diciembre.

2 En Estados Unidos y el Reino Unido la rentabilidad del bono de deuda pública a diez años quedaba cerca del 3% en el tercer trimestre del año y el de Alemania, cerca del 2%.

3 En el conjunto de 2013 los principales índices de renta variable estadounidenses se revalorizaron entre un 20,2% y un 32,5% y los japoneses entre un 44,1% y un 48,2%.

Esta tendencia creciente, que mostró ciertos síntomas de agotamiento en las últimas semanas del año, permitió que las revalorizaciones en el conjunto del ejercicio de los índices europeos se movieran en un rango comprendido entre el 10,8% y el 18,3%.

En España, varios factores incidieron positivamente en la evolución de los mercados financieros domésticos durante la segunda mitad del año: (i) la percepción de que la actividad económica había comenzado a ganar fuerza, tras los datos de crecimiento del PIB del tercer trimestre y las previsiones efectuadas por diferentes instituciones para 2014<sup>4</sup>; (ii) los avances en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español; (iii) la sustancial corrección en el precio de los activos domésticos desde el inicio de la crisis, particularmente de los inmobiliarios; y (iv) la valoración del esfuerzo en materia de consolidación fiscal. Estos elementos impulsaron las compras de activos financieros domésticos por parte tanto del sector residente de la economía como del sector no residente.

En este marco, en los mercados domésticos de deuda se han observado a lo largo del ejercicio descensos en los tipos de interés de las principales referencias, que solo se vieron interrumpidos de forma significativa en los meses centrales del año. Así, el tipo de interés de la deuda pública a diez años se situaba a mediados de diciembre ligeramente por encima del 4% (5,3% a finales de 2012), y el diferencial de tipos de interés respecto al bono de deuda alemán descendía desde los 396 p.b. hasta los 228 p.b. Las primas de riesgo de crédito tanto del bono de deuda soberana como de los emisores del sector privado (financiero y no financiero) retrocedieron hasta niveles similares a los observados en la primavera de 2010, coincidiendo con el primer periodo de turbulencias en los mercados de deuda soberana europea. A pesar de la mejoría en las condiciones de financiación de los agentes, el volumen de emisiones de deuda registrado en la CNMV cayó un 60,2% en 2013<sup>5</sup>, hasta los 125,4 mil millones de euros. En materia de financiación empresarial, cabe señalar que a finales de diciembre se produjo la primera emisión de bonos destinada a cotizar en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), cuyo reglamento se había aprobado en mayo de este año. Este nuevo mercado trata de ampliar las posibilidades de financiación de las sociedades, en este caso facilitando el acceso a los mercados de capital de las empresas de mediano tamaño, principalmente.

Los mercados nacionales de renta variable también se han beneficiado en 2013 del cambio de percepción en torno a la situación macroeconómica y financiera doméstica, lo que ha dado lugar a fuertes revalorizaciones de las cotizaciones desde el tercer trimestre del año, aunque perdieron intensidad en las últimas semanas del mismo. En el conjunto del año, el Ibex 35 se revalorizó un 13,5%, un porcentaje intermedio en comparación con otros índices europeos. Todos los sectores de referencia mostraron incrementos de precios significativos en 2013, destacando entre ellos los de las empresas de servicios de consumo, que aumentaron cerca de un 50%. La volatilidad del Ibex 35 permaneció en niveles históricamente reducidos (cerca del 20%) durante prácticamente todo el año y sus condiciones de liquidez mejoraron sensiblemente. La contratación se incrementó apenas un 1,1% en 2013, pero esta tendencia interrumpió el patrón descendente de años anteriores. Cabe

---

4 Los pronósticos de la mayoría de las instituciones contemplan un crecimiento del PIB español en 2014 ligeramente inferior al 1%.

5 Hasta el 13 de diciembre.

señalar, además, el notable desplazamiento de la contratación de valores españoles hacia plataformas alternativas de negociación a lo largo de 2013.

## Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>8</sup>
<b>Tipos de interés a corto plazo (%)<sup>1</sup></b>				
Tipo de interés oficial	0,75	0,50	0,50	0,25
Euríbor 3 meses	0,21	0,21	0,22	0,25
Euríbor 12 meses	0,55	0,51	0,54	0,52
<b>Tipos de cambio<sup>2</sup></b>				
Dólar / euro	1,28	1,31	1,35	1,37
Yen / euro	120,9	129,4	131,8	141,9
<b>Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>3</sup></b>				
Alemania				
3 años	0,06	0,26	0,32	0,29
5 años	0,40	0,65	0,94	0,78
10 años	1,41	1,62	1,92	1,82
EEUU				
3 años	0,38	0,57	0,76	0,60
5 años	0,81	1,19	1,58	1,47
10 años	1,94	2,29	2,80	2,84
<b>Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)<sup>3</sup></b>				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	428	435	397	374
BBB	186	163	151	133
AAA	44	34	14	25
EEUU				
<i>High yield</i>	450	446	398	354
BBB	143	152	131	110
AAA	44	59	51	70
<b>Mercados de renta variable</b>				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) <sup>4</sup>				
Euro Stoxx 50	-0,5	-0,8	11,2	1,0
Dow Jones	11,3	2,3	1,5	4,1
Nikkei	19,3	10,3	5,7	6,6
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	18,4	-12,0	60,7	9,9
Bovespa (Brasil)	-7,5	-15,8	10,3	-4,4
Shanghai Comp. (China)	-1,4	-11,5	9,9	1,0
BSE (India)	-5,0	2,2	-1,4	7,6
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-3,0	-2,0	18,3	0,9
PER del Ibex 35 <sup>5</sup>	11,3	11,0	13,3	14,4
Volatilidad del Ibex 35 (%) <sup>6</sup>	21,3	22,8	21,2	18,6
Contratación en el SIBE <sup>7</sup>	2.593	2.588	2.373	3.450

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

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos a final de periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio - beneficios (*price/earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento al final del periodo. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.
- 8 Con datos hasta el 13 de diciembre.

## 2 Entorno financiero exterior

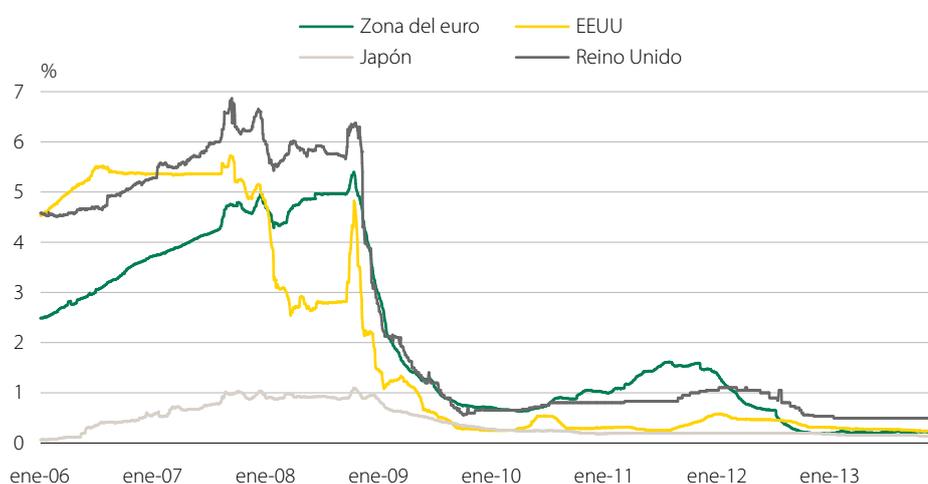
### 2.1 Tipos de interés a corto plazo

El entorno macroeconómico y financiero internacional continuó estando caracterizado por la debilidad del crecimiento en las principales economías avanzadas, a pesar de su mejor evolución en la segunda mitad de 2013, y por la desaceleración de la actividad en la mayor parte de las emergentes. La atonía del avance del PIB en las economías avanzadas –que en conjunto apenas superará el 1% en 2013<sup>6</sup>– ha favorecido la ausencia de presiones inflacionistas, lo que ha propiciado, a su vez, la prolongación de las políticas monetarias expansivas en estas áreas. De hecho, el BCE decidió el 7 de noviembre una nueva rebaja de 25 p.b. en su tipo de interés oficial, dejándolo en el mínimo histórico de 25 p.b.<sup>7</sup>

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de estas economías apenas registraron variaciones a lo largo de 2013. En el plazo de tres meses (véase gráfico 1), estos tipos se situaban a mediados de diciembre en 28 p.b. en la zona del euro, 24 p.b. en Estados Unidos, 15 p.b. en Japón y 50 p.b. en el Reino Unido. En el plazo de doce meses, únicamente en Estados Unidos los tipos de interés mostraron un movimiento algo más pronunciado, al descender desde los 85 p.b. a finales de 2012 hasta los 58 p.b. a mediados de diciembre de 2013. En el resto de las economías de referencia, los tipos de interés a doce meses permanecieron casi invariables a lo largo del año, con valores ligeramente superiores a los 50 p.b. en la zona del euro y en torno a los 95 p.b. en el Reino Unido, mientras que en Japón se mantenían por debajo de los 40 p.b.

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

En Estados Unidos, la posibilidad de que la Reserva Federal comenzara a retirar progresivamente las medidas de estímulo monetario que forman parte del progra-

6 Según los últimos pronósticos efectuados por el FMI.

7 El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito se redujo desde el 1,0% hasta el 0,75%, y el de la facilidad marginal de depósito se mantuvo en el 0%.

ma conocido como *Quantitative Easing*, reduciendo en particular las compras de bonos en el mercado, tuvo un impacto notable en los mercados de deuda a largo plazo en la segunda mitad del año, pero no en los mercados de deuda a corto plazo. La posibilidad de un cambio en la política monetaria de la economía estadounidense, anunciada a finales de junio, seguía generando incertidumbre en los mercados en el tramo final del año, ya que la información publicada en relación con la evolución de la actividad y el empleo de esta economía no era concluyente.

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

CUADRO 2

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13 <sup>1</sup>	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13 <sup>1</sup>
<b>Zona del euro</b>								
Oficial <sup>2</sup>	1,00	1,00	0,75	0,25	0,75	0,50	0,50	0,25
3 meses	1,02	1,43	0,19	0,25	0,21	0,21	0,22	0,25
6 meses	1,25	1,67	0,32	0,35	0,33	0,32	0,34	0,35
12 meses	1,53	2,00	0,55	0,52	0,55	0,51	0,54	0,52
<b>EEUU</b>								
Oficial <sup>3</sup>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	0,30	0,56	0,31	0,24	0,28	0,27	0,25	0,24
6 meses	0,46	0,78	0,51	0,34	0,45	0,41	0,38	0,34
12 meses	0,78	1,10	0,85	0,58	0,73	0,68	0,65	0,58
<b>Reino Unido</b>								
Oficial	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,80	1,05	0,53	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
6 meses	1,05	1,40	0,70	0,67	0,67	0,67	0,67	0,67
12 meses	1,50	1,90	1,00	0,95	0,95	0,95	0,95	0,95
<b>Japón</b>								
Oficial <sup>4</sup>	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,18	0,20	0,18	0,15	0,16	0,15	0,15	0,15
6 meses	0,35	0,34	0,29	0,21	0,26	0,23	0,22	0,21
12 meses	0,57	0,55	0,49	0,37	0,45	0,42	0,41	0,37

Fuente: Thomson Datastream.

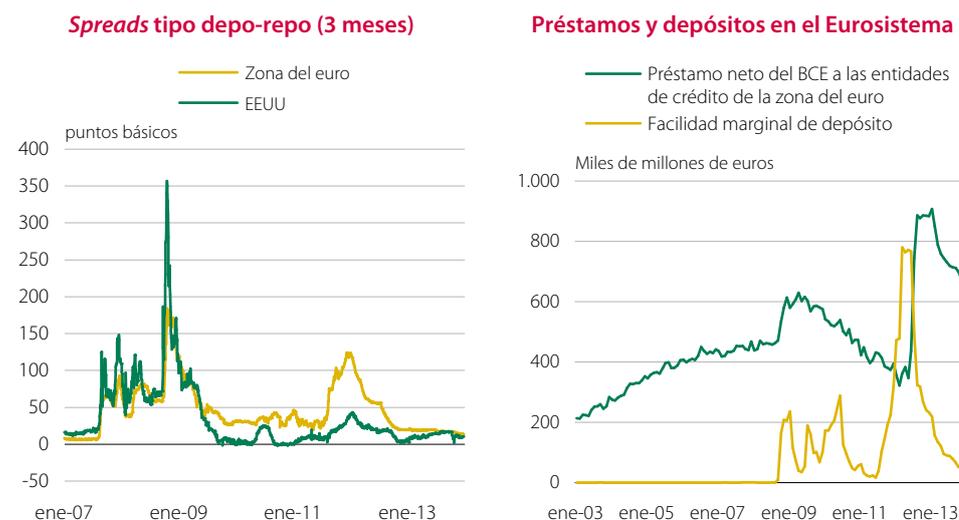
1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 13 de diciembre.

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

4 Tipo de la política monetaria.

En este marco, los diferenciales entre los tipos de interés depo y repo en el plazo de tres meses de los mercados interbancarios de Estados Unidos y de la zona del euro se han reducido ligeramente a lo largo de la segunda mitad de 2013. Así han pasado de unos niveles cercanos a los 15 p.b. y 20 p.b., respectivamente, a mediados de año, a valores inferiores a los 10 p.b. y 15 p.b., respectivamente, a mediados de diciembre. La mejoría en la situación del sector bancario europeo, que todavía sigue generando un cierto grado de incertidumbre, se tradujo en el descenso del préstamo neto que estas entidades reciben del Eurosistema. A lo largo de 2013, el volumen agregado de estos préstamos se ha reducido en más de 200 mil millones de euros, si bien su nivel continúa siendo históricamente elevado (véase gráfico 2).



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

En relación con las expectativas sobre los tipos de interés oficiales a corto plazo tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, cabe señalar que los tipos de interés *forward* a tres meses apuntan al mantenimiento de los tipos de interés oficiales. Esta previsión va en línea con los pronósticos efectuados por diversas instituciones y por las propias declaraciones de las autoridades monetarias, para quienes la ausencia de presiones inflacionistas continúa siendo la variable clave en este ámbito.

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses (%)<sup>1</sup>

CUADRO 3

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13
<b>Zona del euro</b>								
Contado	1,01	1,36	0,19	0,28	0,21	0,22	0,23	0,28
FRA 3x6	1,04	1,06	0,17	0,33	0,26	0,29	0,28	0,33
FRA 6x9	1,13	0,93	0,17	0,34	0,31	0,35	0,33	0,34
FRA 9x12	1,23	0,90	0,20	0,35	0,33	0,43	0,38	0,35
FRA 12x15	1,34	0,91	0,23	0,37	0,35	0,49	0,43	0,37
<b>EEUU</b>								
Contado	0,30	0,58	0,31	0,24	0,28	0,27	0,25	0,24
FRA 3x6	0,39	0,65	0,30	0,26	0,33	0,32	0,30	0,26
FRA 6x9	0,47	0,71	0,33	0,30	0,37	0,39	0,33	0,30
FRA 9x12	0,61	0,75	0,35	0,33	0,39	0,44	0,37	0,33
FRA 12x15	0,78	0,75	0,38	0,39	0,42	0,50	0,43	0,39

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos a final de periodo. Datos hasta el 13 de diciembre.

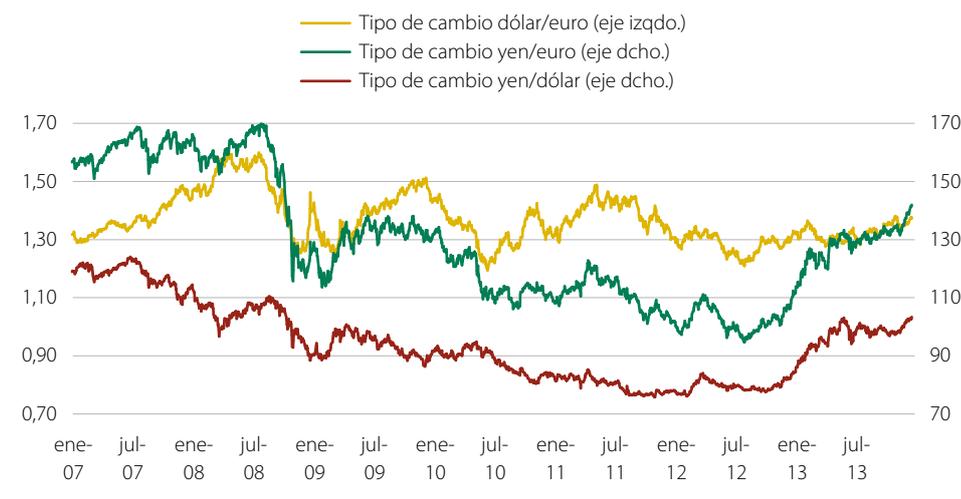
## 2.2 Tipos de cambio

Tras la relativa estabilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar y la notable depreciación del yen frente a las principales divisas durante la primera mitad de año,

los mercados de cambios se han mostrado mucho menos volátiles con posterioridad, observándose una ligera apreciación del euro frente al dólar y también frente al yen en los últimos meses del mismo. Así, el tipo de cambio del euro frente al dólar, que se mantenía en niveles cercanos a 1,30 dólares por euro, escalaba hasta niveles superiores a 1,37 dólares por euro a mediados de diciembre, mientras que el tipo de cambio del euro frente al yen pasaba de 114 yenes por euro a finales de 2012, hasta 129 yenes por euro a mediados de año y finalizaba el mismo en niveles cercanos a 142 yenes por euro (véase gráfico 3).

### Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

### 2.3 Tipos de interés a largo plazo

La evolución de los mercados internacionales de deuda a largo plazo durante la segunda mitad del año ha estado notablemente condicionada por las variaciones en la percepción relacionadas con el cambio de estrategia en la política monetaria de Estados Unidos y las dificultades en el proceso para aprobar el techo de deuda de aquel país, todo ello en un marco caracterizado por la abundancia de liquidez. La aparente predisposición de la autoridad monetaria estadounidense a reducir el volumen mensual de las adquisiciones de bonos en los mercados en función de la mejora de la economía doméstica tensionó los mercados de deuda de las economías consideradas como refugio y de las economías europeas más frágiles, si bien en estas últimas las tensiones tendieron a desaparecer en pocas semanas (véase gráfico 4). Las economías emergentes sufrieron un cierto endurecimiento en sus condiciones de financiación, en un marco de salidas de capital tanto en instrumentos de renta fija como de renta variable.

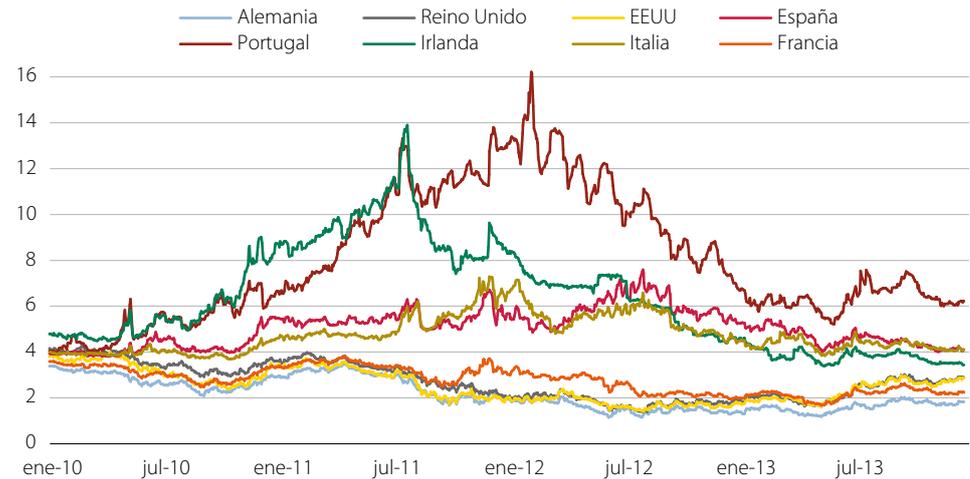
Así, las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública de las economías avanzadas más sólidas mostraron incrementos entre el primer y el tercer trimestre del año, que fueron más intensos en Estados Unidos y en el Reino Unido. A lo largo de los últimos meses del año dichas rentabilidades tendieron a estabilizarse e, incluso, a descender ligeramente, pero en el conjunto del ejercicio se observaron aumentos de cierta cuantía. En el caso de la deuda pública a tres años, este incremento se situó en

niveles ligeramente inferiores a los 30 p.b., mientras que en la referencia a diez años, el aumento osciló entre los 46 p.b. del bono alemán y los 113 p.b. del bono estadounidense (véase cuadro 4). En Japón, tras los repuntes de la rentabilidad de la deuda pública a diferentes plazos observados en el segundo trimestre del año como consecuencia del tono expansivo de la política monetaria, los tipos de interés de estos instrumentos tendieron a reducirse.

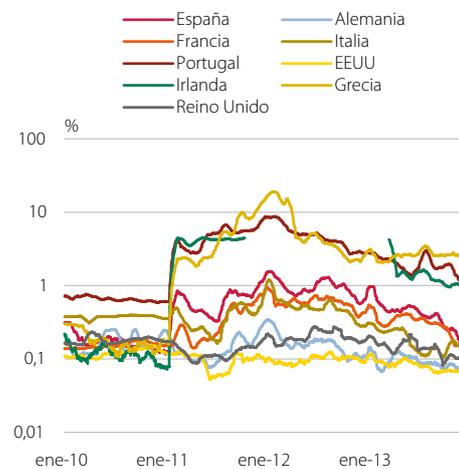
## Indicadores del mercado de bonos soberanos (diez años)

GRÁFICO 4

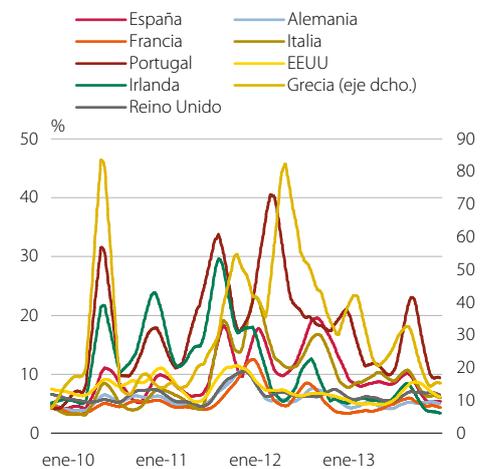
### Rentabilidad



### Liquidez<sup>1</sup>



### Volatilidad<sup>2</sup>



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de diciembre.

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.

En el resto de las economías avanzadas y, sobre todo, en aquellas que habían mostrado un grado mayor de vulnerabilidad en ejercicios anteriores, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo se incrementaron en mayo y en junio pero, en líneas generales, siguieron en 2013 una tendencia a la baja, que tendió a estabilizarse en las últimas semanas del año. Únicamente en Portugal, la rentabilidad del bono

repuntó con más intensidad en los meses de verano, pero acabó cediendo desde mediados de septiembre. En los casos de Portugal, España, Italia e Irlanda, la rentabilidad de los bonos de deuda pública a diez años se situaba a mediados de diciembre de 2013 en el 6,2%, 4,1%, 4,1% y 3,4%, respectivamente, lo que supone un descenso de entre 41 p.b. y 116 p.b. en relación con los niveles observados a finales de 2012. La mejora de la percepción sobre el marco económico y financiero de estas economías en un entorno de tipos de interés históricamente reducidos y, en consecuencia, de percepción de un cierto fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) podría estar incrementando el atractivo relativo de la deuda pública de estos países, al menos para un conjunto de inversores.

### Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>1</sup> (%)

CUADRO 4

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13
<b>Alemania</b>								
3 años	1,16	0,41	0,02	0,29	0,06	0,26	0,32	0,29
5 años	1,91	0,92	0,35	0,78	0,40	0,65	0,94	0,78
10 años	2,90	1,99	1,36	1,82	1,41	1,62	1,92	1,82
<b>EEUU</b>								
3 años	0,98	0,38	0,35	0,60	0,38	0,57	0,76	0,60
5 años	1,92	0,88	0,69	1,47	0,81	1,19	1,58	1,47
10 años	3,29	1,97	1,71	2,84	1,94	2,29	2,80	2,84
<b>Reino Unido</b>								
3 años	1,14	0,55	0,50	0,79	0,34	0,62	0,86	0,79
5 años	2,07	0,82	0,85	1,64	0,71	1,29	1,67	1,64
10 años	3,61	2,12	1,85	2,88	1,90	2,21	2,89	2,88
<b>Japón</b>								
3 años	0,25	0,18	0,12	0,09	0,07	0,17	0,14	0,09
5 años	0,46	0,34	0,17	0,20	0,11	0,31	0,25	0,20
10 años	1,18	1,00	0,73	0,65	0,60	0,84	0,71	0,65

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 13 de diciembre.

Como consecuencia de la evolución contrapuesta entre las rentabilidades de las economías más sólidas y las de aquellas percibidas como más frágiles, las primas de riesgo de crédito de la deuda pública de estas últimas se ha reducido prácticamente a lo largo de todo el año, prolongando el sustancial descenso que se había producido en los últimos meses de 2012 (véase gráfico 5). Así, la caída de la prima de riesgo de crédito soberano en 2013, evaluada mediante la información de los CDS a cinco años, ha sido, en promedio, de 100 p.b. para economías como la italiana, la portuguesa o la irlandesa. En el caso del CDS del bono soberano español el descenso fue incluso superior, situándose en 146 p.b. a mediados de diciembre.

La incertidumbre existente en torno a la salud del sistema bancario europeo se ha reducido de forma notable desde los meses de verano, a la vista de la tendencia descendente de las primas de riesgo de crédito del sector, que han pasado de superar los 300 p.b. a quedar por debajo de los 200 p.b. a mediados de diciembre (véase gráfico 6).

El avance del proyecto de Unión Bancaria en la zona y los saneamientos de los sistemas financieros de las economías europeas más afectadas por la crisis habrían sido factores relevantes en este proceso. Por su parte, las primas de riesgo de crédito del sector bancario estadounidense permanecieron prácticamente invariables a lo largo de todo el ejercicio 2013, en niveles cercanos o ligeramente inferiores a los 100 p.b.

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

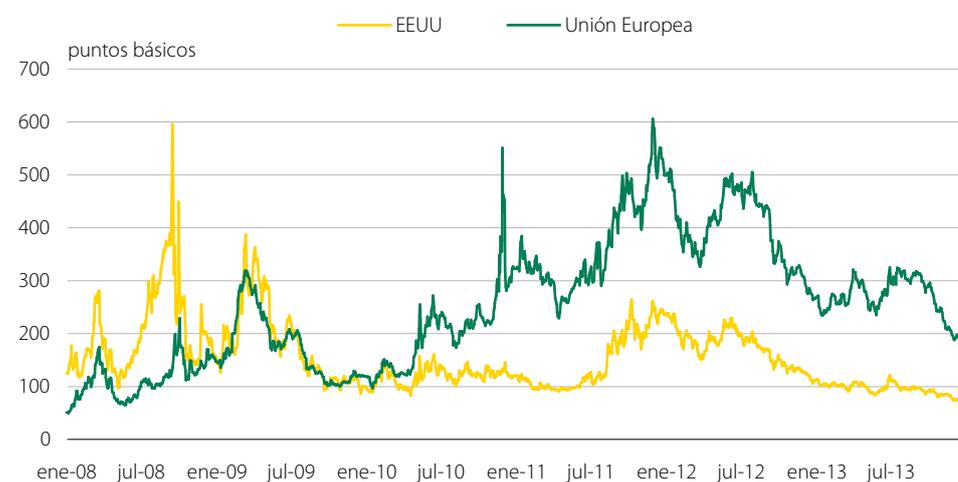
GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

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

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 13 de diciembre.

La abundancia de liquidez en los mercados financieros, junto con la percepción de un cierto fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) derivado del entorno de tipos de interés reducidos, ha continuado impulsando las compras de instrumentos de deuda de calidades crediticias medias y bajas. Este desplazamiento inversor hacia este tipo de productos ha prolongado la tendencia a la baja de las primas de riesgo de crédito de los bonos con calificación crediticia BBB y de aquellos

considerados como *high yield*, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. Para estos últimos, el descenso de las primas de riesgo a lo largo del año ha sido de 153 p.b. en el caso de los bonos estadounidenses y de 136 p.b. en el de los europeos, mientras que para los bonos BBB la caída ha oscilado entre los 55 p.b. y los 65 p.b.

## Primas de riesgo de la deuda privada<sup>1</sup>

CUADRO 5

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

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13
<b>Zona del euro<sup>2</sup></b>								
<i>High yield</i>	545	926	510	374	428	435	397	374
BBB	253	474	198	133	186	163	151	133
AAA	97	165	50	25	44	34	14	25
<b>EEUU</b>								
<i>High yield</i>	461	683	507	354	450	446	398	354
BBB	145	261	165	110	143	152	131	110
AAA	37	98	29	70	44	59	51	70

Fuente: Thomson Datastream.

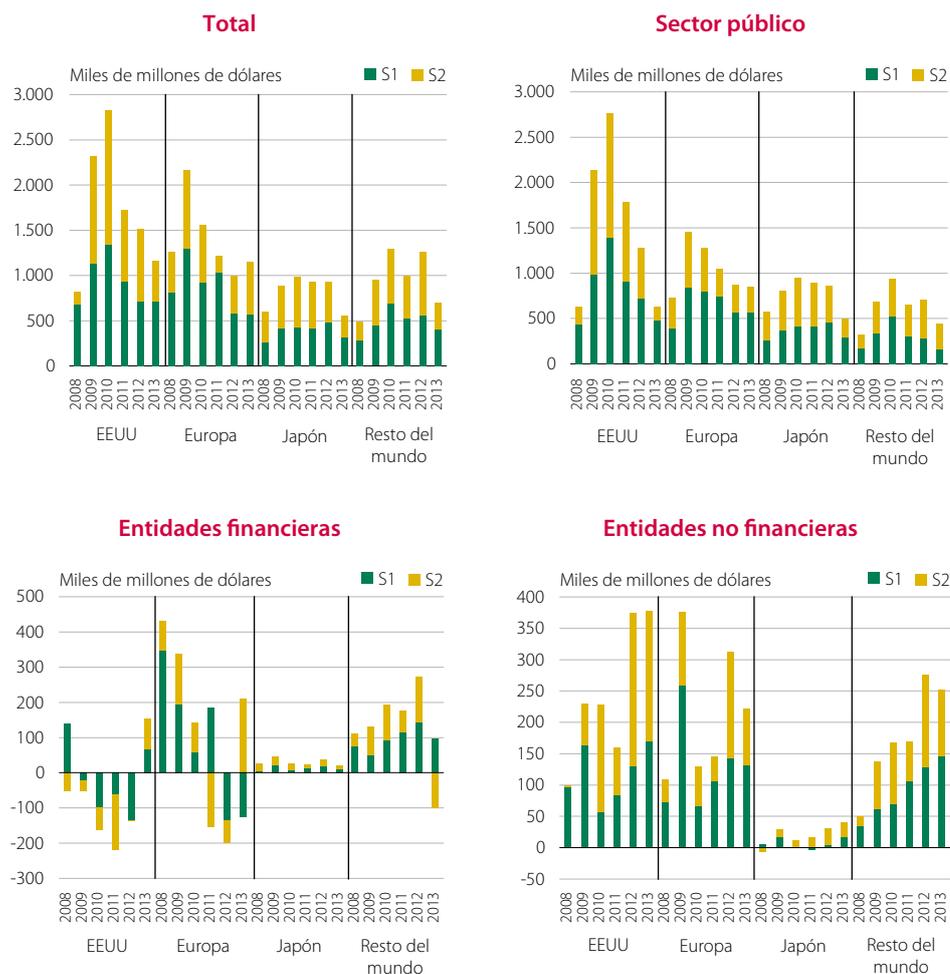
1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 13 de diciembre.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

El volumen de emisiones netas de deuda a largo plazo efectuado en los mercados internacionales ascendió a 3,6 billones de dólares en 2013, lo que supone un retroceso del 24,4% con relación a las cifras de 2012. El grueso del descenso tuvo su origen en las emisiones de deuda soberanas, que se situaron en 2,4 billones de dólares en 2013 (3,7 billones en 2012). La moderación de las emisiones de deuda soberana (en términos netos) se produjo en todas las áreas geográficas de referencia, si bien fue más intensa en Estados Unidos (véase gráfico 7). Con relación a las emisiones efectuadas por el sector privado de la economía, cabe señalar, por una parte, la recuperación de las emisiones de deuda de las entidades financieras tanto en Estados Unidos como en Europa, después de varios ejercicios en terreno negativo, y, por otra parte, el ligero descenso de las emisiones netas de deuda de las sociedades no financieras, que, no obstante, se mantuvieron en niveles elevados en relación con las cifras observadas desde el inicio de la crisis<sup>8</sup>.

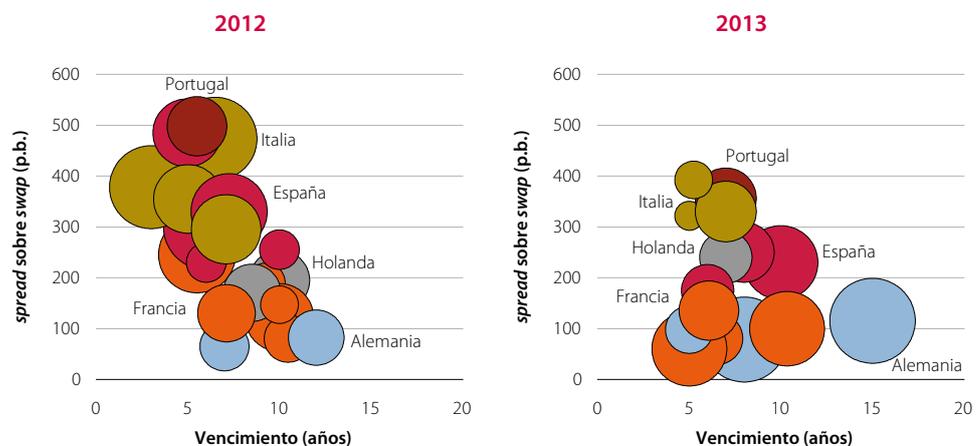
A pesar del buen comportamiento de los volúmenes de deuda emitidos por parte del sector privado no financiero, cabe señalar la persistencia de un cierto grado de fragmentación en los mercados de deuda europeos en lo que se refiere a las condiciones de financiación de las entidades. Como se observa en los paneles del gráfico 8, donde se expone, a modo de ejemplo, información sobre diversas emisiones de deuda de alta calidad de empresas europeas del sector de las telecomunicaciones en 2012 y 2013, la diferencia entre el coste de dichas emisiones para las sociedades radicadas en Portugal, Italia o España y el coste para las compañías radicadas en Alemania o Francia se ha reducido sensiblemente a lo largo de 2013 en relación con la brecha observada en 2012, aunque su nivel continúa siendo elevado.

8 De hecho, en términos brutos, el volumen de deuda emitido por las sociedades no financieras se incrementó en 2013 un 0,5%, hasta los 1,75 billones de dólares (1,0% en el caso de las sociedades estadounidenses y 0,4% en las europeas).



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2013, con información hasta el 15 de diciembre, se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Emisiones de deuda de empresas de telecomunicaciones en Europa<sup>1</sup>



Fuente: Dealogic. Datos de 2013 hasta el 13 de diciembre.

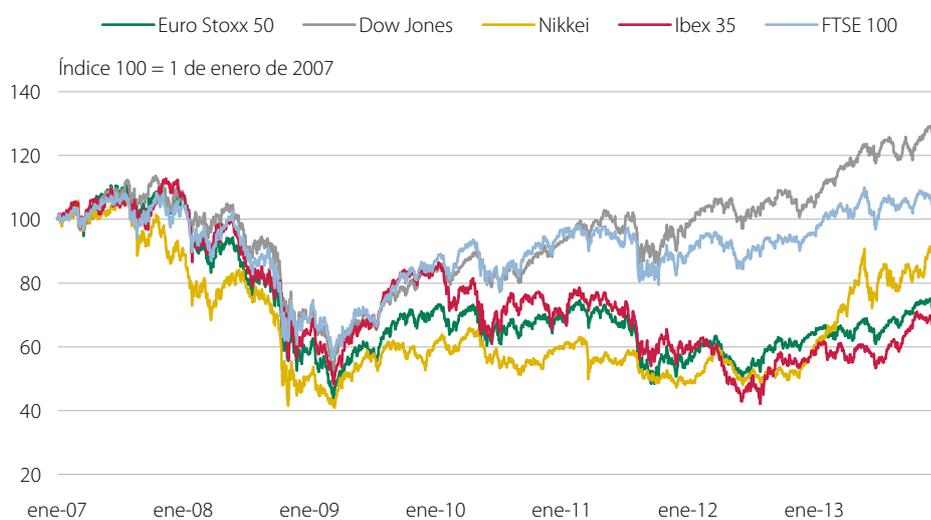
1 Deuda *investment grade* de largo plazo a tipo de interés variable. El tamaño de la burbuja es proporcional al tamaño de la emisión.

## 2.4 Las bolsas internacionales

Los principales índices de renta variable internacionales han continuado revalorizándose a lo largo de la segunda mitad del año. Los índices europeos repuntaron con más intensidad en el tercer trimestre, cuando se confirmó el fin del periodo de recesión y mejoraron ligeramente las perspectivas de crecimiento en la zona, aunque el proceso mostró un cierto agotamiento en las últimas semanas del año. Por su parte, la mayoría de los índices de referencia estadounidenses y japoneses tendieron a prolongar la tendencia alcista mostrada desde las primeras semanas del ejercicio, aunque en el caso de los índices japoneses, el ritmo de crecimiento fue menor, en un marco de notable descenso de la volatilidad en relación con los máximos observados en primavera (véanse gráfico 9 y cuadro 6).

### Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

En el conjunto del año destacan, por encima de todas, las revalorizaciones de los índices de la economía nipona, que oscilaron entre el 44% y el 48%, seguidas por las de los índices del mercado de renta variable estadounidense, que presentaron avances que oscilaron entre el 20,2% del Dow Jones y el 32,5% del Nasdaq. En ambas áreas económicas, el mejor comportamiento relativo de la actividad y de sus perspectivas, en un marco caracterizado por el tono marcadamente expansivo de la política monetaria, subyacería tras la elevada revalorización de estos índices.

En el caso de los índices europeos, las revalorizaciones en el conjunto del año se situaban en un rango que iba desde el 10,8% del índice Euro Stoxx 50 hasta el 18,3% del índice alemán Dax 30. Para la mayoría de los índices europeos, el grueso de la revalorización de las acciones se produjo en el tercer trimestre, observándose una mayor heterogeneidad en los restantes trimestres del ejercicio, en los que posiblemente los condicionantes domésticos tuvieron una mayor importancia relativa.

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

CUADRO 6

	2010	2011	2012	2013 <sup>1</sup>	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>1</sup>
<b>Mundo</b>								
MSCI World	9,6	-7,6	13,2	18,6	7,2	-0,1	7,7	2,9
<b>Zona del euro</b>								
Euro Stoxx 50	-5,8	-17,1	13,8	10,8	-0,5	-0,8	11,2	1,0
Euronext 100	1,0	-14,2	14,8	12,6	4,7	-1,3	10,3	-1,2
Dax 30	16,1	-14,7	29,1	18,3	2,4	2,1	8,0	4,8
Cac 40	-3,3	-17,0	15,2	11,5	2,5	0,2	10,8	-2,0
Mib 30	-8,7	-24,0	10,2	12,3	-2,6	-0,4	11,8	3,5
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	13,5	-3,0	-2,0	18,3	0,9
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	9,0	-5,6	5,8	9,2	8,7	-3,1	4,0	-0,3
<b>Estados Unidos</b>								
Dow Jones	11,0	5,5	7,3	20,2	11,3	2,3	1,5	4,1
S&P 500	12,8	0,0	13,4	24,5	10,0	2,4	4,7	5,6
Nasdaq-Cpte	16,9	-1,8	15,9	32,5	8,2	4,2	10,8	6,1
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	-3,0	-17,3	22,9	48,2	19,3	10,3	5,7	6,6
Topix	-1,0	-18,9	18,0	44,1	20,3	9,6	5,3	3,8

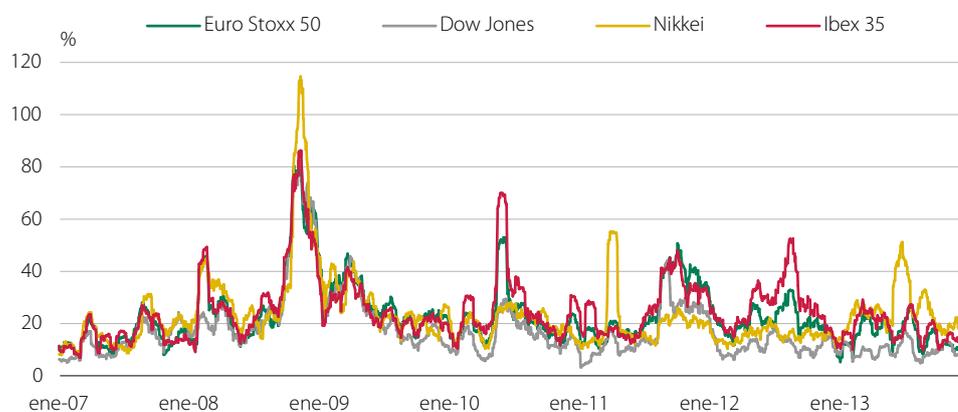
Fuente: Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 13 de diciembre.

Salvo en el caso de los índices japoneses, la volatilidad observada a lo largo de todo el ejercicio 2013 en los mercados de renta variable ha permanecido en niveles inferiores al 20%, es decir, similares a los existentes en periodos de ausencia de turbulencias. En Japón, la volatilidad del mercado se incrementó puntualmente hasta niveles cercanos al 50% en los meses de primavera, coincidiendo con el anuncio de la mayor expansión monetaria de los últimos años por parte del Banco de Japón. Desde entonces, con ciertos altibajos, la volatilidad del índice Nikkei ha retrocedido, tendiendo a estabilizarse desde septiembre en tasas cercanas al 20% (véase gráfico 10).

## Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

Las rentabilidades por dividendo de los principales índices de renta variable han descendido en la segunda mitad de 2013, con algo más de intensidad en el conjunto de los índices europeos en el tercer trimestre del año. Con todo, a mediados de diciembre la rentabilidad por dividendo de estos índices, que oscilaba entre el 2,9% del Dax 30 y el 4,9% del Cac 40, continuaba notablemente por encima de la de los índices estadounidenses (2,3% del S&P 500) y japoneses (1,7% del Topix).

### Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 7

	2009	2010	2011	2012	2013 <sup>1</sup>	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13 <sup>1</sup>
S&P 500	2,3	2,2	2,6	2,6	2,3	2,5	2,5	2,4	2,3
Topix	1,8	1,9	2,6	2,3	1,7	1,9	1,8	1,6	1,7
Euro Stoxx 50	4,2	4,8	6,3	5,0	4,3	4,9	5,1	4,4	4,3
Euronext 100	4,2	4,3	5,6	4,8	4,3	4,7	5,0	4,3	4,3
FTSE 100	3,7	3,8	4,1	4,1	4,1	4,0	4,2	4,0	4,1
Dax 30	3,5	2,9	4,2	3,4	2,9	3,4	3,5	3,1	2,9
Cac 40	5,0	5,2	7,0	5,7	4,9	5,6	5,8	4,9	4,9
Mib 30	3,4	3,8	5,4	4,1	3,3	4,1	4,0	3,3	3,3
Ibex 35	3,9	5,9	6,9	5,4	4,3	4,9	5,2	4,3	4,3

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 13 de diciembre.

Las ratios de precio sobre beneficio (PER) han tendido a incrementarse en el segundo semestre del año en los principales índices de renta variable de las economías avanzadas, con algo más de intensidad en el conjunto de los índices europeos, en línea con el mejor comportamiento relativo de sus cotizaciones. Aunque estas ratios retrocedieron en el segundo trimestre de 2013, los aumentos acumulados en el conjunto del año han sido superiores a 1,5 puntos en la mayoría de los índices observados. Desde una perspectiva temporal más amplia, la tendencia alcista de estas ratios, observada desde los mínimos de mediados de 2011, ha acercado los niveles de esta variable a sus promedios históricos (véase gráfico 11).

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

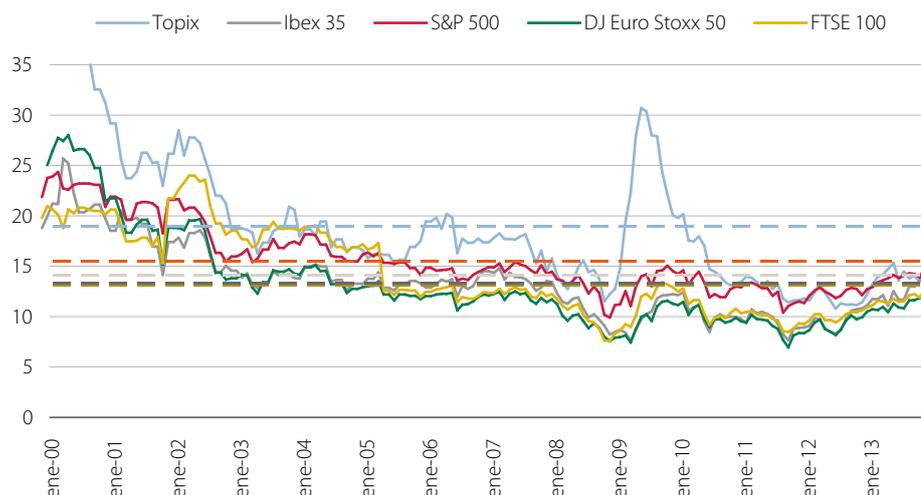
CUADRO 8

	2009	2010	2011	2012	2013 <sup>2</sup>	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13 <sup>2</sup>
S&P 500	14,6	13,1	11,7	12,7	14,9	13,7	13,7	14,2	14,9
Topix	19,3	13,6	11,6	13,0	14,5	14,1	13,2	14,3	14,5
Euro Stoxx 50	11,5	9,5	8,5	10,6	12,3	10,7	10,3	11,9	12,3
Euronext 100	12,7	10,6	9,4	11,2	13,1	11,9	11,3	12,9	13,1
FTSE 100	12,5	10,5	9,3	11,0	12,5	11,4	10,9	12,1	12,5
Dax 30	12,7	10,8	9,0	11,1	12,5	11,3	10,8	11,7	12,5
Cac 40	12,1	10,0	8,7	10,7	12,4	11,0	10,7	12,3	12,4
Mib 30	12,4	10,0	8,4	10,4	12,6	10,6	10,5	12,4	12,6
Ibex 35	12,3	9,7	9,2	11,7	14,4	11,3	11,0	13,3	14,4

Fuente: Thomson Datastream.

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

2 Datos hasta el 13 de diciembre.



Fuente: Thomson Datastream. Datos para última sesión de cada mes. Datos hasta el 13 de diciembre.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

Tras los retrocesos de las cotizaciones observados en el segundo trimestre del año, la evolución de los índices de renta variable de otras economías de referencia fue algo dispar en la segunda mitad del ejercicio, tanto entre las diferentes áreas económicas como dentro de ellas. En particular, en el tercer trimestre de 2013, se observaron revalorizaciones en las cotizaciones de los índices de las economías emergentes de mayor tamaño (el índice argentino Merval creció un 60,7%, el índice brasileño Bovespa un 10,3% y el índice chino Shanghai Composite un 9,9%) y en la mayoría de los índices de las economías de Europa del Este. En el resto de las jurisdicciones contempladas no se observó un patrón homogéneo en el comportamiento de la renta variable, registrándose retrocesos en algunos índices y ligeros avances en otros. En el cuarto trimestre, la heterogeneidad fue incluso superior, aunque las variaciones de las cotizaciones se mostraron en rangos mucho más acotados. Así, el índice filipino lideraba las pérdidas con caídas del 6,9%, mientras que el índice argentino encabezaba las ganancias con un avance del 9,9%<sup>9</sup> (véase cuadro 9).

El análisis de estos índices de renta variable por áreas geográficas en el conjunto de 2013 revela una mayor homogeneidad entre los índices de las economías de Europa del Este, que han tendido a revalorizarse entre un 1,4% y un 39,3% (únicamente el índice ruso presentaba retrocesos). En Latinoamérica y en Asia, por el contrario, los principales índices de renta variable muestran un comportamiento dispar, con sustanciales ganancias en unos casos y pérdidas también sustanciales en otros. Esto se debe a los propios condicionantes de estas economías y a las diferencias entre sí respecto a la dirección y la cuantía de los flujos de capital inducidos por el anuncio de una posible reducción del programa de compras de deuda por parte de la Reserva Federal estadounidense. El descenso de los precios de la renta variable emergente en 2013 (el índice MSCI Emergente ha descendido un 0,8% frente al avance del 18,6% del índice MSCI Mundial) y el repunte de la prima de riesgo de la deuda emergente, evaluado mediante la informa-

9 Con la excepción del índice venezolano, que lleva tres ejercicios mostrando revalorizaciones sustanciales.

ción de los índices EMBI<sup>10</sup>, ponen de manifiesto el endurecimiento de las condiciones de financiación de estas economías desde mediados de año (véase gráfico 12).

## Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

	Índice	2010	2011	2012	2013 <sup>1</sup>	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>1</sup>
<b>Latinoamérica</b>									
Argentina	Merval	51,8	-30,1	15,9	84,2	18,4	-12,0	60,7	9,9
Brasil	Bovespa	1,0	-18,1	7,4	-17,9	-7,5	-15,8	10,3	-4,4
Chile	IGPA	38,2	-12,4	4,7	-14,2	3,0	-8,5	-5,2	-4,0
México	IPC	20,0	-3,8	17,9	-4,2	0,8	-7,8	-1,1	4,2
Perú	IGRA	66,4	-16,7	5,9	-26,0	-3,7	-21,7	2,4	-4,1
Venezuela	IBC	18,6	79,1	302,8	461,7	31,5	85,5	56,0	47,6
<b>Asia</b>									
China	Shangai Comp.	-14,3	-21,7	3,2	-3,2	-1,4	-11,5	9,9	1,0
India	BSE	15,7	-25,7	30,0	3,0	-5,0	2,2	-1,4	7,6
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	21,9	-11,0	9,4	-1,7	0,4	-7,1	7,2	-1,7
Filipinas	Manila Comp.	37,6	4,1	33,0	-0,8	17,8	-5,6	-4,2	-6,9
Hong Kong	Hang Seng	5,3	-20,0	22,9	2,6	-1,6	-6,7	9,9	1,7
Indonesia	Yakarta Comp.	46,1	3,2	12,9	-3,3	14,5	-2,5	-10,4	-3,3
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	19,3	0,8	10,3	9,0	-1,0	6,1	-0,3	4,1
Singapur	SES All-S'Pore	10,1	-17,0	19,7	-3,2	4,5	-4,8	0,6	-3,2
Tailandia	Bangkok SET	40,6	-0,7	35,8	-3,6	12,2	-7,0	-4,7	-3,0
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	9,6	-21,2	8,9	8,8	2,8	1,8	1,4	2,5
<b>Europa del Este</b>									
Rusia	Russian RTS Index	22,5	-21,9	10,5	-8,8	-4,4	-12,6	11,5	-2,2
Polonia	Warsaw G. Index	18,8	-20,8	26,2	9,1	-4,9	-0,9	12,4	2,9
Rumanía	Romania BET	12,3	-17,7	18,7	22,3	9,5	-6,7	14,8	4,2
Bulgaria	Sofix	-15,2	-11,1	7,2	39,3	11,2	15,5	2,8	5,5
Hungría	BUX	0,5	-20,4	7,1	1,4	-1,7	6,5	-1,9	-1,3
Croacia	CROBEX	5,3	-17,6	0,0	1,5	15,4	-10,2	0,3	-2,4

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 13 de diciembre.

Según los datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE, en sus siglas en inglés), el volumen de contratación<sup>11</sup> en los mercados internacionales de renta variable se incrementó entre enero y noviembre de 2013 un 11,4% interanual en términos agregados. Esta tendencia expansiva, que contrasta con los retrocesos observados en ejercicios anteriores, tuvo su origen en el sustancial crecimiento de la contratación en la mayoría de las bolsas asiáticas. Así, la contratación se incrementaba más de un 60% en las plazas japonesas<sup>12</sup> y entre un 20% y un 64% en los dife-

10 *Emerging Markets Bond Index* o Índice de Bonos de Mercados Emergentes. Véase nota al pie del gráfico 12 para un mayor detalle.

11 Medido en dólares estadounidenses.

12 Todas las variaciones presentadas para mercados de valores concretos se efectúan basándose en la moneda local de la jurisdicción de la que se trate, con el fin de evitar la distorsión que supondría la introducción del tipo de cambio.

rentes mercados de valores de renta variable de China. En Europa y en Estados Unidos, los avances en el volumen de contratación fueron mucho más reducidos, al oscilar entre el 0,9% de la bolsa de Londres y el 3,5% de NYSE Euronext, presentando descensos en algunas plazas relevantes (por ejemplo, en el índice Nasdaq OMX, con un -4,2%).

## Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 13 de diciembre.

1 Se trata de un indicador de riesgo país calculado como la diferencia entre el tipo de interés de los bonos denominados en dólares emitidos por las economías emergentes y el tipo de interés del bono de deuda estadounidense correspondiente.

## Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2010	2011	2012	2013 <sup>5</sup>	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>5</sup>
EEUU <sup>1</sup>	23.188	21.940	17.995	16.067	4.051	4.857	4.149	3.011
Nueva York	13.553	12.866	10.416	9.468	2.422	2.860	2.455	1.731
Tokio <sup>2</sup>	2.872	2.831	2.787	4.550	1.118	1.652	1.076	704
Londres <sup>3</sup>	2.084	2.021	1.698	1.565	428	443	401	293
Euronext	1.533	1.520	1.221	1.156	309	327	306	215
Deutsche Börse	1.237	1.252	987	931	243	271	247	171
BME <sup>4</sup>	1.037	925	699	672	162	164	158	188

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

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

2 Incluye la información de Japan Exchange Group-Osaka y Japan Exchange Group-Tokyo. La fusión de Tokyo Stock Exchange y Osaka Stock Exchange fue aprobada en julio de 2012. En enero de 2013 se constituyó la compañía Japan Exchange Group, que agrupa estas dos plataformas.

3 Desde 2010 integra Borsa Italiana.

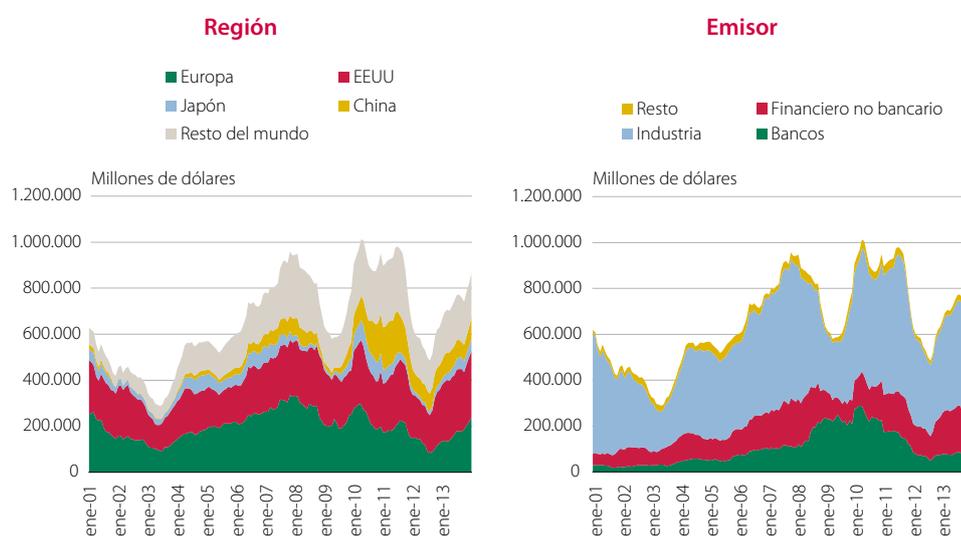
4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

5 Datos hasta noviembre salvo para BME, que incluye hasta el 13 de diciembre.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados financieros internacionales en 2013<sup>13</sup> se situó en 862 mil millones de dólares, lo que supone un incremento del 30% en relación con las cifras de 2012. Si bien el aumento de las emisiones fue relativamente generalizado entre las principales áreas económicas de referencia, cabe señalar la recuperación de las emisiones de acciones en Europa, que avanzaron un 78%, hasta los 239 mil millones de dólares, y en Japón, donde su importe prácticamente se dobló (eso sí, desde niveles relativamente reducidos). En Estados Unidos el aumento de las emisiones de acciones fue del 16,9%, hasta un importe total de 288 mil millones de dólares. El análisis efectuado por tipo de sector emisor revela que el grueso del incremento de las emisiones de acciones se produjo en las empresas de carácter industrial (un 43%, hasta los 553 mil millones de dólares). Con relación a las entidades pertenecientes al sector financiero, se observó una cierta disparidad entre el sector bancario, donde las emisiones crecieron un 29%, y el sector financiero no bancario, donde retrocedieron un 5,1% (véase gráfico 13).

### Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 13



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 13 de diciembre. Este último mes se añade en su equivalencia mensual, con fines comparativos.

## 3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

### 3.1 Mercados de renta fija

En 2013, los mercados financieros domésticos de deuda han tendido a prolongar la tendencia estabilizadora que comenzó tras las fuertes turbulencias acaecidas en los meses de verano de 2012. Únicamente se produjo un cierto aumento temporal de la tensión en estos mercados en los meses centrales del año, debido a la incertidumbre

13 Con información hasta el 13 de diciembre. Los datos de este último mes se añaden en su equivalencia mensual con fines comparativos.

relacionada con el potencial giro de la política monetaria en Estados Unidos. En términos generales, la reducción de las tensiones en estos mercados ha tenido su origen en la mejora de la confianza de los agentes en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español, en el notable esfuerzo percibido en materia de consolidación fiscal y en los síntomas de leve recuperación de la actividad económica<sup>14</sup>.

En este contexto, se ha observado una caída notable en los tipos de interés de la deuda pública y privada en relación con los niveles observados en 2012, que ha sido más intensa en los tramos largos de la curva de tipos de interés de corto plazo (colocaciones a un año). Los tipos de interés a tres y seis meses se incrementaron temporalmente en los meses centrales del año, pero en el conjunto de 2013 también acumularon retrocesos significativos. Así, los promedios mensuales de los tipos de interés de la deuda pública a tres, seis y doce meses se situaban a mediados de diciembre en el 0,49%, el 0,62% y el 0,87%, respectivamente, lo que supone un descenso de entre 65 p.b. y 136 p.b. con respecto a las cifras finales de 2012 (véase cuadro 11). Por su parte, los tipos de interés de los pagarés, con un retroceso mayor que el de los tipos de la deuda pública, se situaban a mediados de diciembre en el 1,09%, el 1,43% y el 1,44% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente. Estos niveles eran entre 174 p.b. y 236 p.b. inferiores a los observados a finales de 2012.

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

CUADRO 11

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13 <sup>3</sup>	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13 <sup>3</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>								
3 meses	1,60	2,20	1,14	0,49	0,29	0,58	0,26	0,49
6 meses	2,71	3,47	1,68	0,62	0,85	0,79	0,92	0,62
12 meses	3,09	3,27	2,23	0,87	1,37	1,34	1,23	0,87
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>								
3 meses	1,37	2,74	2,83	1,09	1,49	1,25	1,28	1,09
6 meses	2,52	3,52	3,58	1,43	1,72	1,43	1,49	1,43
12 meses	3,04	3,77	3,80	1,44	1,90	1,52	1,77	1,44

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

3 Datos hasta el 13 de diciembre.

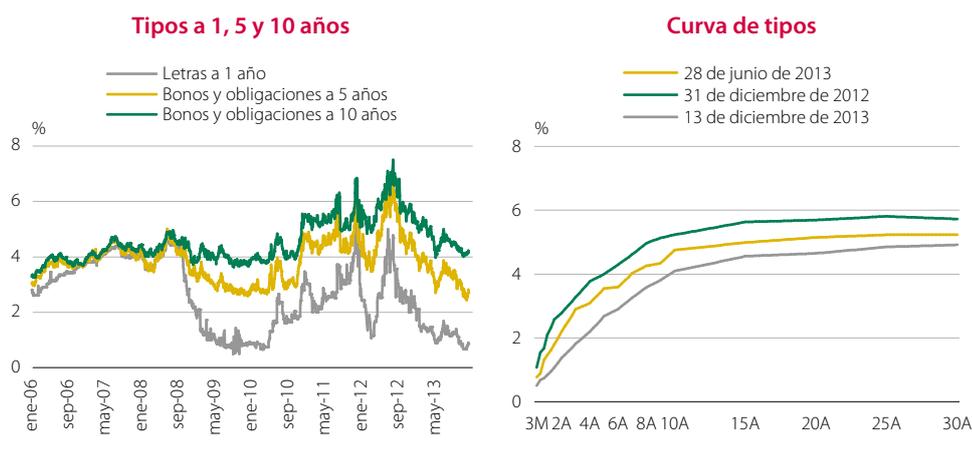
Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo registraron una tendencia a la baja durante el año, solo interrumpida durante los meses de mayo y junio, relativamente similar a la observada en la deuda a corto plazo. La prolongación de la senda descendente de estos tipos de interés desde los máximos alcanzados en julio de 2012 hizo que la disminución acumulada desde aquellos momentos de turbulencias fuera

14 Según los datos publicados por el INE, el PIB creció un 0,1% en términos trimestrales en el tercer trimestre del año, dejando atrás el periodo de recesión que comenzó en el tercer trimestre de 2011. Los pronósticos efectuados por diferentes instituciones y departamentos de análisis internacionales disponibles en la fecha cierre de este informe apuntan a que la economía española podría crecer ligeramente por debajo del 1% y del 1,5% en 2014 y 2015, respectivamente.

superior a los 300 p.b. en los plazos más largos. A mediados de diciembre, los tipos de interés de los bonos de deuda pública a cinco y diez años se situaban en el 2,6% y el 4,1%, respectivamente, 153 p.b. y 116 p.b. por debajo de los niveles de finales de 2012 (véanse panel izquierdo del gráfico 14 y cuadro 12). La evolución de los tipos de interés en los distintos plazos ha dado lugar a un desplazamiento y a un aplanamiento en el perfil de la curva de rendimiento de la deuda que refleja, en su conjunto, la notable mejoría en las condiciones de financiación del sector público español (véase panel derecho del gráfico 14).

## Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 13 de diciembre.

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

CUADRO 12

	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13 <sup>2</sup>	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>								
3 años	3,87	4,01	3,40	1,96	2,85	2,86	2,45	1,96
5 años	4,65	4,65	4,22	2,65	3,65	3,47	3,21	2,65
10 años	5,38	5,50	5,33	4,13	4,93	4,67	4,42	4,13
<b>Renta fija privada</b>								
3 años	4,39	5,43	4,19	2,28	2,81	3,00	2,71	2,28
5 años	4,96	5,91	4,66	2,95	3,45	3,81	3,58	2,95
10 años	6,28	8,06	6,79	4,18	5,40	5,38	5,26	4,18

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

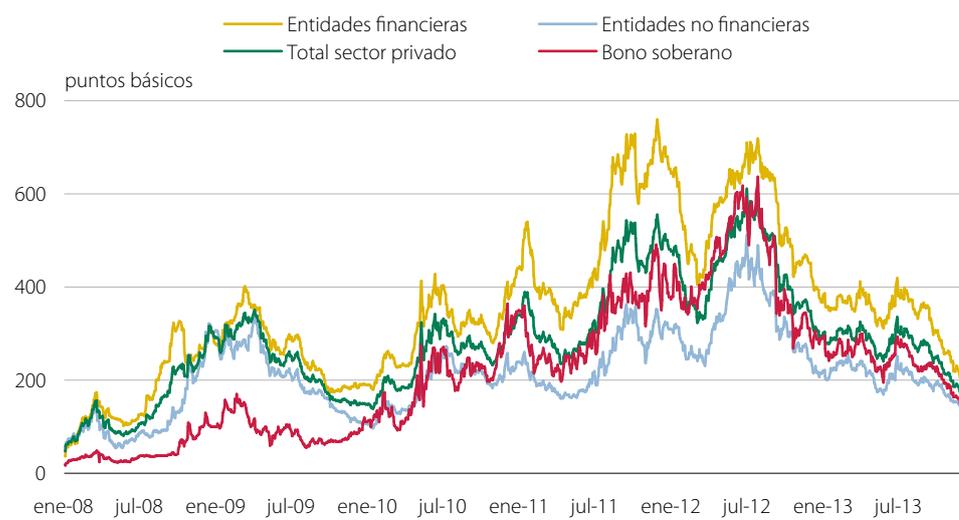
2 Datos hasta el 13 de diciembre.

Las rentabilidades de la deuda a largo plazo del sector privado también descendieron prácticamente a lo largo de todo el año, en línea con el comportamiento de los tipos de interés de la deuda pública, aunque las rentabilidades de plazo medio (tres y cinco años) experimentaron un leve repunte durante el segundo trimestre. A mediados de diciembre, los tipos de interés de los bonos de deuda privada a tres, cinco y diez años se situaban en el 2,3%, el 3,0% y el 4,2%, respectivamente, lo que supone una disminución de entre 171 p.b. y 261 p.b. en relación con los niveles observados a finales de 2012.

En cuanto a la prima de riesgo soberano de la economía española, tanto la prima negociada del CDS del bono español a cinco años como el diferencial de tipos de interés a diez años entre el bono español y el bono alemán han mostrado, con un cierto grado de variabilidad, una notable tendencia a la baja en 2013, en línea con el descenso de las tensiones en los mercados de deuda soberana en Europa. Así, la prima de riesgo del CDS se situaba en 150 p.b. a mediados de diciembre, muy por debajo de los 295 p.b. de finales de 2012 (véase gráfico 15), y el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el alemán caía hasta los 228 p.b., frente a 396 p.b. en el mismo periodo del año anterior.

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

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

1 Para las categorías «Total sector privado», «Entidades financieras» y «Entidades no financieras» se calcula una media simple de las entidades constituyentes.

La evolución de las primas de riesgo de las entidades financieras y no financieras de carácter doméstico fue similar a la de la deuda soberana española (véase gráfico 15), mostrando una marcada tendencia durante el año, con una interrupción temporal en los meses de mayo y junio. El promedio de las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado de la economía tendió a aproximarse a la prima de riesgo de crédito soberano, situándose a mediados de diciembre en 167 p.b., solo 17 p.b. más que la segunda.

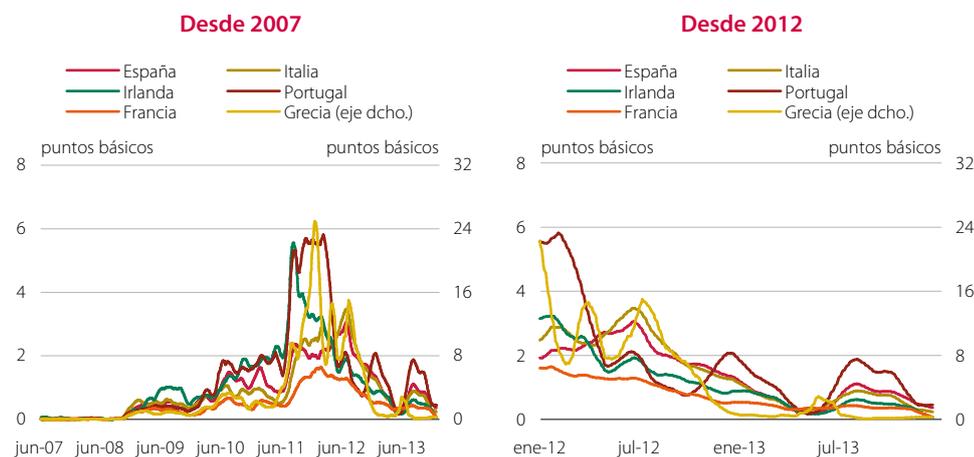
Como se observa en el gráfico 15, persiste una diferencia notable en las percepciones de riesgo de crédito entre los sectores financieros y los sectores no financieros de la economía. No obstante, esta diferencia ha tendido a reducirse ligeramente en la segunda mitad del año, como consecuencia de los avances en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero español. Así, el promedio de la prima de riesgo de los emisores financieros domésticos se situaba en 198 p.b. a mediados de diciembre (188 p.b. menos que a finales de 2012), mientras que el promedio de las primas de riesgo de los emisores no financieros alcanzaba los 136 p.b. (85 p.b. menos que en diciembre de 2012).

En este marco de descenso de los tipos de interés y de las primas de riesgo de crédito de los diferentes sectores de la economía española, cabe señalar, además, la notable desvinculación entre los movimientos de los precios de la deuda pública y de las accio-

nes de las entidades españolas. También se aprecia una intensa caída de los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano entre las diferentes economías europeas. Como se observa en los paneles del gráfico 16, en 2013 solo fue relevante el aumento del indicador de contagio de riesgo de crédito soberano de la economía portuguesa en los meses centrales del año, que tendió a reducirse con posterioridad.

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

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de diciembre de 2013.

- 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 cien periodos anteriores al primer periodo de predicción. El segundo componente mide el nivel del riesgo de crédito del emisor del *shock*, aproximado por su CDS. Finalmente, la serie obtenida como el producto de estos dos componentes es suavizada mediante una media móvil de 30 sesiones hábiles.

A pesar de la mejora de las condiciones de financiación de las entidades españolas, la actividad emisora en el conjunto de 2013 ha descendido sensiblemente, si bien se percibe un cierto dinamismo desde el verano en las emisiones de algunas categorías de instrumentos. Con relación al mercado primario de renta fija, cabe señalar que a finales de diciembre se produjo la primera emisión de bonos simples que cotizará en el MARF. Como se ha indicado, este nuevo mercado, cuyo reglamento se aprobó el 22 de mayo, está orientado principalmente hacia las empresas de tamaño mediano, a las que ofrece una vía de acceso a los mercados de capital con requisitos más adaptados que los vigentes en los mercados regulados.

En el conjunto de 2013<sup>15</sup>, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 125.409 millones de euros, lo que supone un retroceso

15 Hasta el 13 de diciembre.

del 60,2% respecto al volumen de deuda emitido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 13). En valor absoluto, los mayores descensos se produjeron en el segmento de los pagarés (87.094 millones de euros), de las cédulas hipotecarias (76.870 millones de euros) y, en menor medida, de los bonos simples (27.729 millones de euros).

La disminución de la actividad en el mercado primario de deuda privada, donde el sector financiero tiene claro protagonismo, obedece tanto a una menor necesidad de financiación de las sociedades potencialmente emisoras como a la existencia de una cierta fragmentación en los mercados, que tiende a encarecer las emisiones de deuda de las entidades nacionales. Por otra parte, la comparación con los volúmenes emitidos en 2012 se ve afectada por el hecho de que estos fueron históricamente elevados, debido a diferentes razones que se mencionarán posteriormente al comentar la evolución de las emisiones para los distintos tipos de valores representativos de deuda.

Las emisiones de pagarés disminuyeron un 67,3% en términos interanuales, hasta situarse en 42.253 millones. La recuperación de los depósitos bancarios y una mayor preferencia de los hogares por otras opciones de inversión conservadoras, como determinadas categorías de fondos de inversión, habrían sido factores relevantes en el retroceso de las emisiones de pagarés en el conjunto del año.

El importe emitido de bonos simples ascendió a 21.996 millones de euros en 2013, un 56% menos que en el mismo periodo de 2012. La caída de las emisiones de bonos simples guarda relación con la ausencia de emisiones avaladas en 2013 (que en 2012 ascendieron a 42.635 millones de euros) y con el descenso de las emisiones efectuadas por la SAREB (36.694 millones en 2012, frente a 14.086,7 millones en 2013).

Por su parte, la emisión de cédulas hipotecarias, que ascendió a 24.100 millones de euros, retrocedió un 76% y la emisión de cédulas territoriales –aquellas respaldadas por la cartera de préstamos a entes públicos– se situó en 8.115 millones de euros, por debajo de los 8.974 millones de euros emitidos el año precedente. El segmento de los bonos de titulización continuó siendo el más dinámico, puesto que hasta mediados de diciembre el importe total emitido ascendía a 28.141 millones de euros, un 22,3% superior a la cifra del mismo periodo del año 2012. Con todo, los volúmenes de las emisiones de titulización continúan estando muy alejados de los observados antes de la crisis.

En cuanto a los instrumentos de deuda híbridos, su peso fue poco relevante en el total. Cabe destacar, no obstante, la caída de las emisiones de bonos convertibles (del 70,5%), con un volumen de emisión de 803 millones de euros. Como en el ejercicio anterior, en 2013 no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.

Finalmente, las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles en el exterior se situaron en 41.274 millones de euros entre enero y octubre de 2013, lo que supone un descenso del 51% en relación con el mismo periodo de 2012. Este descenso refleja tanto el menor dinamismo de las emisiones a corto plazo (principalmente de los pagarés de empresa) –que descendieron un 69,7% en términos interanuales, situándose en 11.759 millones– como el retroceso de las emisiones de instrumentos a largo plazo (un 35%, hasta los 29.515 millones de euros).

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 13

Registradas<sup>1</sup> en la CNMV

	2010	2011	2012	2013 <sup>2</sup>	2013			
					I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>	<b>357.830</b>	<b>125.409</b>	<b>44.462</b>	<b>30.406</b>	<b>21.544</b>	<b>28.997</b>
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	24.100	9.195	7.340	6.015	1.550
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	8.115	95	1.520	4.000	2.500
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	20.192	86.442	21.996	15.595	4.136	172	2.093
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968	7.126	3.563	803	425	15	0	363
Bonos de titulización	63.261	68.413	23.800	28.141	8.052	4.942	904	14.243
Tramo nacional	62.743	62.796	20.627	24.529	6.965	4.309	904	12.351
Tramo internacional	518	5.617	3.173	3.613	1.087	633	0	1.893
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586	103.501	132.882	42.253	11.100	12.453	10.454	8.247
De titulización	5.057	2.366	1.821	1.110	180	390	440	100
Resto de pagarés	92.529	101.135	131.061	41.143	10.920	12.063	10.014	8.147
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>				<b>0</b>				
Emisiones subordinadas	9.154	29.277	7.633	4.776	1.557	978	92	2.149
Emisiones aseguradas	299	10	0	193	0	193	0	0

## En el exterior por emisores españoles

	2010	2011	2012	2013	2013			
					I	II	III	IV <sup>4</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)								
A largo plazo	51.107	51.365	50.353	29.515	16.076	7.446	3.444	2.549
Participaciones preferentes	0	0	0	1.653	0	1.153	0	500
Obligaciones subordinadas	0	242	307	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.046	27.862	16.076	6.293	3.444	2.049
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	76.624	68.677	41.730	11.759	3.166	3.713	3.587	1.289
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.730	11.759	3.166	3.713	3.587	1.289
de titulización de activos	248	322	11.590	0	0	0	0	0
<b>Total</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>92.083</b>	<b>41.274</b>	<b>19.242</b>	<b>11.159</b>	<b>7.031</b>	<b>3.838</b>

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 13 de diciembre.

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

4 Datos hasta octubre.

## 3.2 Mercados de renta variable

### 3.2.1 Precios

Los mercados nacionales de renta variable se han beneficiado a lo largo de 2013 del descenso de las tensiones en los mercados de deuda europeos, de los avances en el proceso de saneamiento del sistema financiero doméstico y, desde los meses centrales del año, de la mejoría en la percepción de los agentes económicos respecto a la evolución de la actividad doméstica. Las cotizaciones, la volatilidad y la liquidez de los valores bursátiles tendieron a reflejar esta mejora del marco económico y financiero nacional a lo largo del segundo semestre del año, tras un primer semestre algo irregular. Los volúmenes de negociación crecieron ligeramente, interrumpiendo la tendencia bajista iniciada en 2010.

Así, el Ibex 35 experimentó un repunte del 18,3% y del 0,9% durante los dos últimos trimestres del año, respectivamente, compensando ampliamente el retroceso del 4,9% observado durante el primer semestre (véase cuadro 14). De esta forma, durante el periodo transcurrido de 2013 el índice bursátil de referencia español se ha revalorizado un 13,5%. Los índices compuestos por los valores de menor capitalización (IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap) son los que han tenido un mejor comportamiento durante 2013, con una revalorización cercana al 40% (en torno al 30% durante el último semestre). En cambio, los índices compuestos por valores latinoamericanos negociados en las plataformas domésticas han experimentado un ligero repunte durante el segundo semestre, insuficiente para compensar las cifras negativas de la primera mitad del año, con lo que han anotado descensos del 19,7% (FTSE Latibex All-Share) y del 12,7% (FTSE Latibex Top) en el conjunto del año.

**Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)**

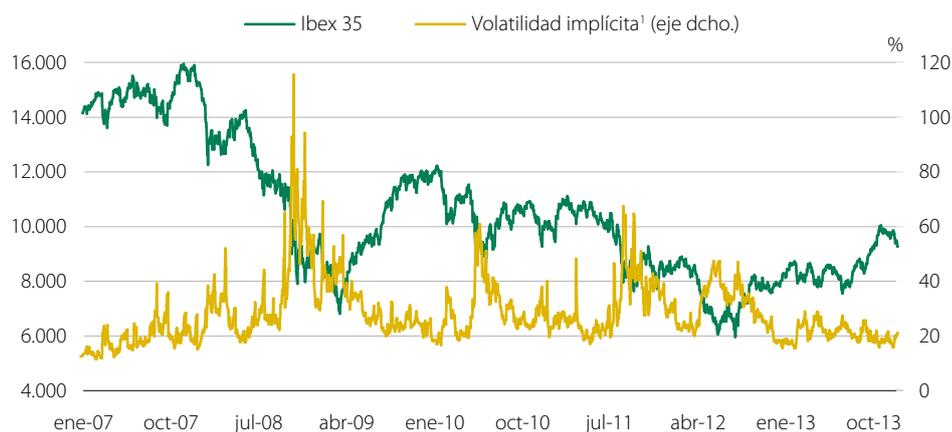
CUADRO 14

	2010	2011	2012	2013 <sup>1</sup>	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>1</sup>
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	13,5	-3,0	-2,0	18,3	0,9
Madrid	-19,2	-14,6	-3,8	14,6	-3,2	-2,1	19,4	1,3
Ibex Medium Cap	-5,6	-20,7	13,8	42,9	2,2	7,9	22,5	5,7
Ibex Small Cap	-18,3	-25,1	-24,4	39,4	7,3	-3,1	22,8	9,2
FTSE Latibex All-Share	9,0	-23,3	-10,7	-19,7	-1,2	-18,8	5,4	-5,0
FTSE Latibex Top	9,7	-17,1	-2,6	-12,7	5,2	-19,0	4,2	-1,7

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 13 de diciembre.

La volatilidad del Ibex 35 continuó durante el segundo semestre de 2013 en niveles reducidos, algo inferiores a los de la primera mitad del año. Así, durante la mayor parte de este periodo se mantuvo por debajo del 20% (véase gráfico 17). A finales del tercer trimestre hubo un ligero repunte de este indicador debido a las incertidumbres presentes en los mercados internacionales, especialmente de Estados Unidos, a raíz de una posible intervención en Siria y de las dudas sobre los futuros pasos de la Reserva Federal con relación a los estímulos monetarios. No obstante, la volatilidad se mantuvo alrededor del 25%, valores que nada tuvieron que ver con los alcanzados durante el segundo trimestre de 2012, cercanos al 50%, como consecuencia de las dudas existentes en torno a la salud del sistema financiero español.



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. Datos hasta el 13 de diciembre.

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

Todos los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid, sin excepción, experimentaron un incremento de sus cotizaciones durante el segundo semestre de 2013. Este repunte estuvo causado, básicamente, por la elevada revalorización del tercer trimestre, ya que durante el último trimestre del año la evolución alcista del mercado dio algunas señales de agotamiento (véase cuadro 15). El sector de los servicios de consumo protagonizó la mayor revalorización del cuarto trimestre (5,0%, inferior al aumento del 19,6% del trimestre anterior), seguido por los sectores del petróleo y la energía (3,4%, frente al 6,5% del tercer trimestre) y el de los servicios financieros e inmobiliarios (1,6%, muy por debajo del 28,1% correspondiente al trimestre previo). Dentro de este último sector, cabe destacar la evolución del subsector inmobiliario, con un crecimiento acumulado durante el último semestre del año del 50,5%. El sector de los materiales básicos, la industria y la construcción se revalorizó un 1,1% (frente al 16,1% del trimestre anterior), mientras que las cotizaciones de los sectores de los bienes de consumo y la tecnología y las comunicaciones disminuyeron durante este periodo un 0,4% y un 1,1%, respectivamente (frente a avances del 19,6% y el 15,5% en el tercer trimestre).

El fuerte incremento de las cotizaciones a lo largo de la segunda mitad de 2013 ha compensado la evolución algo dispar de los diferentes índices en los primeros meses del ejercicio, lo que ha dado lugar a revalorizaciones de cierta cuantía en el conjunto del año. Así, el sector de los servicios de consumo ha mostrado el mayor incremento de sus cotizaciones en 2013 (ha sido el único con crecimiento positivo en los cuatro trimestres del año), revalorizándose un 48,7%, tras el incremento del 12,7% en 2012. Por el contrario, el sector de los bienes de consumo ha mostrado el incremento más modesto, concretamente de un 9,3%, a pesar de ser el sector con mayor revalorización en 2012 (un 55,6%). Los ascensos en los sectores de los materiales básicos, la industria y la construcción y de la tecnología y las telecomunicaciones fueron del 20,5% y del 15,3%, respectivamente, tras los retrocesos del 8% y del 18,3% acaecidos en 2012. Los sectores del petróleo y la energía y de los servicios financieros e inmobiliarios registraron un aumento del 14,5% y del 10,6%, respectivamente, después de sufrir descensos del 16% y del 4,7% el año anterior. Dentro de este último sector, las empresas inmobiliarias se revalorizaron un 35,8%, compensando tan solo en parte el elevado retroceso acumulado durante los años previos.

**Rentabilidad sectorial y de los principales valores<sup>1</sup> de la Bolsa de Madrid** CUADRO 15

	Ponderación <sup>2</sup>	2013 <sup>3</sup>	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>3</sup>
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>42,68</b>	<b>10,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>28,1</b>	<b>1,6</b>
Inmobiliarias y otros	0,14	35,8	-7,8	-2,1	23,6	21,7
Banca	40,74	9,5	-10,1	-6,5	28,7	1,2
BBVA	13,31	21,8	-2,8	-3,0	29,7	-0,4
Santander	22,10	10,2	-12,0	-3,8	26,7	2,6
<b>Petróleo y energía</b>	<b>15,64</b>	<b>14,5</b>	<b>-3,0</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>3,4</b>
Iberdrola	6,33	13,3	-10,3	11,7	9,4	3,4
Repsol YPF	4,73	20,5	3,4	5,0	13,0	-1,7
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>6,56</b>	<b>20,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,7</b>	<b>16,1</b>	<b>1,1</b>
Construcción	3,76	17,6	-0,7	4,0	15,6	-1,6
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>17,50</b>	<b>15,3</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>15,5</b>	<b>-1,1</b>
Telefónica	14,65	10,5	2,9	-6,2	16,9	-2,1
<b>Bienes de consumo</b>	<b>12,43</b>	<b>9,3</b>	<b>0,2</b>	<b>-5,9</b>	<b>16,6</b>	<b>-0,4</b>
Inditex	9,23	5,2	-2,0	-8,3	20,1	-2,6
<b>Servicios de consumo</b>	<b>5,18</b>	<b>48,7</b>	<b>12,6</b>	<b>5,2</b>	<b>19,6</b>	<b>5,0</b>

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

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

2 Peso relativo (%) en el IGBM a 1 de julio de 2013.

3 Datos hasta el 13 de diciembre.

El análisis de las cotizaciones para cada valor del IGBM revela que, en el último trimestre del año, los valores que tuvieron un mayor impacto alcista sobre la evolución del índice fueron tres entidades financieras, las dos mayores empresas cotizadas del subsector de la electricidad y el gas y una compañía perteneciente al sector de los servicios de consumo, concretamente al subsector de los transportes y la distribución (véase cuadro 16). En el conjunto de 2013, las mayores aportaciones a la evolución positiva del IGBM correspondieron a las dos mayores entidades financieras, en términos de capitalización bursátil, y a la mayor compañía cotizada del sector de la tecnología y las telecomunicaciones. También contribuyeron de forma importante, aunque en menor medida, una compañía de transporte aéreo y una compañía petrolífera. Muy pocas entidades experimentaron descensos en sus cotizaciones durante 2013, siendo la cotización de la mayor entidad bancaria participada por el FROB la que más se redujo este ejercicio, a pesar de su buen comportamiento en los últimos meses del año.

A pesar de la notable mejoría de las cotizaciones bursátiles, el único sector cuya cotización estaba a finales de 2013 por encima de los niveles existentes al inicio de la crisis *subprime*, en julio de 2007, era el de los bienes de consumo, con un aumento del 79%. Las cotizaciones del resto de los sectores continuaban por debajo de aquellos niveles, siendo los sectores de los servicios financieros e inmobiliarios y de los materiales básicos, la industria y la construcción los que presentaban un mayor retroceso respecto a los valores del verano de 2007, cercano al 60% en ambos sectores.

Valor	Sector	Dic-2013	
		Variación (p.p.)	
		s/trim. anterior	s/dic-12
<b>Con impacto positivo</b>			
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	0,50	1,94
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	0,27	-0,77
Gas Natural SDG	Petróleo y energía	0,26	0,53
Iberdrola	Petróleo y energía	0,21	0,83
Caixabank	Servicios financieros e inmobiliarios	0,15	0,52
IAG	Servicios de consumo	0,15	1,43
<b>Con impacto negativo</b>			
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-0,31	1,52
Inditex	Bienes de consumo	-0,22	0,44
Repsol	Petróleo y energía	-0,09	1,07

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 13 de diciembre.

1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 p.p. en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM. Adicionalmente, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al inicio del último trimestre considerado.

La distribución de la rentabilidad de las acciones de las empresas pertenecientes al IGBM mostró durante el último trimestre un mayor sesgo hacia rentabilidades relativamente bajas, tanto para las empresas financieras como para las no financieras (véanse paneles superiores del gráfico 18). Así, por ejemplo, el porcentaje de empresas que experimentó un crecimiento de sus cotizaciones de entre el 0% y el 10% aumentó del 7,5% al 19%, mientras que el número de entidades con rentabilidades entre el 30% y el 40% pasó del 7% al 2%. Esta evolución contrasta con el comportamiento de las empresas cotizadas en la zona del euro, cuya distribución de rentabilidades permaneció relativamente estable.

En cambio, si se analizan las rentabilidades acumuladas por las empresas del IGBM durante los seis últimos meses del año en relación con las del primer semestre, se observa una mejoría sustancial del comportamiento de las acciones, especialmente en el caso de las empresas financieras (véanse paneles inferiores del gráfico 18). Así, el porcentaje de estas entidades que presentó una variación negativa en sus cotizaciones bursátiles se redujo en este periodo del 41% del total a tan solo el 3%. En el caso europeo, igual que para la variación trimestral, la evolución observada es mucho más estable, con una mayor concentración de entidades en las rentabilidades moderadas que en las extremas.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibx 35 se incrementó de forma notable durante el periodo transcurrido del cuarto trimestre de 2013, frente al avance más moderado de las bolsas de referencia de las economías avanzadas. Este aumento del último trimestre fue similar al del tercero, mientras que durante la primera mitad del año se mantuvo, con algunas oscilaciones, prácticamente estable. De esta forma, la ratio alcanzaba el 14,4 en diciembre, después de haberse mantenido entre 11 y 12 durante el primer semestre y haber ascendido a 13 entre junio y septiembre. A mediados de diciembre la ratio PER del Ibx 35 se situaba cerca de su promedio histórico desde 2000 y ligeramente por encima de la de las principales bolsas europeas.



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre de 2013.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 13 de diciembre de 2013. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 106 compañías admitidas a negociación y el índice bursátil de la Eurozona, 1.369 empresas.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y *holdings*, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 18 compañías (17% del total de empresas del índice) y en el de la Eurozona, de 340 empresas (25% del total).
- 3 El sector no financiero (ex - inmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

### 3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español creció un 1,1% durante 2013, hasta los 672.613 millones de euros. Este avance, aunque modesto, interrumpe la tendencia bajista que se inició en 2010 (véase cuadro 17). Cabe destacar, además, que durante el último trimestre del año se ha producido una mejoría sustancial del volumen de contratación, situándose en promedio diario en 3.483 millones de euros. Este importe, similar al de 2009, fue muy superior al registrado durante los tres primeros trimestres del año (2.654, 2.615 y 2.395 millones de euros, respectivamente<sup>16</sup>).

16 El volumen de contratación medio diario de 2012, en mínimos desde 2004, se situó en 2.730 millones de euros. Los volúmenes medios diarios correspondientes a los años 2009, 2010 y 2011 fueron, respectivamente, de 3.489, 4.052 y 3.602 millones de euros.

En el ámbito de la contratación en los mercados de renta variable, cabe señalar un significativo desplazamiento de la contratación desde el mercado regulado doméstico hacia otras plataformas alternativas de negociación, en particular hacia CHI-X. Este comportamiento, que en otras plazas europeas comenzó con intensidad hace varios años, ha motivado que la contratación de valores españoles en estas plataformas alternativas se incrementara hasta niveles cercanos al 20% de la contratación total a finales de año. En otras jurisdicciones europeas<sup>17</sup> este porcentaje supera ampliamente el 40%.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 29.222 millones de euros en 2013 (hasta mediados de diciembre), lo que supone un aumento interanual del 38,2% (véase cuadro 18). Cabe mencionar, no obstante, que esta recuperación tuvo su origen en diversas ampliaciones de capital asociadas a bancos intervenidos por el FROB, enmarcadas en diferentes procesos de recapitalización. Dichas operaciones han supuesto el 63% del total de las emisiones de renta variable en 2013. Por su parte, las emisiones del último trimestre del año fueron relativamente bajas (2.484 millones de euros), más de un 60% inferiores a las cifras del mismo periodo de 2012.

### Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013 <sup>1</sup>	I 13	II 13	III 13	IV 13 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>925.667</b>	<b>698.987</b>	<b>672.613</b>	<b>162.136</b>	<b>164.346</b>	<b>158.046</b>	<b>188.085</b>
Mercado continuo	920.879	694.294	666.835	160.793	163.071	156.665	186.306
Corros	48	50	47	6	4	30	8
de los que SICAV <sup>2</sup>	6	0	0	-	0	0	0
MAB <sup>3</sup>	4.380	4.330	5.378	1.238	1.171	1.270	1.700
Segundo mercado	2	0	2	0	0	1	1
Latibex	358	313	352	99	100	82	71
<b>Pro memoria: contratación de no residentes (% s/ total bolsas)</b>							
	81,3	79,1	n.d.	78,0	82,1	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos hasta el 13 de diciembre.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

Finalmente, las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el *spread bid-ask*, siguieron durante 2013 la tendencia de mejora iniciada en la segunda mitad de 2012. Únicamente mostraron un empeoramiento ligero y transitorio en los meses centrales del año, en línea con el incremento de las tensiones en los mercados financieros en este periodo de tiempo (véase gráfico 19). Con todo, el promedio mensual de este indicador se situaba en el 0,09% a mediados de diciembre, por debajo del 0,12% registrado a finales de junio y del 0,15% de finales de 2012. Los niveles actuales son similares a los observados en 2007 e inferiores al promedio desde 2003 (0,10%).

17 En el Reino Unido o en Francia.

## Emisiones de renta variable<sup>1</sup>

CUADRO 18

	2011	2012	2013 <sup>2</sup>	2013			
				I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	<b>17.146</b>	<b>21.142</b>	<b>29.222</b>	<b>4.996</b>	<b>16.372</b>	<b>5.370</b>	<b>2.484</b>
Ampliaciones de capital	17.019	19.911	26.647	4.996	16.372	5.370	2.484
De ellas, mediante OPS	6.239	2.457	1.055	0	1.055	690	0
Tramo nacional	5.827	2.457	1.055	0	1.055	690	0
Tramo internacional	412	0	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	127	1.231	0	0	0	0	0
Tramo nacional	125	1.231	0	0	0	0	0
Tramo internacional	2	0	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>145</b>	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>43</b>
Ampliaciones de capital	91	103	145	28	37	42	43
De ellas, mediante OPS	8	7	3	0	3	3	0
De ellas, liberadas	22	22	36	9	9	12	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	3	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>82</b>	<b>17</b>	<b>20</b>	<b>26</b>	<b>22</b>
Ampliaciones de capital	45	38	82	17	20	26	22
De ellas, mediante OPS	8	7	3	0	3	3	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	3	0	0	0	0	0

Fuente: CNMV.

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

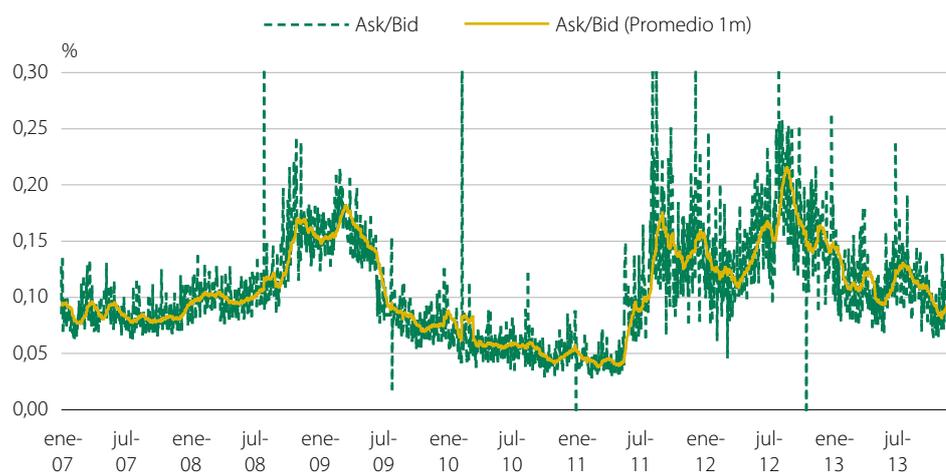
2 Datos acumulados hasta el 13 de diciembre.

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

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

## Indicador de liquidez (*spread bid-ask*) del Ibex 35

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de diciembre.

## II Informes y análisis



# **Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2013**

**Marta Ortega y Belén de Anta (\*)**

(\*) Marta Ortega y Belén de Anta pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.



# 1 Introducción

Este artículo recoge y analiza las principales magnitudes de la información financiera periódica<sup>1</sup> comunicada por los emisores a la CNMV correspondiente al primer semestre de 2013.

La información agregada analizada se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las 156 entidades analizadas pertenecen a los siguientes sectores: energía (diez entidades); industria (48 entidades); comercio y servicios (44 entidades); construcción e inmobiliario (28 entidades); entidades de crédito (24 entidades); y seguros (dos entidades).

El análisis se realiza teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos analizados se obtienen de los informes financieros periódicos<sup>2</sup>, consolidados o individuales remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda<sup>3</sup> cotizados en un mercado regulado español, cuando España sea el Estado Miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que dependen de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al primer semestre de 2013 en las series históricas se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección segunda de este artículo se analiza la evolución, desde 2009, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones tercera y cuarta se presenta el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones; la sección quinta se centra en el endeudamiento de las entidades no financieras; la sección sexta se dedica a la morosidad y la solvencia de las entidades de crédito; y las secciones séptima, octava y novena recogen la evolución de los flujos de efectivo,

---

1 De conformidad con lo establecido en el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando España sea Estado Miembro de origen, los emisores cuyas acciones o valores de deuda estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea harán público y difundirán un informe financiero relativo a los seis primeros meses del año y otro referido a los doce meses del ejercicio.

2 Remitidos con los modelos establecidos en la Circular 1/2008.

3 Excepto las entidades que hayan emitido participaciones preferentes y otras sociedades instrumentales constituidas para la emisión de valores de renta fija.

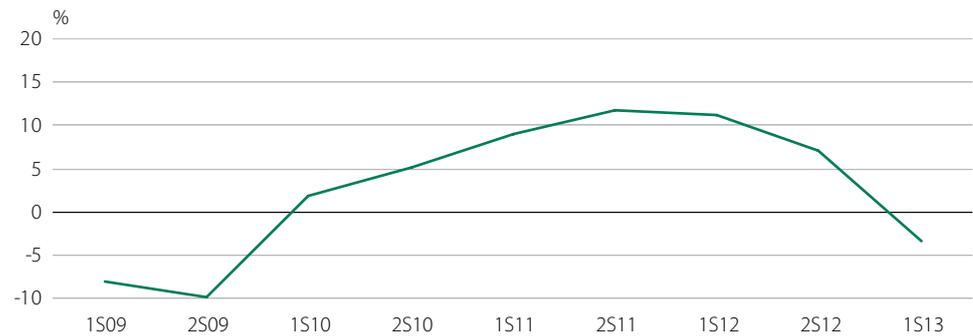
la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. La sección décima resume las principales conclusiones.

## 2 Importe neto de la cifra de negocios

Como se aprecia en el gráfico 1, tras tres ejercicios con tasas de crecimiento positivas, el importe neto de la cifra de negocios<sup>4</sup> presenta en el primer semestre de 2013 una variación negativa del 3,4%.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1

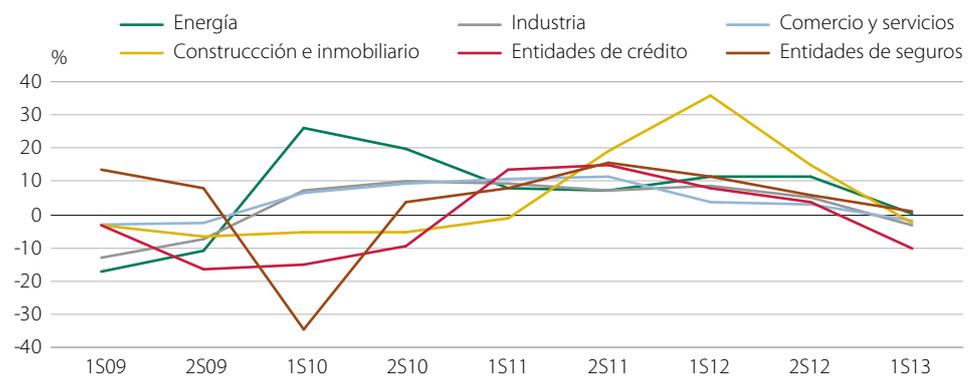


Fuente: CNMV.

El gráfico 2 presenta la evolución del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores. Todos ellos, excepto las entidades de seguros, registraron tasas de variación interanuales negativas o nulas en el primer semestre del ejercicio 2013. El mayor descenso correspondió a las entidades de crédito, con una tasa interanual del -10,1%.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios por sectores

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

4 Como importe neto de la cifra de negocios se ha considerado, para las entidades de crédito, la cifra de intereses y rendimientos asimilados y, para las entidades de seguros, el importe de las primas de vida y no vida imputadas al ejercicio, netas de reaseguro.

Los rasgos más destacados en la evolución de los distintos sectores durante el primer semestre de 2013 fueron los siguientes:

- **Energía.** Se mantiene estable respecto al periodo comparativo, compensándose la reducción de la demanda eléctrica en España y Portugal con un incremento en el resto de países en los que operan las principales compañías (Reino Unido, Estados Unidos y países de Latinoamérica). Asimismo, la evolución responde al buen comportamiento de la demanda de gas, y al aumento de la producción por parte de las empresas petroleras, debido a la puesta en marcha de nuevos proyectos internacionales.

Adicionalmente, la cifra de ventas del sector se ha visto afectada por variables macroeconómicas como el precio medio del petróleo *brent*, que ha bajado un 5% respecto al primer semestre de 2012, o el comportamiento de las principales divisas de referencia, destacando la devaluación de la libra esterlina y del dólar estadounidense.

- **Industria.** La evolución del importe neto de la cifra de negocios de las empresas industriales ha sido desigual, registrándose en el periodo una disminución global neta del 3%. Destaca la reducción en los subsectores de las manufacturas (-2%), las metálicas básicas (-11,7%) y las entidades relacionadas con la actividad constructora (-9,8%), cuyo peso conjunto sobre el total de los ingresos industriales es de aproximadamente un 63%. Esta disminución se ha debido principalmente a los siguientes factores: (i) la caída del consumo privado; (ii) el descenso de la actividad en el sector de la construcción, sobre todo a nivel nacional; (iii) la ralentización de la demanda en el mercado de las energías renovables, en particular en el mercado estadounidense, compensada solo parcialmente por la creciente demanda en los mercados emergentes; (iv) el descenso de actividad en las empresas que se encuentran en situación concursal; y (v) la disminución de los precios de venta en el mercado del acero inoxidable.

A pesar de la tónica de descenso dominante, la cifra de negocios siguió una evolución favorable en algunas empresas y sectores. En particular, cabe destacar el incremento del 5,7% alcanzado por la principal empresa de manufactura textil, como resultado de su expansión internacional. Del mismo modo, el subsector del papel y las artes gráficas vio aumentar el importe de sus ventas en un 4,5%, debido a un incremento tanto en el volumen como en el precio de venta del papel kraftliner y a un excelente comportamiento del precio de la celulosa, acompañado de una solidez de la demanda.

- **Comercio y servicios.** Este sector registró una disminución del 2% en la cifra de ventas, pero el comportamiento de las empresas fue dispar. La tasa de variación registrada por el sector sería positiva (un 3,6%), si se excluyese el subsector de las comunicaciones, que representa aproximadamente la mitad de sus ingresos.

Las ventas del subsector de las comunicaciones descendieron un 7,8%, debido al impacto negativo de la fluctuación de los tipos de cambio<sup>5</sup> y a la enajenación de filiales.

---

5 Destaca la depreciación del real brasileño y del peso argentino, así como la devaluación del bolívar venezolano desde el 1 de enero de 2013.

En cuanto al resto del sector, el aumento neto de la cifra de ventas se debe fundamentalmente a los siguientes factores: (i) el aumento de los ingresos de peaje por las concesiones de autopistas en Latinoamérica; (ii) el incremento de ingresos en las empresas tecnológicas (+8,3%), debido en gran medida a la evolución positiva del mercado internacional, relacionada con proyectos de ingeniería y de construcción de plantas termosolares; y (iii) el incremento de los ingresos de pasaje por transporte aéreo, motivado por combinaciones de negocios y por el aumento de la capacidad y del ingreso unitario bruto, a pesar del efecto negativo de la depreciación registrada por la libra frente al euro en el periodo de referencia.

- **Construcción e inmobiliario.** El importe neto de la cifra de negocios del sector se reduce en el primer semestre de 2013 en un 2,8% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Se desgrega en una caída más acusada en las empresas inmobiliarias (-53,1%) y una menor reducción porcentual en las constructoras (-1,6%).

En cuanto al subsector de la construcción, destaca la caída experimentada en la cifra de negocios de la mayor parte de las compañías, debido al descenso de la actividad en España, principalmente en relación con la obra civil. Sin embargo, esta disminución se ve atenuada por el incremento del negocio fuera de España, tanto en la cartera de obras como en la de servicios.

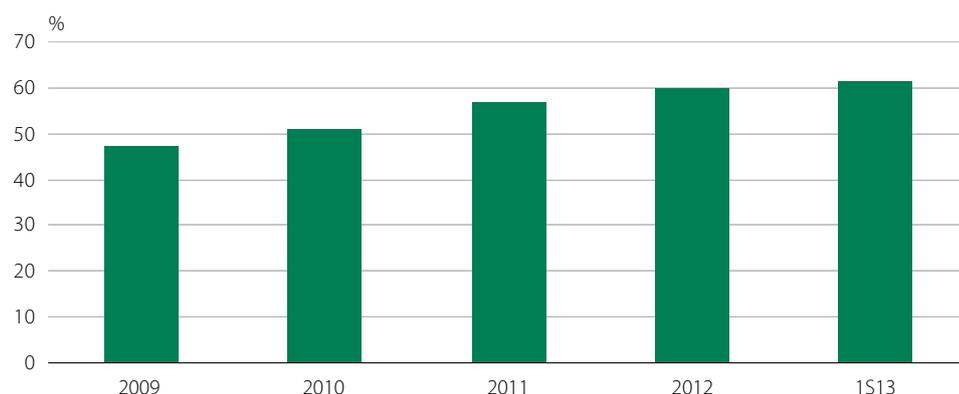
Por su parte, el subsector inmobiliario experimenta una caída generalizada en la cifra de negocios como consecuencia de la paralización del negocio de la promoción residencial en España, el descenso de actividad en las compañías en situación concursal y el impacto de operaciones significativas de venta de activos a sociedades vinculadas a entidades financieras en el periodo comparativo.

- **Entidades de crédito.** El volumen agregado de ingresos por intereses y rendimientos asimilados registrado por el conjunto de las entidades de crédito de la muestra en el primer semestre del ejercicio 2013 disminuyó un 10,1% con respecto al primer semestre de 2012. Esta variación refleja el impacto de la curva de tipos de interés en la revisión de los tipos de la cartera hipotecaria, el proceso de desapalancamiento de las entidades y el efecto de la morosidad.
- **Empresas aseguradoras.** El volumen agregado de las primas netas de reaseguro experimentó un incremento interanual del 1,1%, que se sustenta, fundamentalmente, en el impulso del negocio internacional.

El gráfico 3 muestra el porcentaje del importe neto de la cifra de negocios generado en el extranjero por las entidades no financieras desde 2009. En el primer semestre de 2013 se mantuvo la tendencia al aumento de dicho porcentaje registrada durante los últimos ejercicios, situándose en el 61,8% del importe neto de la cifra de negocios total. El peso de los ingresos generados exclusivamente en España se ha reducido significativamente desde 2003, primer año para el que se dispone de este dato, al pasar del 67,7% al 38,2%.

### Importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero por las sociedades no financieras

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

El cuadro 1 recoge el detalle sectorial de la proporción del importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero para las entidades no financieras. Todos los sectores registraron un incremento del peso relativo de las ventas en los mercados internacionales.

Durante el primer semestre de 2013, las ventas en el extranjero de las empresas cotizadas no financieras aumentaron un 2,5% respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que las ventas en España disminuyeron un 7,4%. Así pues, los datos del primer semestre de 2013 reflejan la debilidad de la demanda interior y la búsqueda de nuevos mercados por parte de las empresas españolas.

### Importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero por las sociedades no financieras: detalle sectorial (%)

CUADRO 1

	2009	2010	2011	2012	1S13
Energía	43,3	44,8	47,0	45,2	47,0
Industria	62,6	65,8	69,0	73,1	76,4
Comercio y servicios	51,1	57,1	62,5	67,8	68,8
Construcción e inmobiliario	38,4	44,5	59,1	69,0	71,3
<b>Subtotal no financiero</b>	<b>47,4</b>	<b>51,0</b>	<b>57,0</b>	<b>60,3</b>	<b>61,8</b>

Fuente: CNMV.

## 3 Resultados

En contraste con el descenso de la cifra neta de ventas, los resultados agregados de las empresas de la muestra se han incrementado en 14.010 millones de euros respecto al primer semestre del ejercicio anterior. El 94% del aumento de los resultados agregados viene explicado por el comportamiento de las entidades de crédito, que pasan de unas pérdidas de 3.609 millones de euros en el primer semestre de 2012 a unos beneficios de 9.507 millones de euros en 2013.

El porcentaje de entidades de la muestra que presentan pérdidas durante el primer semestre de 2013 se ha reducido en 13,5 puntos porcentuales respecto al cierre del ejercicio anterior, por lo que el importe de las mismas asciende a 2.904 millones de euros, frente a los 68.773 millones de euros del ejercicio 2012.

Se produce, por tanto, una mejora en el resultado de las entidades de crédito, que en el ejercicio anterior aglutinaban el 72% de los resultados negativos. Asimismo, las pérdidas de las empresas constructoras e inmobiliarias se reducen sustancialmente; pasan de tener unas pérdidas de 7.057 millones de euros al cierre de 2012 a unas pérdidas de 1.604 millones de euros en el primer semestre de 2013.

El porcentaje de entidades con beneficios en el primer semestre de 2013 se sitúa en el 65,7% de la muestra, 14 puntos porcentuales más que en 2012. Destaca el número de compañías que han incrementado sus resultados por encima del 20% (40 sociedades frente a 28 al cierre de 2012).

### EBITDA<sup>1</sup>, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	1S12	1S13	Var. (%)	1S12	1S13	Var. (%)	1S12	1S13	Var. (%)
Energía	14.222	12.666	-10,9	9.235	7.580	-17,9	5.790	5.735	-0,9
Industria	3.810	3.749	-1,6	2.599	2.509	-3,5	1.484	1.518	2,3
Comercio y servicios	14.608	13.715	-6,1	7.376	6.275	-14,9	3.011	2.517	-16,4
Construcción e inmobiliario	3.626	3.382	-6,7	2.009	1.772	-11,8	-1.937	-517	-73,3
Entidades de crédito	-	-	-	-3.721	7.324	-	-3.609	9.507	-
Entidades de seguros	-	-	-	1.073	1.097	2,2	705	751	6,4
<b>Total<sup>2</sup></b>	<b>36.254</b>	<b>33.442</b>	<b>-7,8</b>	<b>18.610</b>	<b>26.538</b>	<b>42,6</b>	<b>5.509</b>	<b>19.519</b>	<b>254,3</b>

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> EBITDA = Resultado de explotación + amortización del inmovilizado.

<sup>2</sup> Para los grupos, el total solo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, excluyéndose cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total puede diferir de la suma de los valores reflejados para cada sector, debido a los ajustes realizados.

Como se aprecia en el cuadro 2, las empresas no financieras registraron una reducción del 7,8% en su EBITDA. Esta disminución es superior a la experimentada por su cifra de negocios (-1,5%) debido, fundamentalmente, al registro de deterioros de activos materiales, inmateriales y fondos de comercio, principalmente relacionados con la generación de electricidad mediante energías renovables y el almacenamiento de gas en los Estados Unidos y Canadá.

En el primer semestre de 2013 se produjo una mejora sustancial en el resultado de explotación y en el resultado del ejercicio respecto al mismo periodo del ejercicio anterior (cuadro 2). Como se ha indicado, el aumento de estos resultados está motivado por la positiva evolución de las entidades financieras. Excluido este sector, el resultado de explotación y el resultado del ejercicio de las entidades no financieras

experimentaron una variación del -14,8% y del 10,1%, respectivamente. Cabe señalar que el incremento de los gastos de amortización (2,2%) en todos los sectores, excepto el de la construcción e inmobiliario, motivó que los resultados de explotación registrasen un descenso superior al del EBITDA. Respecto al resultado del ejercicio, uno de los factores determinantes de su aumento fue el descenso de los gastos financieros por la reducción de la deuda. La mejora del resultado financiero por esta vía se tradujo en una minoración de las pérdidas del 33,1%. La mejora del resultado del ejercicio también se produjo por la no recurrencia de las pérdidas registradas en el sector de la construcción debido a la valoración de derivados en el ejercicio anterior y a la mejora de los resultados de las entidades contabilizadas por el método de la participación, entre otros factores.

Los hechos más destacados en la evolución de los resultados por sectores han sido los siguientes:

- **Energía.** Si bien la cifra de negocios del sector se mantiene estable respecto al mismo periodo del año anterior, el resultado de explotación se reduce un 17,9%.

La caída de este margen se debe a los siguientes acontecimientos producidos en el primer semestre de 2013: (i) la aprobación de la Ley 15/2012, en vigor desde el 1 de enero de 2013, que introdujo diversas medidas tributarias con incidencia directa en el sector eléctrico, destinadas a reducir el déficit de tarifa, tales como el impuesto sobre la producción de energía eléctrica y combustible nuclear gastado o el llamado «céntimo verde»; y (ii) el deterioro de valor, por importe de 1.583 millones de euros, registrado por una entidad como consecuencia de la revisión de los planes de negocio en sus proyectos de construcción de parques eólicos e instalaciones de almacenamiento de gas en los Estados Unidos y Canadá.

A pesar del notable descenso del margen de explotación, el resultado del ejercicio únicamente se redujo un 0,9%, debido a la menor carga fiscal soportada por varias empresas del sector –derivada de haberse acogido a la actualización de balances amparada por la Ley 16/2012–. Este descenso de la carga fiscal impactó significativamente en el gasto por Impuesto sobre Sociedades, que se redujo un 83,2%, al pasar la tasa efectiva del impuesto de un 23,4% en el primer semestre de 2012 a un 4,7% en el mismo periodo de 2013.

- **Industria.** La disminución del EBITDA (-1,6%) ha sido inferior a la de las ventas, lo que ha supuesto una mejora de la ratio entre ambas magnitudes de 0,7 puntos porcentuales. Destaca especialmente la mejora de esta ratio en el sector de la construcción, debido al efecto neto positivo de impactos no recurrentes de distinto signo, tales como las plusvalías obtenidas por operaciones de intercambio y venta de activos y la condonación de préstamos, parcialmente compensados con los gastos incurridos en procesos de saneamientos de activos y reestructuraciones de plantilla para adaptar la capacidad productiva a la demanda.

El resultado de explotación disminuye un 3,5%, en línea con la caída de las ventas, debido a un aumento de la amortización (+2,4%).

Finalmente, el resultado del ejercicio aumenta un 2,3% por la disminución del gasto por impuestos, que se ve afectado por el acogimiento de algunas entidades a la actualización de balances de la Ley 16/2012.

- **Comercio y servicios.** El EBITDA y el resultado de explotación conjunto del sector disminuyeron un 6,1% y un 14,9%, respectivamente. Excluyendo el subsector de las comunicaciones, que tiene un gran peso, el EBITDA aumentó para el resto del sector un 2,8% (manteniéndose en un nivel similar la ratio sobre ventas) y el resultado de explotación disminuyó un 5,6%, con un aumento de la amortización del 11,1%.

La evolución negativa de los márgenes del subsector de las comunicaciones se debe, en gran medida, al descenso de su cifra de negocio.

La caída del resultado del ejercicio hasta el 16,4% se explica por el aumento de la tasa efectiva del impuesto sobre beneficios, que pasa del 27,8% al 32,1%.

- **Construcción e inmobiliario.** El EBITDA del sector cayó un 6,7%. El descenso afectó tanto a las empresas constructoras (-3%) como al subsector inmobiliario (-78%). Por su parte, el resultado de explotación presentó una tasa de variación negativa del 11,8%, siendo más acusada la reducción en el sector inmobiliario (-61%) que en el constructor (-5%).

El resultado de explotación del sector de construcción es positivo, a pesar de la caída experimentada con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior (2.214 millones de euros frente a 2.103 millones de euros a 30 de junio de 2012). Dicha caída se debe al fuerte descenso de la actividad de construcción y producción de cemento en España, junto con la reducción de márgenes en el área de los servicios medioambientales. Únicamente presentan un crecimiento positivo del resultado de explotación dos entidades, debido a la creciente contribución de la actividad de concesión de autopistas fuera de España y a los menores gastos registrados por deterioro de activos.

Por su parte, el resultado de explotación del sector inmobiliario fue negativo debido a la caída de las ventas (-53,1%) y al registro del deterioro de sus activos inmuebles, mitigado en parte por la reducción de costes de estructura de las compañías causada por el descenso de su actividad.

Las pérdidas del ejercicio para el sector se redujeron un 73,3%, al pasar de 1.937 millones de euros en el primer semestre de 2012 a 517 millones de euros en el mismo periodo de 2013. Esta mejora se explica fundamentalmente por las fuertes pérdidas (2.358 millones de euros) registradas por el sector constructor en el primer semestre de 2012, como consecuencia del deterioro y enajenación de instrumentos financieros.

- **Entidades de crédito.** El margen de intereses agregado presentó en el primer semestre de 2013 una tasa de variación negativa del 9,6% respecto al mismo periodo del ejercicio precedente. Esta evolución es consecuencia de la reducción de los ingresos por intereses y rendimientos asimilados y de los gastos por intereses y cargas asimiladas, con caídas del 10,1% y del 10,6%, respectivamente.

La evolución de los ingresos por intereses refleja el descenso de los tipos de interés. Aunque este descenso se inició en los primeros meses de 2012, solo comenzó a reflejarse en la cartera hipotecaria a finales de dicho ejercicio, como consecuencia del desajuste temporal que habitualmente se produce en la revisión de los tipos de interés de las hipotecas. Asimismo, debido al difícil entorno económico, las nuevas exigencias regulatorias y los procesos de reestructuración del sector financiero, se ha producido un descenso significativo de los volúmenes de financiación al sector privado, así como un desplazamiento de los *mix* de carteras hacia productos con menor riesgo, lo que ha afectado negativamente a esta magnitud. Por último, el incremento de la tasa de mora y, por tanto, de los activos improductivos también ha contribuido significativamente a la caída de los ingresos por intereses.

La variación de los gastos por intereses refleja la reducción del coste de financiación: (i) de clientes, por las rebajas de la contratación de los depósitos; y (ii) mayorista, por la revisión a la baja de los tipos de interés. Todo ello en un escenario caracterizado por una sustancial reducción de las tensiones de liquidez gracias a las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE).

A pesar de la caída del margen de intereses, de que los ingresos netos por comisiones se mantuviesen en un nivel similar al del primer semestre de 2012 y del aumento de los gastos de personal y generales –fuertemente influidos por los procesos de reestructuración de las entidades de crédito–, el resultado de la actividad de explotación del primer semestre de 2013 ascendió a 7.324 millones de euros, frente a unas pérdidas de 3.721 millones de euros al cierre de junio de 2012.

La evolución del resultado de explotación se vio fuertemente afectada por las dotaciones que, a lo largo del ejercicio 2012, debió realizar la mayoría de las entidades –como consecuencia de la aplicación del Real Decreto-ley 2/2012 y de la Ley 8/2012– y que dieron lugar a un resultado de explotación agregado negativo en el periodo comparativo.

Asimismo, dicha evolución refleja el aumento de los resultados de las operaciones financieras (operaciones de canje de instrumentos híbridos, recompras de bonos de titulización y cédulas hipotecarias, desinversiones en activos no estratégicos realizadas fundamentalmente por las entidades en reestructuración o resolución, venta de activos de renta fija disponibles para la venta y de la cartera a vencimiento y resultados de la cartera de negociación).

En cuanto al resultado del ejercicio, el conjunto de entidades de crédito de la muestra obtuvo en el primer semestre de 2013 un beneficio neto agregado antes de impuestos de 9.507 millones de euros, frente a las pérdidas netas del mismo periodo del ejercicio 2012.

Este avance refleja, además de la mejora del resultado de explotación descrita anteriormente, otros factores, entre los que destacan los siguientes: (i) la disminución de las pérdidas por deterioro del resto de activos y de las derivadas de activos no corrientes en venta (entre los que se incluyen los inmuebles adjudicados); (ii) los resultados procedentes de la enajenación de activos no clasificados como no corrientes en venta, como consecuencia de los procesos de desinversión de activos no estratégicos iniciados por algunas entidades; y (iii) las

diferencias negativas de consolidación registradas por determinadas entidades y motivadas por los procesos de venta realizados por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) en el primer semestre de 2013.

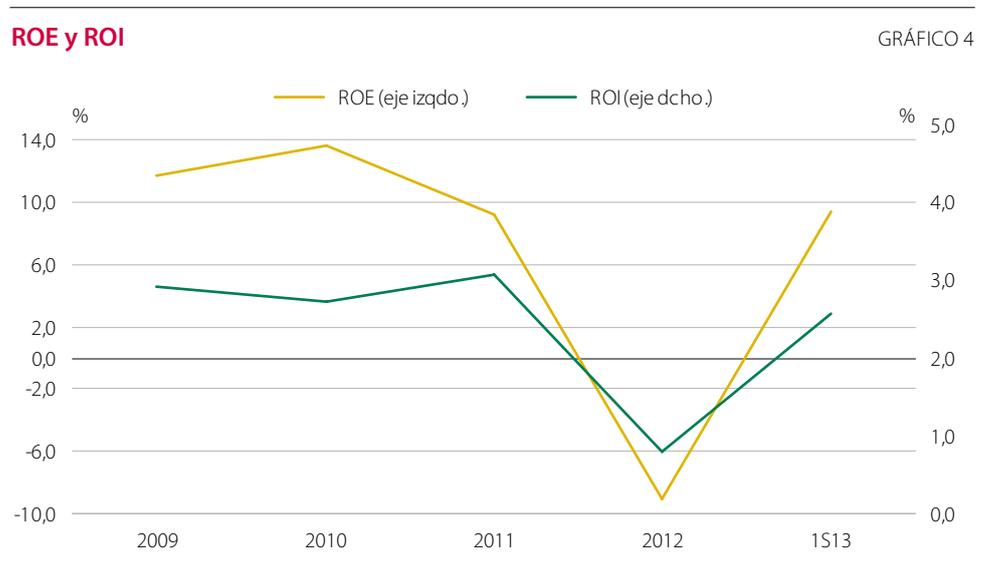
- **Entidades de seguros.** En el ramo no vida, se produce un aumento del 8,4% del resultado agregado de la cuenta técnica (798 millones de euros). Esta variación se debe a la reducción de los costes de siniestralidad y de los gastos netos de explotación.

Respecto al ramo vida, se produce una caída del 11,1% en el resultado de la cuenta técnica (299 millones de euros), debido a que el aumento de las primas de este ramo y la reducción de la siniestralidad no han permitido compensar la caída de los ingresos, netos de gastos, procedentes del inmovilizado material y de las inversiones y del impacto negativo del ajuste de las provisiones técnicas.

El incremento de los resultados del ramo no vida compensa la caída de los obtenidos en el ramo vida, de modo que el resultado antes de impuestos agregado del primer semestre de 2013 es un 4,1% superior al obtenido en el mismo periodo de 2012.

## 4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

El gráfico 4 muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)<sup>6</sup> desde 2009. En el primer semestre de 2013, el ROE y el ROI se situaron en el 9,2% y el 2,5% respectivamente, recuperando niveles de 2011.



Fuente: CNMV.

6 Para las definiciones de ROE y ROI aquí empleadas, véase el artículo Anta Montero, B. y Casado Galán, Ó. (2009). «La evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009», en Boletín de la CNMV, Trimestre IV, pp. 41-58. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV09.pdf>

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI anualizados, respectivamente, para los distintos sectores. En el primer semestre de 2013, todos los sectores, excepto el de la construcción e inmobiliario, han registrado rentabilidades sobre recursos propios y activos positivas. En todos los sectores, salvo en el de la energía, se aprecia una mejora respecto al ROE del año anterior; esta mejora es particularmente importante en el sector de la construcción e inmobiliario y en el de las entidades de crédito.

### ROE (%)

CUADRO 3

	2009	2010	2011	2012	1S13
Energía	13,2	16,2	10,7	9,9	10,4
Industria	6,3	13,8	10,4	8,4	11,4
Comercio y servicios	19,3	21,9	16,4	7,9	9,2
Construcción e inmobiliario	3,7	6,6	-0,7	-20,9	-5,3
Total entidades no financieras	13,1	16,9	10,9	5,8	8,8
Entidades de crédito y seguros	10,4	10,3	7,1	-24,4	9,6
<b>Total</b>	<b>11,7</b>	<b>13,6</b>	<b>9,2</b>	<b>-9,1</b>	<b>9,2</b>

Fuente: CNMV.

### ROI (%)

CUADRO 4

	2009	2010	2011	2012	1S13
Energía	7,2	8,2	6,0	5,8	6,5
Industria	4,9	9,0	7,4	6,2	7,9
Comercio y servicios	7,7	8,5	7,8	4,8	4,8
Construcción e inmobiliario	3,2	4,8	2,9	-0,7	0,9
Total entidades no financieras	6,3	7,7	5,9	3,9	5,4
Entidades de crédito y seguros	2,5	2,0	2,4	0,2	2,1
<b>Total</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>2,5</b>

Fuente: CNMV.

Como se observa en el cuadro 5, el coste financiero de los recursos ajenos neto de impuestos se ha elevado en 50 puntos básicos (p.b.), encontrándose todos los sectores, excepto el de la construcción e inmobiliario, en el rango del 3-4%. En este último sector, la aparente disminución del coste financiero que se refleja en el cuadro 5 guarda relación con la exclusión de los pasivos cedidos por sus acreedores originales a la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (en adelante, SAREB) en el cómputo de la deuda con las entidades de crédito. Tales activos alcanzaban un importe aproximado de 1.600 millones de euros.

## Coste financiero de los recursos ajenos neto de impuestos de entidades no financieras (%)<sup>7</sup>

CUADRO 5

	2009	2010	2011	2012	1S13
Energía	3,1	2,9	2,8	2,8	3,4
Industria	3,4	3,4	3,8	3,6	3,7
Comercio y servicios	3,0	2,8	4,1	3,5	3,1
Construcción e inmobiliario	3,1	4,4	3,8	4,3	2,3
<b>Total entidades no financieras</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>

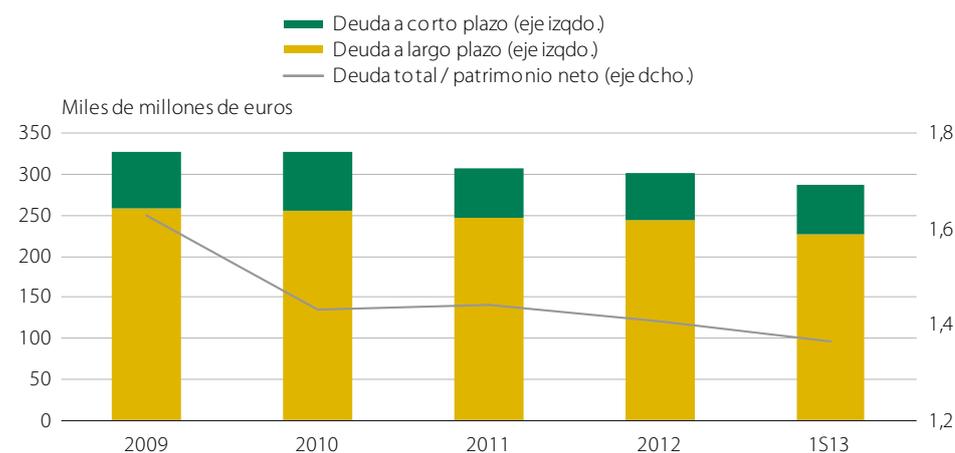
Fuente: CNMV.

## 5 Endeudamiento

El gráfico 5 muestra la evolución del endeudamiento financiero bruto de las entidades no financieras de la muestra<sup>8</sup>.

### Estructura de la deuda y ratio de apalancamiento de las entidades cotizadas no financieras

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

En el ejercicio 2013 continuó descendiendo el nivel de endeudamiento financiero de las empresas de la muestra, por lo que se mantuvo la tendencia iniciada en el ejercicio 2010. A 30 de junio de 2013, la deuda de estas empresas se situaba en 285.894 millones de euros, lo que supone un descenso del 4,9% respecto al cierre del ejercicio 2012 (300.633 millones de euros). No obstante, cabe destacar que en los datos correspondientes al ejercicio 2012 se incluía una sociedad con elevado endeudamiento financiero que en 2013 ya no forma parte de la muestra analizada, al haber sido

7 Se estima relacionando el gasto financiero por intereses y cargas asimiladas con la deuda media del ejercicio.

8 El endeudamiento financiero bruto se define como la suma de las deudas con las entidades de crédito y las emisiones de obligaciones y otros valores negociables de deuda.

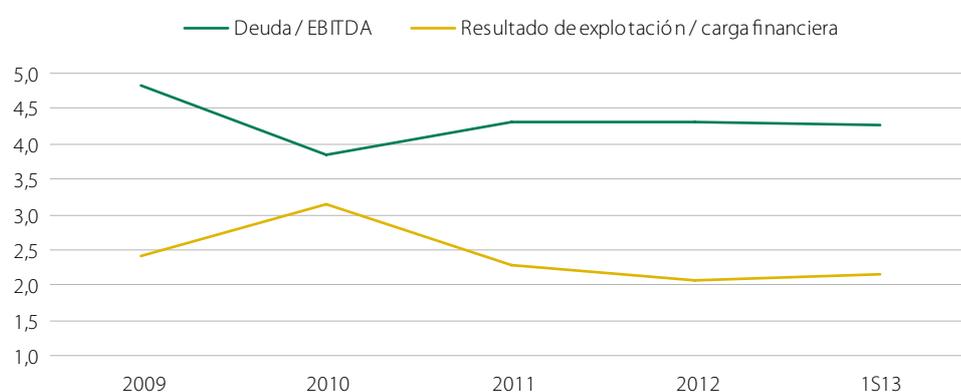
excluida de cotización. Si eliminamos esta sociedad del cómputo, el descenso en la muestra se sitúa en el 3,2%.

El porcentaje de deuda a corto plazo se incrementó ligeramente hasta llegar al 20,3%, frente al 18,9% registrado en 2012. La ratio de apalancamiento experimentó una ligera mejoría respecto al ejercicio anterior, situándose la deuda agregada en 1,36 veces el patrimonio neto.

El gráfico 6 recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera a través del EBITDA y del resultado de explotación, respectivamente. La ratio de cobertura de la deuda (deuda total/EBITDA)<sup>9</sup> mejora ligeramente situándose en el primer semestre de 2013 en 4,27 años (4,32 años en 2012). Por su parte, la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT/gastos financieros) también presenta un ligero aumento hasta alcanzar una magnitud de 2,16 veces (2,06 veces en 2012).

### Ratios de cobertura

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

El cuadro 6 muestra la evolución del nivel de endeudamiento y de algunas ratios relevantes por sectores. Todos los sectores reducen en 2013 su nivel de endeudamiento, destacando el del comercio y los servicios –por el importante descenso experimentado en el subsector de las comunicaciones– y el de la construcción e inmobiliario –por el cambio en la composición de la muestra, al ser excluida de cotización una sociedad altamente endeudada.

En el primer semestre de 2013, en el sector de la energía continuó la tendencia iniciada en 2009 con un 2% de reducción del endeudamiento, como consecuencia de las desinversiones y de la financiación a través de la emisión de otros instrumentos financieros perpetuos subordinados que tienen la calificación de patrimonio neto a efectos contables, por un importe de 525 millones de euros.

9 Esta ratio muestra el número de años necesarios para pagar la deuda asumida si se mantuviera constante el EBITDA.

## Evolución del endeudamiento por sectores

CUADRO 6

Millones de euros		2009	2010	2011	2012	1513
Energía	Deuda	100.572	98.283	95.853	91.233	89.323
	Deuda / Patrimonio	1,08	0,95	0,92	0,85	0,79
	Deuda / EBITDA	3,46	2,81	3,27	3,26	3,53
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,38	4,15	3,30	3,14	3,01
Industria	Deuda	15.953	14.948	17.586	17.232	17.190
	Deuda / Patrimonio	0,69	0,58	0,63	0,63	0,66
	Deuda / EBITDA	3,05	2,11	2,54	2,38	2,29
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,15	5,00	3,90	3,82	4,33
Comercio y servicios	Deuda	108.579	115.413	113.142	117.359	111.152
	Deuda / Patrimonio	1,78	1,60	2,01	2,00	2,11
	Deuda / EBITDA	3,70	3,38	3,78	4,01	4,05
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,28	3,94	2,45	2,02	1,93
Construcción e inmobiliario	Deuda	104.762	99.917	83.716	76.236	69.629
	Deuda / Patrimonio	4,08	3,42	2,98	3,51	3,64
	Deuda / EBITDA	22,48	11,18	15,00	15,17	10,29
	Rtdo. explotación / Carga financiera	0,31	0,98	0,52	0,32	0,85
Ajustes*		-1.908	-1.792	-1.404	-1.429	-1.400
<b>Total</b>	<b>Deuda</b>	<b>327.958</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>300.633</b>	<b>285.894</b>
	<b>Deuda / Patrimonio</b>	<b>1,63</b>	<b>1,43</b>	<b>1,44</b>	<b>1,41</b>	<b>1,36</b>
	<b>Deuda / EBITDA</b>	<b>4,82</b>	<b>3,84</b>	<b>4,29</b>	<b>4,32</b>	<b>4,27</b>
	<b>Rtdo. explotación / Carga financiera</b>	<b>2,42</b>	<b>3,12</b>	<b>2,30</b>	<b>2,06</b>	<b>2,16</b>

Fuente: Elaboración propia.

\* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que dependen de otra sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

El nivel de endeudamiento en el sector industrial se redujo ligeramente respecto al ejercicio 2012. El incremento de la financiación en algunas compañías se compensó con el descenso de la deuda en otras.

La deuda agregada del sector del comercio y los servicios se redujo un 5,2% por el efecto del segmento de las comunicaciones, cuyo endeudamiento bruto disminuyó en 4.156 millones de euros, debido a la generación de caja libre y otros factores, entre los que se incluye la venta de autocartera.

El sector de la construcción e inmobiliario redujo su nivel de endeudamiento bruto un 8,7% respecto a 2012, como resultado del efecto neto del aumento de 518 millones de euros del sector de la construcción y el descenso de 7.125 millones de euros del sector inmobiliario.

El significativo descenso del endeudamiento en el sector inmobiliario se explica, fundamentalmente, por dos motivos. El primero es el impacto de la deuda de una sociedad excluida de cotización en 2013, cuyo endeudamiento se incluye en las cifras correspondientes a 2012. El segundo motivo es la reclasificación de pasivos

cedidos por sus acreedores originales a la SAREB por un importe aproximado de 1.600 millones, que dejan de computarse como deuda con las entidades de crédito. Sin considerar estos efectos, la deuda del sector inmobiliario se habría reducido únicamente en un 2%.

Por último, cabe señalar que las ratios del sector de la construcción e inmobiliario continúan presentando los mayores niveles de riesgo financiero, con unas cifras muy alejadas del resto de sectores y de los niveles existentes en el año 2005.

## 6 Morosidad y recursos propios de las entidades de crédito

Al igual que en informes anteriores, dada la atención que se viene prestando a la evolución del sector financiero, esta sección se centra en el mismo y, más particularmente, en las ratios de crecimiento de la inversión crediticia, la morosidad y la solvencia de las entidades.

Durante los seis primeros meses del ejercicio 2013, el volumen agregado de inversión crediticia del conjunto de las entidades de crédito ha disminuido un 2%. Este descenso refleja, fundamentalmente: (i) la continuidad del proceso de desapalancamiento de estas entidades; (ii) su estrategia de optimización de la cartera crediticia, reduciendo su exposición en los segmentos de mayor riesgo, para cumplir con las exigencias de recursos propios de la Autoridad Bancaria Europea y de la Ley 9/2012; y (iii) el efecto del aumento de las correcciones por deterioro y el traspaso de activos a la SAREB.

Por otra parte, hay que señalar el aumento, en este mismo periodo, de la exposición de las entidades cotizadas a la deuda soberana española financiada, en una parte significativa, por los fondos facilitados por el BCE. De acuerdo con el *Boletín Estadístico* del Banco de España, el crédito al sector público de las entidades de crédito aumentó en el primer semestre de 2013 un 19,2%, situándose en el 11,9% de sus activos totales. Este porcentaje viene aumentando desde 2007, año en el que se situaba en el 4,2%. De acuerdo con la estadística de deuda pública en circulación del Tesoro Público, el porcentaje de renta fija pública en manos de las entidades de crédito españolas aumentó un 17,4% en el primer semestre de 2013.

El gráfico 7 muestra la evolución de la tasa de morosidad de las entidades de crédito en las operaciones crediticias con otros sectores residentes (familias y empresas) desde 2006, así como la tasa de cobertura de los activos dudosos<sup>10</sup>.

En el primer semestre de 2013, la tasa de morosidad volvió a aumentar, situándose en el 11,6%<sup>11</sup>. Como en semestres anteriores, el incremento de la morosidad se produjo como consecuencia de la desfavorable evolución de la economía española, en particular, por la continuidad en la contracción de la demanda interna y la atonía

---

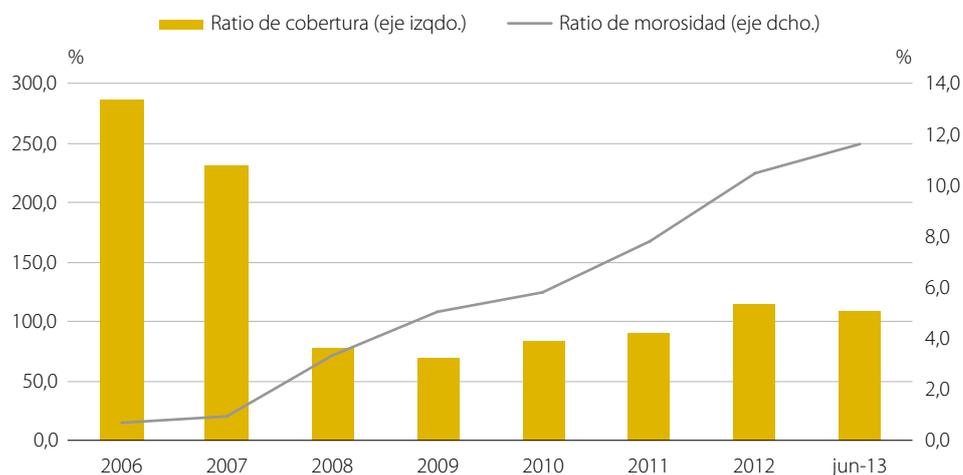
10 La tasa de cobertura de los activos morosos se define como el porcentaje que supone el importe de las correcciones acumuladas de valor por deterioro de los activos sobre el importe de los activos dudosos.

11 *Boletín Estadístico* del Banco de España.

tanto del mercado de trabajo como del mercado inmobiliario, donde las entidades de crédito presentan una elevada exposición. A todo ello hay que añadir el impacto que sobre esta ratio han tenido las reclasificaciones como «riesgo dudoso» de determinados activos refinanciados que se encontraban clasificados como «riesgo normal».

### Evolución de las ratios de morosidad y cobertura de las entidades de las entidades de crédito

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España.

Respecto a la evolución de la tasa de cobertura, su disminución en 2008 y 2009 fue en paralelo con el rápido incremento de la tasa de morosidad. En 2010 se produjo un importante aumento de la cobertura, como consecuencia de los procesos de integración y saneamiento contra reservas de los activos de las cajas de ahorro realizados en dicho ejercicio, aunque en 2011, una vez absorbido este efecto, esta tasa volvió a reducirse. Finalmente, debido al efecto de la aplicación de los nuevos requisitos del Real Decreto-ley 2/2012 y de la Ley 8/2012, la tasa aumentó en 2012 hasta alcanzar el 114,4%, el porcentaje más elevado desde el año 2008. Como se aprecia en el gráfico 7, en el primer semestre de 2013, la tasa de cobertura volvió a disminuir, en línea con el incremento de la tasa de morosidad.

El aumento experimentado en la morosidad desde 2007 ha incrementado el volumen de las adquisiciones o adjudicaciones de activos en pago de deudas, especialmente de activos inmobiliarios. Los bienes recibidos en pago de deudas se clasifican en el balance de las entidades, de forma general, como «activos no corrientes en venta», si bien las promociones en curso y los activos arrendados se clasifican como «existencias» e «inversiones inmobiliarias», respectivamente.

El importe de los activos no corrientes en venta ha ido aumentando hasta alcanzar el 1,4% del total en junio de 2013. El mayor incremento se produjo en el ejercicio 2012, en el que junto con las adjudicaciones producidas en el periodo, se añadió el efecto de la reclasificación como activos no corrientes en venta, realizada por las entidades en reestructuración, de activos no estratégicos y de los activos improductivos transferibles a la SAREB. La materialización en 2013 de los procesos de desinversión y del traspaso de activos a la SAREB produjo una reducción de la exposición de las entidades en activos no estratégicos o no rentables.

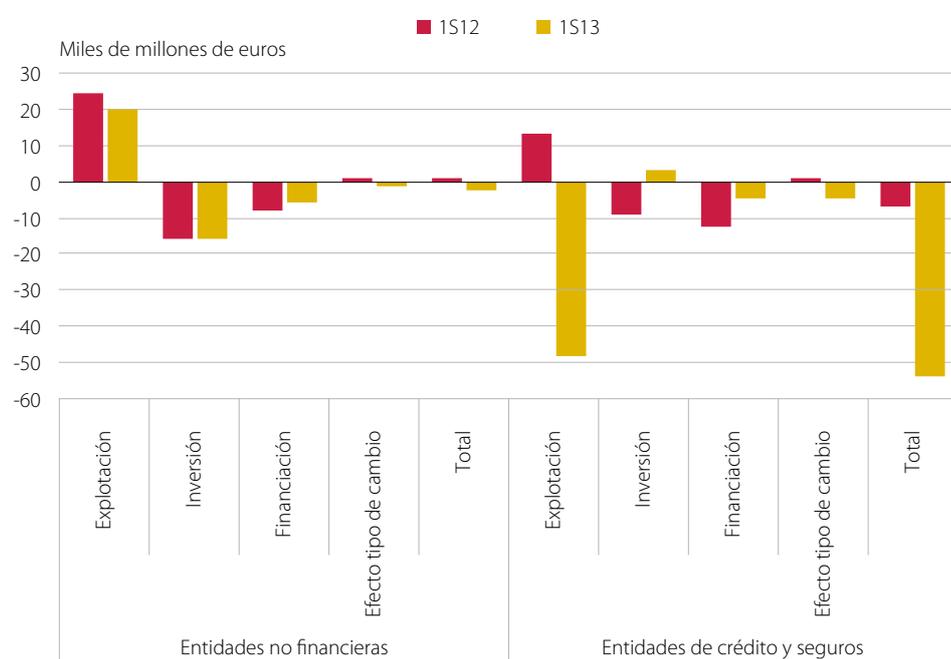
Respecto a la evolución de los distintos componentes del patrimonio neto cabe señalar lo siguiente: (i) el valor en libros de los fondos propios se incrementó un 7,4% en el primer semestre de 2013, como consecuencia de las medidas adoptadas por las entidades para reforzar su solvencia y cumplir con las nuevas exigencias regulatorias; (ii) las minusvalías netas registradas en el epígrafe de ajustes de valoración aumentaron un 11,7% en el semestre, debido a la disminución de los precios de los activos financieros disponibles para la venta, motivada a su vez por la volatilidad existente en los mercados de capitales y por la crisis de deuda soberana europea; y (iii) los intereses minoritarios, que representan las participaciones en el patrimonio neto de las entidades dependientes no atribuible, directa o indirectamente, a la entidad dominante aumentaron un 42,1%.

## 7 Flujos de efectivo

El gráfico 8 muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los primeros seis meses de 2012 y 2013 por las entidades de la muestra, distinguiendo entre los flujos derivados de las actividades de explotación, de inversión y de financiación. Los totales corresponden a la variación del efectivo y sus equivalentes en dicho periodo. Además, en el gráfico se diferencia entre entidades no financieras y entidades de crédito y seguros, dada la distinta naturaleza de sus actividades.

Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

A continuación se analiza la evolución de los flujos de efectivo:

- **Entidades no financieras.** En los sectores no financieros, los flujos de caja generados por las actividades de explotación durante el primer semestre de 2013

(20.705 millones de euros) se reducen un 16,3% respecto al mismo periodo del año anterior. Esta reducción tiene lugar en todos los sectores, salvo en el del comercio y los servicios, que registró un aumento del 7,0%.

En el ámbito de las actividades de inversión, los pagos netos por inversiones prácticamente se mantienen, experimentando una ligera reducción del 2,1% con respecto al primer semestre de 2012. Los importes correspondientes a los flujos de inversiones y desinversiones son muy similares a los habidos en el mismo periodo del año anterior.

Por su parte, los pagos netos relativos a las actividades de financiación se reducen un 22,6% respecto al primer semestre de 2012, alcanzando un importe de 5.704 millones de euros. Este descenso se produce, fundamentalmente, por la reducción en los dividendos abonados en efectivo respecto al periodo de comparación.

En resumen, los flujos de explotación de las entidades emisoras se han destinado en el periodo a las inversiones y al pago de la financiación de recursos ajenos y propios. Los cobros por emisión de instrumentos financieros de patrimonio y la venta de autocartera se compensan prácticamente con los pagos derivados de la amortización de la deuda de las sociedades no financieras.

- **Entidades de crédito y seguros.** El efectivo y equivalentes agregados del estado de los flujos de efectivo del conjunto de las entidades de crédito y seguros cotizadas presentó una disminución neta de 53.598 millones de euros, frente a una salida neta de efectivo de -6.451 en el primer semestre de 2012.

Esta caída se debe, fundamentalmente, a los pagos netos realizados por las actividades de explotación durante el primer semestre del año, que ascienden a 47.775 millones de euros, frente a unos cobros netos de 14.008 millones de euros realizados en el mismo periodo del ejercicio anterior.

Las actividades de financiación presentan salidas netas de efectivo de 4.900 millones de euros, lo que supone una reducción del 59,8% respecto a las registradas en el primer semestre de 2012.

Como consecuencia de las actividades de inversión, el conjunto de entidades de crédito y seguros ha registrado, en el primer semestre de 2013, unos cobros netos de efectivo de 3.743 millones de euros, frente a unos pagos netos de 9.271 millones de euros en el mismo periodo de 2012.

El efecto de las variaciones de los tipos de cambio implicó una disminución neta de efectivo de 4.665 millones de euros.

Así pues, el estado agregado de flujos de efectivo refleja la política seguida por la mayoría de las entidades de crédito españolas de reducción del balance, desinvirtiendo en activos no rentables o no estratégicos y optimizando la cartera de inversión crediticia.

## 8 Número de empleados

El cuadro 7 muestra la plantilla media agregada para los seis sectores en el primer semestre de 2012 y 2013. Como puede apreciarse, en los seis primeros meses de 2013 se observa una reducción interanual del 6,5% de la plantilla media de las compañías incluidas en la muestra.

### Plantilla media por sectores

CUADRO 7

Número de personas	1S12	1S13	Variación (%)
Energía	105.388	103.136	-2,1
Industria	257.837	265.142	2,8
Comercio y servicios	754.856	614.929	-18,5
Construcción e inmobiliario	386.896	389.050	0,6
Entidades de crédito	449.649	451.184	0,3
Entidades de seguros	40.241	41.285	2,6
Ajustes*	-4.711	-3.944	-16,3
<b>Total</b>	<b>1.990.156</b>	<b>1.860.782</b>	<b>-6,5</b>

Fuente: CNMV.

\* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que dependen de otra sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

La plantilla media agregada de las compañías no financieras incluidas en la muestra disminuyó un 8,8%. Se han producido variaciones significativas en algunos casos, principalmente en el subsector de las comunicaciones, debido a operaciones corporativas. El número de compañías que han reducido puestos de trabajo (84 entidades) es superior al de las que han aumentado o mantenido su plantilla (46 entidades).

La plantilla media agregada de las entidades de crédito presentó durante el primer semestre de 2013 un incremento del 0,3% respecto a la del mismo periodo del ejercicio anterior. Aunque las plantillas se redujeron en la mayoría de las entidades incluidas en la muestra –de manera especialmente significativa en las que han estado o se encuentran intervenidas por el FROB–, este descenso ha sido compensado por el aumento observado en las entidades que realizaron operaciones corporativas (adquisiciones). El coste medio por empleado se incrementó un 6,8%, reflejando el coste de los ajustes de plantilla.

Al igual que en periodos anteriores, el número de oficinas de las entidades de depósito disminuyó un 1,7% en el semestre<sup>12</sup>, como consecuencia de los distintos procesos de concentración, de las políticas de reducción de costes y del impulso de la banca electrónica.

12 Boletín Estadístico del Banco de España.

## 9 Dividendos

Como se observa en el cuadro 8, los dividendos distribuidos en el primer semestre del ejercicio 2013 disminuyeron un 56,8% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, situándose en 3.812 millones de euros.

### Dividendos distribuidos por sectores

CUADRO 8

Millones de euros	1S12	1S13	Variación (%)
Energía	1.106	547	-50,5
Industria	914	1.052	15,1
Comercio y servicios	4.325	593	-86,3
Construcción e inmobiliario	801	304	-62,0
Entidades de crédito	1.376	1.058	-23,1
Entidades de seguros	301	271	-10,0
Ajustes*	-	-13	-
<b>Total</b>	<b>8.823</b>	<b>3.812</b>	<b>-56,8</b>

Fuente: CNMV.

\* En la fila de ajustes se eliminan los datos de aquellos emisores que dependen de otra sociedad cotizada que pertenece a un sector diferente al suyo.

En el primer semestre de 2013, un 32,2% de las entidades repartió dividendos, mientras que en el mismo periodo del ejercicio anterior lo hizo el 41,6% de las entidades consideradas. De las 49 entidades que han repartido dividendos en el primer semestre de 2013, un 47% incrementó la remuneración al accionista con respecto al periodo anterior, un 34,6% la redujo y el 18,4% restante la mantuvo.

Cabe destacar que el 81,7% de los dividendos distribuidos durante la primera mitad de 2013 se realizó con cargo a los resultados, mientras que en el mismo periodo del ejercicio anterior este porcentaje fue tan solo del 42,1%, debido al reparto contra reservas de 3.608 millones de euros de una de las sociedades de la muestra.

Por otro lado, una parte importante de las compañías del sector de la energía, del comercio y los servicios y de la construcción redujeron los dividendos distribuidos, destacando el fuerte descenso (-3.608 millones de euros) de una de las sociedades del sector de las comunicaciones, que no repartió dividendos hasta el segundo semestre de 2013.

Para paliar la disminución de la retribución al accionista vía dividendos, especialmente con cargo a los resultados, las entidades están implantando los denominados *scrip dividends*, que consisten en la entrega de acciones liberadas, con la particularidad de que la entidad ofrece comprar los derechos de asignación gratuita a un precio establecido. De esta forma, el accionista puede elegir entre recibir las acciones, vender el derecho en el mercado o vendérselas a la propia entidad. La principal ventaja para los emisores es que así reducen la salida de efectivo y, a la vez, se instrumenta una fórmula para retribuir a sus accionistas.

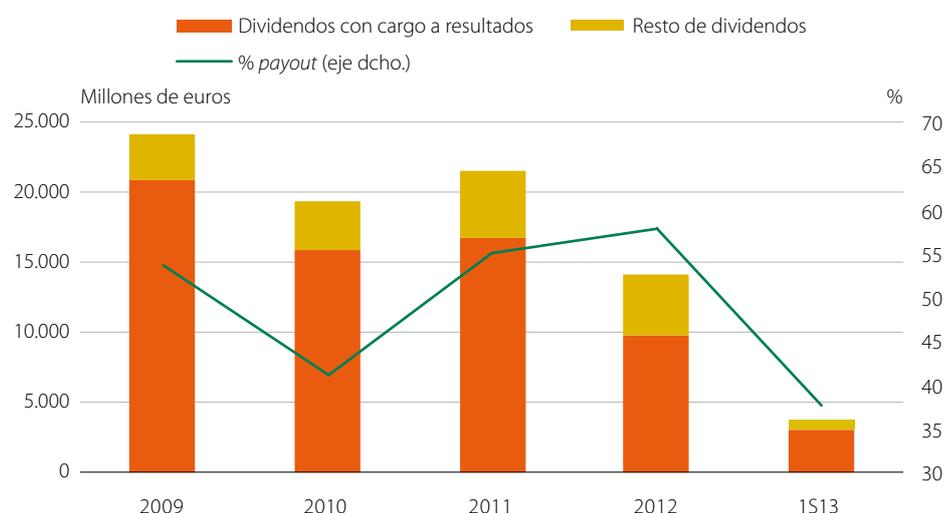
En el primer semestre de 2013, ocho entidades han optado por emplear *scrip dividends* (frente a once al cierre de 2012). En este sentido, de la totalidad de los derechos de asignación gratuita emitidos por las ocho entidades, un 19,2% de los accionistas escogió vender los citados derechos al emisor, para percibir la retribución en efectivo (1.049 millones de euros), mientras que el restante 80,8% suscribió las ampliaciones de capital liberadas. Este mecanismo ha permitido a las entidades ahorrarse unos 4.404 millones de euros de pago en efectivo, de los 5.453 millones de euros que hubieran tenido que desembolsar si la totalidad de los accionistas hubieran escogido la opción de venderles sus derechos de asignación gratuita.

El *payout* agregado de las sociedades –corrigiendo los dividendos no repartidos con cargo a los resultados del ejercicio– se situó en el 29,6%, frente al 54,9% de 2012<sup>13</sup>.

En el gráfico 9 se muestra la evolución de los dividendos repartidos en el último lustro, distinguiendo los registrados con cargo a resultados, así como la evolución del *payout*.

### Dividendos distribuidos y *payout*

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

Nota: En el ejercicio 2009 se ha excluido un dividendo atípico por su cuantía, que repartió la plusvalía generada en una operación corporativa registrada en el ejercicio 2008.

Para analizar la evolución del *payout* hay que tener en cuenta que esta ratio relaciona los resultados obtenidos en un ejercicio con los dividendos repartidos en dicho periodo, incluidos los dividendos complementarios relativos al resultado del ejercicio anterior. Debido a las importantes pérdidas registradas en el ejercicio 2012, los dividendos complementarios han sido muy reducidos en el primer semestre de 2013.

13 El *payout* es el porcentaje que supone el dividendo efectivamente desembolsado en el periodo sobre el resultado consolidado atribuido a la sociedad dominante. Únicamente se han considerado aquellas entidades que han repartido dividendos en el periodo.

## 10 Conclusiones

Los resultados agregados de las empresas de la muestra en el primer semestre de 2013 se han incrementado en 14.010 millones de euros respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. El 94% del aumento de los resultados agregados viene explicado por el comportamiento de las entidades de crédito, que pasan de unas pérdidas de 3.609 millones de euros en el primer semestre de 2012 a unos beneficios de 9.507 millones de euros en 2013.

Excluyendo las entidades financieras, los resultados agregados han aumentado un 10,1%, a pesar de la caída de las ventas (-1,5%) y del descenso del resultado de explotación (-14,8%). Esta mejora en la evolución del resultado del ejercicio se debe, fundamentalmente: (i) al descenso de los gastos financieros por la reducción de la deuda, (ii) a las pérdidas no recurrentes registradas en el sector de la construcción en el ejercicio anterior por enajenación y valoración de instrumentos financieros y (iii) a la mejora de los resultados de las inversiones en empresas contabilizadas por el método de la participación.

La capacidad de las entidades para incrementar su presencia en los mercados internacionales continúa compensando, parcialmente, la evolución negativa de sus negocios en el mercado nacional, aunque no ha evitado el descenso del importe neto de la cifra de negocios de las sociedades.

Durante el primer semestre de 2013 continuó observándose la reducción del nivel de endeudamiento en las entidades no financieras iniciada en 2012. Las dificultades para conseguir liquidez han fomentado la obtención de fondos mediante la venta de autocartera y la emisión de instrumentos de patrimonio por parte de estas compañías.

En cuanto a las entidades de crédito, cabe recordar que el pasado año se encontraban inmersas en un proceso de reestructuración y recapitalización que supuso el registro de importantes pérdidas por deterioro de activos financieros e inmobiliarios. En el primer semestre de 2013, a pesar de la caída del margen de intereses y de que las pérdidas por deterioro siguieron siendo elevadas, las entidades de crédito obtuvieron beneficios, frente a las pérdidas registradas en el mismo periodo de 2012. El cambio de signo se debió a los buenos resultados obtenidos en operaciones financieras, en su mayor parte por la realización de plusvalías en la enajenación de activos no estratégicos y operaciones de canje y recompra de deuda.

Asimismo, en los primeros seis meses de 2013, las entidades de crédito han continuado con sus políticas de desapalancamiento y saneamiento del balance y de reforzamiento de su solvencia.

La disminución de los resultados en 2012, junto con las dificultades para obtener liquidez mediante financiación con recursos ajenos o propios, afectó al importe de los dividendos distribuidos por las empresas cotizadas en el primer semestre de 2013, que se redujeron en un 56,8% con respecto al mismo periodo del año anterior. Las entidades, para intentar compensar la disminución de los dividendos distribuidos con cargo a los resultados, siguieron empleando fórmulas alternativas de retribución a los accionistas que suponen una salida de efectivo menor, por ejemplo los denominados *scrip dividends*.

La plantilla media se ha reducido un 6,5% debido a operaciones corporativas del subsector de las comunicaciones.

Finalmente, cabe reseñar que los resultados del tercer trimestre de 2013 reflejan, en las principales magnitudes, la misma tendencia descrita a lo largo de este artículo. Se produce una disminución del importe neto de la cifra de negocios del 4,0% y una caída superior del margen de explotación (12,2%). Sin embargo, el resultado del ejercicio se incrementa un 19,1%.



# Nuevos avances hacia la introducción de la educación financiera en las escuelas españolas

Gloria Caballero e Isabel Oliver (\*)

(\*) Gloria Caballero e Isabel Oliver pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

La sociedad actual plantea grandes retos a los que debe adaptarse el sistema educativo. Uno de ellos es la necesidad de que los jóvenes, al finalizar su etapa escolar, cuenten con un nivel de educación financiera que los ayude a tomar decisiones en este ámbito a lo largo de su vida.

Esta necesidad se aprecia ya con nitidez en múltiples aspectos de la vida cotidiana, como las decisiones relativas a la inversión del ahorro y la financiación de las adquisiciones de vivienda y de los bienes duraderos. Sin embargo, en el futuro, la educación financiera se hará todavía más necesaria debido a los cambios en los sistemas de bienestar social, en particular los referidos a los sistemas de pensiones. Es muy probable que, debido a estos cambios, en el futuro los más jóvenes tengan que depender de sus propios conocimientos y del asesoramiento financiero profesional en mayor medida que sus padres, a la hora de tomar decisiones que afectarán a su vida cuando cesen en su actividad laboral.

En la edad adulta, las personas siempre pueden realizar actividades encaminadas a mejorar sus conocimientos financieros a través de distintas vías (programas formativos regulares, seminarios y conferencias, publicaciones, consultas en páginas web, foros de discusión, etc.). Sin embargo, la eficacia de estos esfuerzos puede verse limitada por la carencia de una exposición temprana a la educación financiera que favorezca la sedimentación de unos conocimientos básicos. Además, la experiencia pone de relieve que, en ausencia de tal exposición, muchos adultos no son conscientes de los beneficios de una mejora en sus conocimientos financieros y, por tanto, difícilmente estarán dispuestos a tomar iniciativas en esta dirección.

Así pues, es importante ofrecer oportunidades a los niños y jóvenes para que adquieran unas bases mínimamente sólidas en materia de educación financiera. Además de prepararlos para la vida adulta, la educación financiera en las escuelas también puede abordar los problemas financieros inmediatos a los que estos se enfrentan. Por ejemplo, en muchos casos, los jóvenes tienen cuentas con acceso a los servicios de pago en línea a través de teléfonos móviles, por lo que la adquisición de habilidades financieras puede resultar beneficiosa.

Los centros educativos están en una buena posición para impartir educación financiera a todos los grupos demográficos, incluidos los más vulnerables, como los de ingresos bajos o familias inmigrantes, lo que puede ayudar, en su caso, a romper el ciclo generacional de falta de cultura financiera. Los centros también disponen de la facultad o el potencial de acercamiento a padres y profesores y de difundir entre ellos hábitos financieros saludables para la comunidad.

El presente artículo tiene como objeto resumir y analizar las iniciativas recientes que se vienen desarrollando en España y otros países para promover la incorpora-

ción de la educación financiera en el ámbito escolar. Concretamente, en España, la CNMV y el Banco de España vienen impulsando un programa de educación financiera en las escuelas, ya impartido durante los cursos 2010-2011 y 2012-2013 y cuyas evaluaciones resultaron muy positivas. Por otro lado, la última prueba internacional PISA para los jóvenes españoles de 15 años, que ha incluido por primera vez una evaluación de sus destrezas en el ámbito financiero, demuestra la importancia de que los jóvenes cuenten con habilidades financieras y ayudará a los países a identificar prioridades y desarrollar programas dirigidos a las necesidades concretas de los jóvenes.

El artículo se organiza en siete secciones. En la sección segunda se destaca la importancia de la educación financiera en el ámbito escolar. En la sección tercera se analizan las recomendaciones emitidas a nivel internacional por la OCDE respecto a las estrategias de implementación de los programas de educación financiera en la escuela. La sección cuarta repasa las aportaciones de la literatura económica sobre la influencia de la educación financiera entre los más jóvenes. La sección quinta enumera algunas iniciativas sobre educación financiera en las escuelas en diversos países, mientras que la sección sexta se refiere a los avances en España. Esta última sección hace referencia, en particular, a los resultados de la evaluación del Programa de Educación Financiera durante el curso 2012-2013, así como a la inclusión en las pruebas internacionales PISA de la educación financiera. El artículo finaliza con la sección séptima, en la que se exponen las conclusiones.

## **2 La importancia de la educación financiera en el ámbito escolar**

En el ámbito escolar, la educación financiera hace referencia a la enseñanza de conocimientos, habilidades, comportamientos, valores y aptitudes que permitan a los estudiantes tomar decisiones financieras informadas y sensatas en su vida diaria, preparándolos para afrontar en una mejor posición los retos básicos de índole financiera con los que se encontrarán a lo largo de su ciclo vital.

Los jóvenes de hoy serán los consumidores de productos y servicios financieros del día de mañana, por lo que tiene mucho sentido que este grupo poblacional reciba una atención preferente en las estrategias de alfabetización financiera con una perspectiva de largo plazo. En favor de una atención prioritaria a este segmento de la población cabe citar, además, la mayor capacidad de aprendizaje de los jóvenes respecto a los adultos y su menor exposición a creencias o hábitos poco adecuados en relación con las finanzas, desgraciadamente muy comunes entre los adultos.

Las escuelas están en buena posición para permitir que la educación financiera penetre en todos los grupos demográficos y así romper el ciclo del analfabetismo financiero generacional de un modo homogéneo en el conjunto de la sociedad. En las sociedades modernas, la generalización de una etapa de enseñanza obligatoria de considerable duración y el acceso creciente de la población joven a las etapas no obligatorias hacen de la escuela un vehículo insustituible para promover la igualdad de oportunidades permitiendo, en este caso, que la educación financiera alcance a jóvenes procedentes de todos los sectores o grupos sociales.

El interés de los promotores de la educación financiera en la juventud y en la escuela no es nuevo. La OCDE ya señalaba en el año 2005 que «la educación financiera debe comenzar en la escuela. Los ciudadanos deberían recibir instrucción sobre temas financieros lo más jóvenes posible»<sup>1</sup>.

En 2012, la OCDE publicó el documento *Guidelines on Financial Education at School and Guidance on Learning Framework*<sup>2</sup>, que tiene como finalidad ayudar a los países a diseñar, desarrollar e implantar de forma eficiente sus programas de educación financiera en los centros de enseñanza.

También la Comisión Europea destaca la necesidad de recibir educación financiera desde edades tempranas y señala que «los consumidores deben recibir educación financiera sobre asuntos financieros y económicos lo antes posible, empezando en la escuela. Las autoridades nacionales deben estudiar la posibilidad de que la educación financiera forme parte obligatoriamente de los planes de estudio»<sup>3</sup>.

En línea con las recomendaciones mencionadas, cada vez un mayor número de países reconocen la importancia de la educación financiera y la han incluido en el currículo escolar. Sin embargo, aún existen barreras significativas que salvar: falta de una política clara de los gobiernos, falta de recursos y materiales, currículos saturados y experiencia limitada.

No hay una receta única, pero los países que han ido incorporando la educación financiera en sus aulas han adoptado, de forma parcial o total, las recomendaciones emitidas por la OCDE en el documento de 2012 al que se ha hecho referencia anteriormente.

### 3 Recomendaciones de la OCDE

La OCDE, a través de la International Network on Financial Education (INFE)<sup>4</sup> ofrece una serie de recomendaciones a la hora de implementar estrategias de educación financiera en la escuela:

- La incorporación de la educación financiera en las escuelas debe formar parte de una estrategia nacional coordinada, con un líder u organismo coordinador que asegure la sostenibilidad del programa. El sistema educativo y sus profesionales deben estar involucrados en el desarrollo de la estrategia.
- Debe haber un marco de aprendizaje que establezca los objetivos y los resultados que se espera alcanzar, así como los contenidos, enfoques pedagógicos,

---

1 OCDE (2005). *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*. Disponible en <http://www.oecd.org/finance/financial-education/35108560.pdf>

2 Disponible en <http://www.oecd.org/finance/financial-education/48493142.pdf>

3 Principio 3, punto 5 de la Comunicación de la Comisión «La educación financiera», de 18 de diciembre de 2007. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2007:0808:FIN:ES:PDF>

4 La INFE fue creada por la OCDE en 2008 con el objetivo, entre otros, de promover una mayor toma de conciencia sobre la importancia de la educación financiera en el mundo, intercambiar información, puntos de vista, investigaciones y hallazgos e identificar y desarrollar las mejores prácticas y herramientas eficientes en este ámbito.

habilidades, actitudes y valores que adoptar. El marco puede ser nacional, regional o local.

- En la medida de lo posible, se contará con un presupuesto para dar cumplimiento a estos objetivos.
- La educación financiera debe comenzar lo antes posible, preferentemente en los primeros años de la enseñanza obligatoria, y finalizar cuando acabe la educación de los jóvenes.
- La educación financiera debe estar integrada en el currículo escolar. Puede ser impartida como una asignatura independiente o puede formar parte de otras materias, como Matemáticas, Economía, Ciencias Sociales, etc.
- La formación del profesorado es una parte esencial para el éxito de la educación financiera. Los profesores deben estar adecuadamente preparados; se les debe aportar los recursos necesarios, así como métodos pedagógicos, soporte y entrenamiento continuos para enseñar educación financiera. La formación debe ser impartida por personal cualificado y siguiendo unas líneas establecidas (material impreso, herramientas interactivas en Internet, competiciones, juegos y películas). Estos materiales pueden ser elaborados por el Ministerio de Educación, bancos nacionales, sector privado o incluso distintas ONG.
- Se debe evaluar el progreso de los alumnos y reconocer sus logros.

En muchos países, entidades o instituciones privadas imparten educación financiera en las escuelas. Si bien la financiación privada puede asegurar la sostenibilidad y continuidad de la educación financiera en los colegios, además de la experiencia técnica en servicios financieros, y puede completar la experiencia pedagógica del sector educativo, también puede ser una fuente de conflictos de interés. La INFE recomienda, en estos casos, que los países desarrollen códigos de conducta o formas de gestionar y manejar los conflictos de interés de las actividades comerciales de las entidades involucradas en la educación financiera.

## 4 Evidencia empírica sobre la eficacia de la educación financiera entre los jóvenes

Los trabajos de investigación en el ámbito de la educación financiera entre los jóvenes son relativamente recientes y en muchos de ellos se pone de manifiesto que su nivel de educación financiera es muy bajo.

En particular, Lusardi, Mitchell y Curto (2009)<sup>5</sup>, a partir de los datos obtenidos en la Encuesta Longitudinal Nacional (NLSY97)<sup>6</sup> de 1997 de los Estados Unidos, ana-

---

5 Lusardi, A., Mitchell, O. y Curto, V. (2009). *Financial Literacy among the Young: Evidence and Implications for Consumer Policy*. NBER Working Paper nº 15352.

6 Encuesta consistente en una muestra de más de 9.000 jóvenes entre 12 y 17 años realizada a 31 de diciembre de 1996 y llevada a cabo por la Oficina de Estadísticas del Departamento de Trabajo de los

lizan el nivel de educación financiera de la población encuestada, estudian la relación existente entre ese nivel y sus características sociodemográficas e identifican los factores que determinan la capacitación financiera. En la encuesta citada, cuyo objetivo último era aportar evidencia empírica para ayudar a diseñar políticas de consumo destinadas a los más jóvenes, se incluían tres preguntas sobre educación financiera que también se han utilizado en muchas encuestas internacionales, referidas a la inflación, al cálculo de tipos de interés compuesto y a la diversificación del riesgo.

Los resultados de la encuesta ponían de relieve que menos de un tercio de los jóvenes encuestados (en concreto, el 27%) tenía conocimientos básicos sobre estas tres cuestiones. Los autores del estudio encuentran evidencia de una relación directa entre los niveles de educación financiera y las características socioculturales de los individuos y el entorno familiar. En concreto, los encuestados cuyas madres tenían educación universitaria eran más propensos a entender el efecto de la inflación. Esta relación era más fuerte aun en aquellos casos en los que los padres poseían instrumentos financieros, como las acciones, o productos de ahorro destinados a la jubilación. Adicionalmente, los autores encontraron evidencia que sugiere la existencia de grandes diferencias en los niveles de educación financiera en función del sexo, con peores resultados para las jóvenes, y del grupo racial, en este caso con peores resultados para los individuos de color.

Los resultados del trabajo citado están en línea con otros estudios empíricos, basados también en la población estadounidense, que sugieren una relación directa entre el nivel de educación financiera observado y el origen sociocultural de los individuos: los jóvenes con mayor educación financiera provienen de las familias más educadas y financieramente sofisticadas en una proporción mayor que la que corresponde al peso de este grupo en la sociedad (Lusardi, Mitchell y Curto, 2009; Atkinson y Messy, 2012)<sup>7</sup>.

Por otro lado, diversos estudios obtienen resultados que sugieren la existencia de efectos beneficiosos a largo plazo para los individuos, asociados a la impartición de educación financiera en la escuela. En particular, Bernheim, Garret y Maki (1997 y 2001)<sup>8</sup>, con datos sobre los Estados Unidos, demuestran que la introducción de políticas de educación financiera durante la edad escolar incrementa significativamente las tasas de ahorro de los individuos y la acumulación de riqueza durante la edad adulta. Este estudio proporciona la primera evidencia sobre los efectos de dichas políticas a largo plazo.

---

Estados Unidos a través de entrevistas personales de una hora tanto a jóvenes como a padres. Se diseñó para recopilar información sobre la transición de los jóvenes de la escuela al trabajo y recoge gran cantidad de información sobre el comportamiento del mercado laboral para los jóvenes, el nivel educativo de estos, la familia y las características del entorno.

7 Lusardi, Mitchell y Curto (*op. cit.*); Atkinson, A. y Messy, F. (2012). «Measuring Financial Literacy: Results on the OECD/ International Network on Financial Education (INFE) Pilot study», en OECD (Ed.) *OECD Working Papers in Finance, Insurance and Private Pensions*, Vol. 15.

8 Bernheim, B.D., Garret, D.M. y Maki, D.M. (2001). «Education and Saving: The Long-Term Effects of High School Financial Curriculum Mandates», en *Journal of Public Economics*, Vol. 80 (3), pp. 435-465; Bernheim, B.D., Garret, D.M. y Maki, D.M. (1997). *Education and Saving: The Long-Term Effects of High School Financial Curriculum Mandates*. Stanford University Working Paper nº 97012.

Por su parte, Lusardi y Mitchell (2009)<sup>9</sup>, además de concluir que los conocimientos financieros constituyen un determinante clave para la planificación de la jubilación, destacan que dichos conocimientos son más elevados en el caso de aquellos individuos que, en la escuela o en el lugar de trabajo, han recibido algún tipo de formación económica.

Otro estudio destacable es el realizado por Lührmann, Serra-Garcia y Winter, del Departamento de Economía de la Universidad de Múnich, cuyos resultados sugieren que la educación financiera escolar puede generar algunos efectos beneficiosos también a corto plazo<sup>10</sup>. En este trabajo se analiza el impacto que produce la educación financiera en los estudiantes de secundaria con edades comprendidas entre los 14 y los 16 años, pertenecientes a centros de enseñanza alemanes de bajo nivel socioeconómico. Para ello, se diseñó una encuesta que trataba de obtener información sobre el interés de los estudiantes por los asuntos financieros, sobre su autoevaluación de conocimientos en este ámbito y sobre los contenidos impartidos.

El estudio citado pone de manifiesto que antes de recibir el programa, los alumnos pertenecientes a la muestra experimental y a la de control no mostraban mucho interés por los temas relativos a la educación financiera. Sin embargo, después de recibir el curso, se apreciaba un aumento del interés de los adolescentes por los asuntos financieros y se incrementaba significativamente su capacidad para evaluar riesgos, al tiempo que disminuía la intención de realizar compras compulsivas. Los adolescentes se mostraban más responsables y se apreciaba un aumento de la propensión al ahorro.

Cabe destacar, asimismo, los resultados de diversos estudios realizados en Australia, el Reino Unido o los Estados Unidos que apoyan la idea de que el desarrollo de actitudes y hábitos financieros comienza en edades tempranas, probablemente antes de los siete años de edad<sup>11</sup>.

## 5 La educación financiera en países de nuestro entorno

Las encuestas llevadas a cabo por la OCDE ponen de manifiesto que en al menos 40 países se ha introducido algún tipo de educación financiera en las escuelas. Estas

---

9 Lusardi, A. y Mitchell, O. (2009). *How Ordinary Consumers Make Complex Economic Decisions: Financial Literacy and Retirement Readiness*. NBER Working Paper nº 15350.

10 Lührman, M., Serra-Garcia, M. y Winter, J. (2012). *The effects of financial literacy training: evidence from a field experiment with German high-school children*. Munich Discussion Paper nº 2012-24. Disponible en [http://epub.ub.uni-muenchen.de/14101/1/Luehrmann\\_Serra-Garcia\\_Winter.pdf](http://epub.ub.uni-muenchen.de/14101/1/Luehrmann_Serra-Garcia_Winter.pdf)

11 Ministerial Council for Education, Early Childhood Development and Youth Affairs (2011). *National Consumer and Financial Literacy Framework*. Disponible en [http://www.mceecdy.edu.au/verve/\\_resources/National\\_Consumer\\_Financial\\_Literacy\\_Framework\\_FINAL.pdf](http://www.mceecdy.edu.au/verve/_resources/National_Consumer_Financial_Literacy_Framework_FINAL.pdf); Whitebread, D. y Bingham, S. (2013). *Habit Formation and Learning in Young Children*. Money Advice Service. Disponible en <https://www.moneyadviceservice.org.uk/en/static/habit-formation-and-learning-in-young-children>; Sherraden, S.M., Johnson, L., Guo, B. y Elliot, W. (2009). *Financial Capability in Children: Effects of Participation in School-based Financial Education and Savings Program*. CSD Working Paper nº 09-16. Disponible en <http://csd.wustl.edu/Publications/Documents/WP09-16.pdf>. Republicado posteriormente en *Journal of Family & Economic Issues* (2011).

iniciativas se desarrollan a nivel nacional, regional o local y, en algunos casos, incluyen experiencias piloto.

Los países están integrando la educación financiera de diferentes maneras. En una minoría de ellos, la educación financiera se ha integrado como una asignatura independiente, casi siempre de manera opcional. Es el caso, por ejemplo, de algunos estados de los Estados Unidos. En la mayoría, la integración se realiza a través de una o varias de las materias o asignaturas ya existentes, como Matemáticas, Ciencias Sociales, Educación para la Ciudadanía, Tecnología, Emprendimiento, Economía, Educación Moral, Política, etc. Dentro de este enfoque, lo más habitual es que la educación financiera se integre en la asignatura de Matemáticas.

Las iniciativas adoptadas en algunos países resultan particularmente interesantes. Así ocurre, por ejemplo, con Nueva Zelanda. Desde el año 2004, la Comisión para la Jubilación neozelandesa<sup>12</sup> ha trabajado en colaboración con el Ministerio de Educación para lograr incluir la educación financiera en el currículo escolar. Como resultado de esta colaboración, en 2009 se publicó un nuevo plan de estudios, que contempla el desarrollo de la capacitación financiera en las escuelas y que actualmente se imparte de forma transversal en las asignaturas de Lengua, Ciencias Sociales, Matemáticas y Tecnología, para alumnos de entre los cinco y los catorce años.

En Australia, desde el año 2005 se imparte educación financiera en las escuelas de manera obligatoria, desde los tres a los diez años aproximadamente, y se integra en las asignaturas de Matemáticas, Ciencias, Humanidades y Tecnología, entre otras. Durante 2012-2013 se ha llevado a cabo una reforma del currículo escolar y se integrarán las materias en el nuevo currículo para alumnos de entre los diez y los doce años.

En Escocia, la educación financiera está incluida en el currículo de manera obligatoria desde septiembre de 2008. Se imparte a través de la realización de diversas actividades prácticas en primaria y secundaria, y no se incluye en asignaturas específicas.

En Inglaterra se imparten programas de bienestar económico y capacitación financiera en una asignatura denominada *Personal, Social, Health and Economic Education*. Además, los programas de Educación para la Ciudadanía y Matemáticas hacen referencia explícita al dinero y a la capacitación financiera. A partir de septiembre de 2014, la educación financiera será obligatoria y quedará incluida en el currículo escolar.

En Brasil, en 2010, se llevó a cabo un programa piloto de educación financiera en 900 colegios públicos que abarcó a 30.000 estudiantes. El objetivo es llegar a 58 millones de alumnos pertenecientes a más de 200.000 colegios.

Del análisis de las materias impartidas en estos países<sup>13</sup> se concluye que, aun con las diferencias culturales correspondientes, en todos ellos se imparte un contenido relativamente similar.

---

12 Entidad independiente cuyo objetivo es aumentar la cultura financiera de la población y su preparación financiera para la jubilación.

13 OCDE (2013). Pisa 2012 Financial Literacy Framework. Disponible en <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/PISA2012FrameworkLiteracy.pdf>

## 6 Avances en España

En España, el Plan de Educación Financiera que actualmente impulsan la CNMV y el Banco de España tiene como objetivo la mejora de los conocimientos sobre finanzas de toda la población española<sup>14</sup>.

El plan se lanzó en 2008 por un periodo inicial de cinco años que culminó en 2012. Durante ese periodo se han sentado las bases de la educación financiera y se han cumplido los objetivos propuestos: diseño de un portal de referencia en educación financiera (denominado [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es)), elaboración de materiales y recursos divulgativos, puesta en marcha de actividades formativas para diferentes tipos de colectivos, establecimiento de acuerdos de colaboración con entidades públicas y privadas para el fomento de la cultura financiera, etc. El 4 de junio de 2013, con la intención de dar continuidad a las acciones de esta primera etapa que ha demostrado su eficacia y de afrontar nuevos retos, la CNMV y el Banco de España renovaron el Plan de Educación Financiera. Esta nueva etapa tendrá también una duración de cinco años.

Uno de los retos más importantes y prioritarios a los que se enfrenta el plan en esta nueva fase es la introducción de la educación financiera en la educación reglada. Los primeros pasos en esta dirección se produjeron en septiembre de 2009, con la firma de un convenio de colaboración entre los promotores del plan y el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte con el objetivo de «fomentar la educación financiera de los ciudadanos, mediante la extensión de su implantación en el sistema docente», según se señalaba en el texto del convenio.

En virtud de este convenio, durante el curso 2010-2011 se desarrolló un Programa Piloto de Educación Financiera en el tercer curso de la Enseñanza Secundaria Obligatoria (ESO), en el que participaron casi 3.000 alumnos y 70 profesores de 32 colegios pertenecientes a 14 comunidades autónomas, además de Ceuta y Melilla.

Con carácter previo a la realización de la prueba piloto, se llevó a cabo un trabajo de identificación de las necesidades formativas de los estudiantes según su grupo de edad, poniendo especial énfasis en los conceptos de ahorro, inversión y endeudamiento, así como en el desarrollo de competencias básicas relacionadas con los procesos de contratación de productos financieros.

Entre los diferentes recursos utilizados para desarrollar este programa cabe destacar la inclusión de materiales elaborados por un grupo de docentes expertos en la materia. Estos materiales se dividieron en dos niveles (I y II), cada uno de los cuales se impartiría en diez horas de clase aproximadamente.

En el nivel I se recogían contenidos y tareas prácticas sobre educación y seguridad financiera, consumo inteligente, ahorro, presupuesto personal, dinero en efectivo, cuentas bancarias, tarjetas, protección de los datos personales y relaciones bancarias, así como una serie de actividades prácticas y un glosario de términos financieros para familiarizar al alumnado con los conceptos empleados.

---

14 Plan de Educación Financiera 2013-2017. Disponible en <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PlanEducCNMV.aspx>

En el nivel II se trabajaban los medios de pago, los productos de ahorro y los productos de financiación. También se incluían actividades prácticas y otro glosario de términos financieros.

Asimismo, se diseñaron otras herramientas destinadas a suscitar y mantener el interés de los alumnos y del profesorado por las cuestiones relacionadas con la educación financiera, tales como materiales en formato de videojuego o adaptables a otros soportes tecnológicos, incorporados todos ellos en la web [www.gepeese.es](http://www.gepeese.es). Este portal está concebido como un repositorio de recursos, en el que se ofrecen estudios de casos, juegos de rol, cuestionarios, crucigramas y otros pasatiempos, entre ellos un banco de juegos, todo ello para hacer más ameno y práctico el aprendizaje.

El programa piloto tuvo muy buena acogida entre el profesorado y los alumnos, como se refleja en las respuestas a los cuestionarios cumplimentados por ambos colectivos. En particular, las respuestas de los alumnos sugieren que estas materias resultan de gran utilidad para desenvolverse en su vida cotidiana y comprender el entorno que los rodea.

Con el propósito de seguir creando conciencia sobre la necesidad y la importancia de la educación financiera en los colegios, durante la primera mitad del año 2012 se llevaron a cabo contactos directos con las Consejerías de Educación de las distintas comunidades autónomas y con las autoridades educativas competentes en Ceuta y Melilla. El objetivo final fue el de transmitir la importancia de impartir educación financiera en los centros educativos; en concreto, se informó a los responsables de las Consejerías sobre el origen de la iniciativa, el porqué de la necesidad de impartir educación financiera, las iniciativas internacionales en este ámbito, los contenidos y recursos para impartir el programa, etc.

Las Consejerías de Educación, en su totalidad, se mostraron muy interesadas por el programa y se comprometieron a promoverlo entre los centros educativos de su comunidad autónoma.

Por otro lado, con la finalidad de extender también el programa al ámbito de la educación concertada y privada, se mantuvieron reuniones con las principales asociaciones representativas de los centros de enseñanza dentro de este ámbito<sup>15</sup>, que mostraron un gran interés por el mismo. En febrero de 2013, la CNMV y el Banco de España suscribieron convenios de colaboración con todas ellas. Además de promover el Programa Piloto de Educación Financiera entre los colegios afiliados, las asociaciones se comprometen a poner a disposición de los centros los materiales necesarios para impartir los contenidos de educación financiera, facilitar la formación del profesorado y atender cualquier consulta o incidencia surgida durante el desarrollo del programa.

Gracias a las acciones anteriores, durante el curso 2012-2013, alrededor de 400 centros educativos de todas las comunidades autónomas y de Ceuta y Melilla se inscri-

---

15 En concreto, se mantuvieron reuniones con la Confederación Española de Centros de Enseñanza, la Federación Española de Religiosos de la Enseñanza, la Unión Española de Cooperativas de Enseñanza y la Asociación de Centros Autónomos de Enseñanza Privada.

bieron en el programa, por lo que alrededor de 21.500 alumnos han podido beneficiarse de él.

La evaluación llevada a cabo sobre este Programa ha arrojado resultados positivos, tal y como se señala a continuación.

### **6.1 Evaluación del Programa Piloto de Educación Financiera del curso 2012-2013**

La evaluación es uno de los componentes esenciales para verificar la efectividad de los programas de educación financiera. Tal evaluación debe centrarse en cada una de las fases de su implementación y debe considerar los resultados o el impacto que se va a obtener tanto a corto plazo como a largo plazo.

En términos generales, los objetivos de las evaluaciones son los siguientes:

- (i) Controlar la forma en la que se está impartiendo la educación financiera en el aula, estableciendo algún mecanismo de supervisión que pueda poner en marcha alguna autoridad nacional o local.
- (ii) Evaluar la relevancia e impacto del programa y el marco de aprendizaje y de enseñanza a través de la opinión directa de los participantes en el mismo: estudiantes, profesores, gestores del sistema educativo, padres, etc.
- (iii) Por último, dado que se pretende medir la mejora de los conocimientos del alumnado, se deben evaluar las competencias a través de tests o exámenes formales; para facilitar la comparabilidad sobre una base homogénea, pueden resultar útiles las evaluaciones normalizadas a nivel nacional.

En la evaluación del programa desarrollado durante el curso 2012-2013 se ha pretendido responder a dos preguntas: (i) si el programa es viable y válido curricularmente y (ii) si el programa es eficaz.

La validez curricular supone una valoración de las características curriculares y didácticas del programa. De ahí que se evalúe la utilidad y el impacto del programa, la adecuación al nivel educativo seleccionado y a las materias en las que se ha impartido y la satisfacción del profesorado.

Para evaluar la validez curricular es necesario recabar la opinión de los profesores que han impartido el programa, en tanto que son los expertos docentes que han introducido esta innovación en sus aulas. Para ello se ha utilizado un diseño no experimental de investigación por encuesta aplicada a los profesores tras la conclusión del mismo.

En cuanto a la eficacia, esta se define por la consecución de los objetivos marcados. Esto supone la adquisición de las competencias y conocimientos establecidos en el programa, lo que se determina a través de la estimación de los niveles de desempeño que muestran los alumnos tras su finalización.

La evaluación de la eficacia supone la medida del desempeño de los estudiantes. Por ello se ha recurrido a un diseño cuasi-experimental «pretest/postest» con grupo de control no equivalente, con el que se pretende controlar las diferencias de partida existentes por la no aleatorización de los grupos. Este diseño permite obtener una información de progreso, al incluir dos medidas de los mismos estudiantes (una inicial previa al comienzo del programa, denominada «pretest», y una final o «postest» tras el completo desarrollo del programa). Estos datos, junto con la información procedente de la comparación entre el grupo que ha desarrollado el programa (grupo experimental) y el grupo que no ha participado en él (grupo de control), han servido de base para determinar el impacto del programa en los niveles de conocimiento de los alumnos, más allá de lo que puedan aprender por sus propios medios y en su entorno.

El estudio de la validez curricular del programa se ha llevado a cabo mediante el análisis de las respuestas dadas al cuestionario, diseñado al efecto por un conjunto de 648 profesores que han impartido educación financiera durante el curso. Este dato representa el 70% de los profesores implicados en la evaluación del programa. Para la evaluación de la eficacia se han utilizado los datos recogidos según el desempeño de una muestra final de 2.013 estudiantes de segundo ciclo de la ESO.

En concreto, con relación a la valoración del programa por parte del profesorado, la evaluación arroja los siguientes resultados:

- La duración recomendada del programa (diez horas) le parece adecuada a algo más de la mitad de los profesores.
- Respecto a la viabilidad curricular, el 88% de los encuestados opina que un programa de educación financiera debería ser obligatorio en el currículo de la ESO, una proporción del 43% considera que deberían ser contenidos transversales incorporados a las distintas materias, y cerca de un 30% opina que debería ser una asignatura obligatoria independiente.
- La ubicación de un programa de estas características en segundo ciclo de la ESO les parece pertinente a casi todos los encuestados (94%), aunque no se descartan otras opciones.
- Los contenidos del programa que se han considerado más relevantes son los de Ahorro y Presupuesto Personal, mientras que la menor relevancia se les otorga a los de Protección de Datos y Relaciones Bancarias.
- El programa obtiene, en todos los aspectos evaluados, un nivel de notable. Los materiales impresos del programa obtienen una nota media por encima de 7. La página web Gepeese también es bien valorada por los profesores que, en todos los aspectos evaluados, otorgan unas calificaciones medias de notable. Igualmente, la satisfacción del programa y el impacto que los profesores estiman en los alumnos es superior a 7.

Por otra parte, casi el 60% de los profesores aportaron sugerencias para mejorar el programa, algunas de las cuales son las siguientes:

- Incluir más actividades prácticas y casos de actualidad. Adaptar el programa a las características de los alumnos, con temas más cercanos para ellos.
- Asignar más tiempo para el desarrollo del programa.
- Adaptación y flexibilización del programa a otros alumnos, no solo a los de tercero de la ESO.
- Opiniones respecto al modo de introducir el programa: como asignatura independiente, como bloque de contenidos específicos de una asignatura determinada (Matemáticas, Geografía, Ciencias Sociales...) o de modo transversal, favoreciendo la multidisciplinariedad del programa entre asignaturas.
- Reconocimiento a los profesores que lo llevan a cabo: remuneración, valoración del tiempo extra dedicado, etc.

Como valoración general, de las apreciaciones sobre satisfacción, impacto y calidad global del programa, se concluye que a los profesores les ha gustado participar en él, ya que no solo repetirían su participación, sino que lo recomendarían a otros profesores y centros. Han sentido que es útil para los estudiantes y que sus contenidos tienen un importante impacto en ellos, al permitirles desarrollar competencias relevantes en educación financiera que contribuirán a su cultura en este campo, dotándolos de herramientas, habilidades y conocimientos para adoptar sus decisiones financieras de forma informada y apropiada.

Los resultados de la validez curricular del programa sugieren que los profesores consideran que este ha resultado eficaz, aspecto que, como se ha indicado, se estudia esencialmente a través de los resultados de desempeño de los alumnos. Del cuestionario aplicado a los profesores se deduce que estos, en gran medida, consideran que se cumple el objetivo último del programa, esto es, que los estudiantes sean capaces de incorporar los conocimientos y habilidades promovidos por el programa a su vida cotidiana, personal y familiar.

En cuanto a los resultados específicos sobre la eficacia del programa, puede concluirse que su efecto ha sido positivo, pues los estudiantes que han participado como grupo experimental –esto es, aquellos que han trabajado con el Programa Piloto de Educación Financiera– han obtenido niveles de desempeño superiores a los que cabría esperar en caso de no haber participado en el mismo, aunque la mejora es relativamente pequeña. En este sentido, conviene tener presente que el tiempo transcurrido entre el «pretest», llevado a cabo en febrero de 2013, y la segunda aplicación o «postest», realizado en mayo de 2013, ha sido corto y que el tiempo real de implementación del programa en las aulas ha sido, asimismo, breve (la duración prevista del programa era solamente de diez horas).

Todo ello permite formular como hipótesis plausible que la aplicación constante y prolongada del programa podría asociarse a unas mayores diferencias en los niveles de desempeño del alumnado entre el inicio y el fin de la intervención en materia de educación financiera.

## 6.2 El informe PISA. Resultados en España

Tanto los responsables políticos como los educadores y los investigadores necesitan datos de alta calidad sobre los niveles de educación financiera, con el fin de establecer programas y estrategias eficientes. En concreto, el análisis de datos resulta esencial para la implementación eficaz de programas en las escuelas, ya que permite identificar prioridades y medir el cambio en los conocimientos a través del tiempo.

Varios países han realizado encuestas nacionales de educación financiera de su población adulta<sup>16</sup> y la OCDE tiene diseñado un cuestionario para medir los niveles de educación financiera entre los adultos a nivel internacional (Atkinson y Messy, 2012)<sup>17</sup>.

Sin embargo, hasta la fecha, no se habían llevado a cabo recopilaciones de datos sobre los niveles de educación financiera entre los jóvenes menores de 18 años y, por tanto, tampoco existía la posibilidad de realizar comparaciones internacionales. Estas comparaciones pueden ayudar a los planificadores nacionales a identificar prioridades y a desarrollar programas y políticas dirigidos a cubrir necesidades concretas. Además, contar con datos comparables en el tiempo permite la evaluación del impacto de las iniciativas de educación financiera en las escuelas y la identificación de opciones para la mejora de la eficiencia de los programas.

La evaluación PISA<sup>18</sup> correspondiente a 2012, promovida por la OCDE, es el primer estudio internacional que ha valorado la educación financiera entre los más jóvenes. PISA evalúa la capacidad de los estudiantes que están a punto de culminar la etapa de enseñanza obligatoria para utilizar habilidades basadas en los conocimientos impartidos durante ese periodo. Se trata, por tanto, de evaluar en qué medida la escuela prepara a los alumnos para la vida diaria, más que medir una mera acumulación de conocimientos. Este estudio aporta información muy rica para los gobiernos y otros agentes, puesto que viene acompañada de datos bastante detallados sobre las características de la familia y del entorno educativo del alumno.

En 2012, 65 países o regiones han participado en la prueba de PISA, centrada en esta ocasión en los conocimientos matemáticos. Dentro de esta prueba, estudiantes de 18 de estos países (incluida España) han tenido además que abordar problemas relacionados con la cultura financiera<sup>19</sup>. Una muestra de la importancia que se da a la educación financiera es que PISA volverá a valorar estos conocimientos en 2015.

---

16 Tal y como se recoge en el Plan de Educación Financiera 2013-2017, en España se va a llevar a cabo durante ese periodo una encuesta nacional de educación financiera, con el fin de medir el nivel de cultura financiera de la población adulta. Este ejercicio servirá para ayudar a identificar las áreas de conocimiento que hay que reforzar y a establecer la base sobre la que medir la efectividad de los programas de educación financiera en la sociedad y sus progresos en el conocimiento.

17 *Op. cit.*

18 Program for International Student Assessment (PISA).

19 Australia, Bélgica (comunidad flamenca), Shanghái-China, Colombia, Croacia, República Checa, Estonia, Francia, Israel, Italia, Letonia, Nueva Zelanda, Polonia, Rusia, Eslovenia, España y Estados Unidos.

Las cuatro áreas de contenido de PISA que se han evaluado en el ámbito de las competencias financieras son las siguientes:

- **Dinero y transacciones.** Esta área se centra en un amplio espectro de temas de economía personal: pagos diarios, gastos, valor del dinero, tarjetas bancarias, cheques, cuentas bancarias y divisas. Se trata, entre otras habilidades, de que los jóvenes aprendan que el dinero se utiliza para intercambiar bienes y servicios, que identifiquen las diferentes formas de pago (en persona o vía Internet), que calculen el cambio correcto, que comprendan que el dinero puede ser invertido o prestado, las razones por las que se pagan o reciben intereses y las diferencias entre una tarjeta de crédito y una de débito.
- **Planificación y gestión.** Esta área se centra en el aprendizaje de la gestión del dinero a corto y a largo plazo. Se trata de saber identificar los diferentes tipos de ingresos, comprender la importancia y el significado de los impuestos, valorar el impacto de los diferentes tipos de planificación y asimilar la importancia del ahorro.
- **Riesgo y diversificación.** Se basa en comprender el significado de las ganancias y de las pérdidas en diferentes contextos financieros y en desarrollar la habilidad para identificar formas de gestionar, equilibrar y cubrir los riesgos. Se aprende a conocer por qué algunas formas de ahorro o inversión son más arriesgadas que otras y cómo limitar el riesgo del capital personal, así como los beneficios de la diversificación.
- **Perspectivas financieras.** Se trata de conocer las características básicas del mundo financiero. Cubre el conocimiento de los derechos y responsabilidades de los consumidores en el mercado financiero y las principales implicaciones de los contratos financieros. Se basaría también en asimilar las consecuencias de los cambios en las condiciones económicas y políticas públicas, como son los cambios en los tipos de interés, inflación, beneficios sociales, etc.

La medición de la competencia financiera se ha incluido en la asignatura de Matemáticas y los resultados se publicarán en junio de 2014. Para la prueba en el área de matemáticas en su conjunto, los principales resultados se resumen como sigue<sup>20</sup>:

- El rendimiento educativo de España en matemáticas está por debajo de la media, con una puntuación media de 484 puntos, y se sitúa entre los puestos 31 y 36 de los 65 países y economías que participaron en la evaluación PISA 2012.
- Alrededor del 24% de los alumnos españoles están rezagados en matemáticas, lo cual significa que, como mucho, pueden extraer la información relevante de una única fuente y utilizar algoritmos, fórmulas y procedimientos o convenciones básicos para resolver problemas que incluyan números enteros. Esta proporción es similar a la media de la OCDE (23%) y no ha cambiado significativamente desde el año 2003 (23%).

---

20 OCDE (2012). *Programa para la Evaluación Internacional de Alumnos (PISA) PISA 2012- Resultados. España*. Disponible en <http://www.mecd.gob.es/dctm/inee/internacional/pisa2012/nota-pais-esp-ocde-pisa-2012.pdf?documentId=0901e72b8178650d>

- Alrededor del 8% de los alumnos obtiene un rendimiento excelente en matemáticas, lo cual significa que pueden desarrollar y emplear modelos para situaciones complejas y trabajar de una forma estratégica utilizando habilidades de pensamiento y razonamiento amplias y bien desarrolladas. Esta proporción está por debajo de la media de la OCDE (13%) y no ha cambiado significativamente desde 2003 (7,9%).

Respecto a la disposición y motivación de los alumnos y su influencia en el rendimiento en esta área, los datos muestran que su implicación con el centro educativo, el compromiso con su propio aprendizaje, su interés, el concepto positivo acerca de sus propias posibilidades y la utilización de determinadas estrategias de aprendizaje (como las de control y las de elaboración) están relacionados de forma positiva con el rendimiento en matemáticas. Los datos también ponen de manifiesto el notable impacto del nivel socioeconómico y cultural de las familias en la variabilidad de los resultados entre los alumnos, con independencia del centro escolar y del resto de factores considerados. Todo ello puede resultar de gran interés a la hora de considerar estrategias específicas en el diseño de los programas de educación financiera en la escuela.

## 7 Conclusiones

Como señala la OCDE, la cultura financiera es importante para la estabilidad económica y financiera por un elevado número de razones. Los consumidores con educación financiera pueden tomar decisiones más informadas y demandar una calidad de servicios más alta, lo que incrementa la competencia y la innovación en los mercados. Además, es más fácil que no reaccionen de forma imprevisible, más improbable que presenten reclamaciones infundadas y más probable que den los pasos adecuados para gestionar el riesgo. Todos estos factores llevarán a un sector de servicios financieros más eficiente y a unos requerimientos supervisores y reguladores menos costosos<sup>21</sup>.

Para conseguir estos objetivos, hay que comenzar a educar financieramente a los ciudadanos en su juventud, a través de la escuela. Así lo recomiendan los principales organismos e instituciones internacionales, y así lo sugieren estudios empíricos llevados a cabo en varios países y en distintos ámbitos financieros, que relacionan de forma positiva los niveles de bienestar económico y la calidad de la gestión financiera personal con una exposición temprana a algún tipo de educación financiera.

Muchos gobiernos apuestan actualmente por la formación financiera de los jóvenes. En numerosos países se está impartiendo ya educación financiera en las escuelas e, incluso, en algunos de ellos esta materia está formalmente integrada en el currículo escolar. Tal integración puede realizarse bien mediante la creación de una asignatura independiente, bien incluyéndola en una asignatura preexistente o, de forma transversal, en varias asignaturas.

En España, la CNMV y el Banco de España tienen también como objetivo –dentro del Plan de Educación Financiera en el que trabajan conjuntamente desde 2008–

---

21 OCDE (2013) (*op.cit.*). Véase nota al pie 13.

promover la inclusión de la educación financiera en el currículo escolar. Se trata, por tanto, de ir más allá de una introducción voluntaria de esta materia en las actividades didácticas de los centros de enseñanza. Debe señalarse que la receptividad a esta iniciativa de las autoridades educativas y, en el sector de la enseñanza concertada y privada, de las asociaciones relevantes de centros de enseñanza ha sido muy positiva. Ejemplos de ello son el Programa Piloto de Educación financiera que se realizó en el curso 2011-2012 y completado en el curso 2012-2013, mucho más ambicioso en cuanto al número de alumnos y centros escolares implicados y a los criterios de evaluación aplicados, cuyos resultados se han comentado en este artículo.

Los resultados de la prueba de evaluación PISA, centrada específicamente en el ámbito de la educación financiera y cuyos resultados se harán públicos en junio de 2014, nos darán pistas sobre el camino que debemos seguir y las iniciativas que debemos llevar a cabo para ayudar a los jóvenes a mejorar sus conocimientos, habilidades, comportamientos, valores y aptitudes de modo que les permitan tomar decisiones financieras informadas y sensatas a lo largo de su vida.

### III Novedades regulatorias



# 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

Sonia Vadillo Cortázar (\*)

(\*) Sonia Vadillo Cortázar pertenece a la Dirección de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.



# 1 Introducción

En la cumbre del G20 de noviembre de 2008, sus líderes concluyeron que un sistema financiero estable y seguro requería que todos los actores con un papel relevante en los mercados financieros estuvieran sujetos a una regulación y supervisión adecuadas que fomentaran la protección de los inversores, así como la estabilidad del sistema financiero. En particular, se señaló la necesidad de regular y supervisar la actividad de los gestores de fondos de inversión alternativos, que gestionan un volumen significativo de activos a escala internacional y, como consecuencia de ello, pueden ejercer una influencia considerable en los mercados, difundiendo o amplificando sus riesgos.

La Unión Europea acogió a través de una iniciativa legislativa la recomendación del G20 de supervisar a los gestores de fondos de inversión alternativos. Así, tras un largo proceso de negociación, el 1 de julio de 2011 se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea 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 (en adelante, la Directiva o DGFIA).

La Directiva, que entró en vigor el 22 de julio de 2011, se complementa con normativa comunitaria de desarrollo, entre la que destaca el Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, (en adelante, el Reglamento)<sup>1</sup>, y con directrices y recomendaciones emitidas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority, ESMA)<sup>2</sup>.

Se fijó como fecha límite para su incorporación al derecho interno de los Estados Miembros de la Unión Europea el 22 de julio de 2013<sup>3</sup> y, hasta el momento, la mayor parte de ellos han dado cumplimiento a dicha previsión. En España está pendiente la aprobación de las leyes que transpongan a nuestro ordenamiento jurídico la citada Directiva<sup>4</sup>.

---

1 Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión. A este reglamento hay que sumar otras dos normas de desarrollo: el Reglamento de Ejecución (UE) nº 447/2013 de la Comisión, de 15 de mayo de 2013, por el que se establece el procedimiento aplicable a los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, y el Reglamento de Ejecución (UE) nº 448/2013 de la Comisión, de 15 de mayo de 2013, por el que se establece el procedimiento para determinar el Estado Miembro de referencia de un GFIA de fuera de la Unión Europea conforme a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

2 Véase el anexo para mayor detalle.

3 Artículo 66 de la Directiva.

4 El 16 de mayo de 2013 la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera dio a conocer a través de la página web del Tesoro el Anteproyecto de Ley por la que se regulan las entidades de capital-riesgo y

La finalidad de la Directiva es establecer en la Unión Europea un mercado interior para la gestión de fondos de inversión alternativos, además de un marco armonizado y riguroso de regulación y supervisión de las actividades de los gestores de los mismos.

Los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA) son las personas jurídicas que gestionan cualquier organismo de inversión colectiva que no requiera autorización de conformidad con la Directiva UCITS (Undertakings of Collective Investment in Transferable Securities)<sup>5</sup>, lo que engloba fondos y sociedades de inversión libres e inmobiliarios, así como entidades de capital riesgo, entre otros. Se pretende con ello regular la gestión de todos los organismos de inversión no incluidos en el ámbito de la Directiva UCITS, con el fin de disponer de información y evaluar su contribución potencial al riesgo sistémico, además de desarrollar un régimen de pasaporte para el sector, basado en el reconocimiento mutuo, que permita la comercialización de vehículos de inversión alternativa en toda la Unión Europea.

Aunque la Directiva sigue básicamente los principios recogidos en la Directiva UCITS, contiene requisitos más exigentes que afectan no solo a los gestores, sino también a los depositarios y a los valoradores externos. Asimismo, contiene algunas previsiones que impactan en la gestión de los fondos de inversión alternativos, como son las relativas al apalancamiento o la gestión de la liquidez y de las carteras.

El presente artículo analiza las principales novedades de la Directiva. En concreto, la sección segunda delimita las entidades incluidas en su ámbito de aplicación, las funciones que desempeñan y los vehículos que gestionan; la sección tercera describe el régimen de autorización y sus excepciones; la sección cuarta analiza los requerimientos operativos y organizativos de las entidades que gestionan fondos de inversión alternativos; en la sección quinta se detallan las condiciones necesarias para la delegación en terceros del ejercicio de algunas de sus funciones; la sección sexta se centra en los principios aplicables al depositario; la sección séptima hace referencia a la información que los gestores de los fondos de inversión alternativos deben facilitar tanto a los inversores como a las autoridades competentes; la sección octava describe el régimen transfronterizo y el pasaporte en el ámbito de la Unión Europea; por último, la sección novena recoge las conclusiones. Por su interés, se añade un anexo en el que se describe, de forma resumida, el contenido de la principal norma de desarrollo de la Directiva: el Reglamento Delegado (UE) n.º 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012.

---

otras sociedades de inversión y sus sociedades gestoras y el Anteproyecto de modificación de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en materia del régimen aplicable a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva autorizadas conforme a la Directiva 2011/61/UE, con objeto de someterlas a un proceso de Audiencia Pública hasta el 3 de junio de 2013.

- 5 Directiva 2009/65/UE 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).

## 2 Ámbito de aplicación

Se incluyen en el ámbito de aplicación de la Directiva todas las entidades que gestionen uno o varios fondos de inversión alternativos (FIA) como actividad habitual, independientemente de que estos sean de tipo abierto<sup>6</sup> o cerrado, de su forma jurídica y de que coticen o no, siempre que capten capital de diversos inversores con vistas a invertirlo en beneficio de estos últimos, de acuerdo con una política de inversión definida.

Corresponde a dichas entidades –a las que la Directiva se refiere como «gestores de fondos de inversión alternativos» (GFIA)–, garantizar el cumplimiento de esta norma. Cada fondo de inversión alternativo deberá nombrar un único gestor, que podrá ser un gestor externo o bien el propio FIA (vehículos autogestionados), siempre que su forma jurídica permita una gestión interna y lo acuerde el órgano de gobierno<sup>7</sup>.

La gestión de fondos de inversión alternativos, tal como se contempla en la Directiva, consiste en la gestión de las inversiones de uno o varios FIA, lo que comprende tanto la gestión de las carteras como la de los riesgos asociados a los FIA. Los GFIA externos pueden desempeñar también funciones de administración y comercialización<sup>8</sup> de los FIA y otras actividades relacionadas con los activos de estos. Asimismo, al igual que las sociedades gestoras de las UCITS, los GFIA pueden prestar algunos servicios de inversión (gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión, custodia y administración de participaciones en organismos de inversión colectiva y recepción y transmisión de órdenes en relación con instrumentos financieros), siempre que estén autorizados para ello<sup>9</sup>.

Sin perjuicio de las exenciones y restricciones previstas en la Directiva que se analizarán más adelante, esta norma es aplicable tanto a los GFIA constituidos en la Unión Europea que gestionen uno o varios FIA como a los GFIA constituidos fuera de la Unión Europea que gestionen uno o varios FIA de la Unión Europea o que comercialicen FIA en este territorio.

Debido a la diversidad de tipos de FIA que se gestionan en la Unión Europea y a la variedad de la estructura y composición de sus carteras, los FIA no son objeto de regulación por parte de la Directiva, sino que serán, en su caso, regulados y supervisados a nivel nacional.

---

6 En el último borrador de normas técnicas de ESMA sobre tipos de GFIA, se define un FIA abierto como aquel cuyas acciones o participaciones pueden, a solicitud de sus accionistas o partícipes, ser recompradas o reembolsadas antes de su liquidación, directa o indirectamente con cargo a los activos del FIA, de acuerdo con los procedimientos y frecuencia establecidos en sus estatutos o escritura de constitución, folleto o documentos de oferta.

7 La Directiva utiliza el término GFIA para referirse tanto a los gestores externos como a los FIA autogestionados. En el presente trabajo se utilizará esta misma convención, salvo que se indique lo contrario.

8 Según la definición de la Directiva, comercialización es toda oferta o colocación directa o indirecta, por iniciativa del GFIA o en su nombre, de acciones o participaciones de un FIA gestionado por él a inversores domiciliados en la Unión Europea.

9 A este respecto, el artículo 7 de la Directiva UCITS establece que las sociedades gestoras podrán ser autorizadas para, además de la actividad de gestión de vehículos UCITS, la prestación de servicios de gestión de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión y custodia y administración de participaciones en organismos de inversión colectiva.

A este respecto, la Directiva utiliza una definición amplia de fondos alternativos o FIA<sup>10</sup>. La definición pretende englobar cualquier institución de inversión colectiva que no esté calificada como UCITS y se completa con una lista no cerrada de entidades excluidas del ámbito de aplicación de la Directiva, que comprende las sociedades de cartera, los fondos de pensiones, las instituciones supranacionales, los bancos centrales nacionales, los gobiernos y organismos nacionales, regionales y locales, los regímenes de participación o de ahorro de los trabajadores y los vehículos de finalidad especial de titulización.

Dada la complejidad de los FIA, su comercialización entre inversores particulares será objeto de regulación en cada Estado Miembro de la Unión Europea, quien podrá permitir la comercialización en su territorio de todos o algunos tipos de FIA y establecer requisitos más estrictos que los previstos para su comercialización entre inversores profesionales.

### 3 Régimen de autorización

A partir del 22 de julio de 2013, para gestionar un FIA en la Unión Europea es preciso que los gestores de la Unión Europea obtengan una autorización de las autoridades competentes de su Estado Miembro de origen<sup>11</sup>. Para ello deberán acreditar, entre otros requisitos, que disponen de capital inicial y fondos propios suficientes<sup>12</sup> y que los riesgos derivados de sus actividades están adecuadamente cubiertos, bien mediante fondos propios adicionales, bien mediante un seguro de responsabilidad profesional<sup>13</sup>.

Los GFIA que ya desarrollaran sus actividades antes del 22 de julio de 2013 deberán adoptar todas las medidas necesarias para cumplir con lo dispuesto en la Directiva y, en su caso, presentarán su solicitud de autorización en el plazo de un año desde esa fecha<sup>14</sup>.

---

10 Las Directrices de ESMA sobre conceptos fundamentales de la DGfIA (ESMA/2013/611) desarrollan los conceptos que engloba la definición de FIA.

11 De conformidad con el artículo 4, apartado 1.q) de la Directiva, «Estado Miembro de origen de un GFIA»: el Estado Miembro en el que el GFIA tenga su domicilio social; por lo que se refiere a los GFIA de fuera de la Unión Europea, todas las referencias al «Estado Miembro de origen del GFIA» en la Directiva se entenderán como el «Estado Miembro de referencia».

12 La Directiva regula en su artículo 9 los requisitos relativos al capital inicial que deberá ser de al menos 300.000 euros para FIA gestionados por un gestor interno y de al menos 125.000 euros para los GFIA externos. Se exigirán fondos propios adicionales en caso de que el valor de las carteras de los FIA gestionados exceda de 250 millones de euros.

13 Los requisitos referentes a los fondos propios adicionales y al seguro de responsabilidad civil profesional son objeto de desarrollo en la sección 3 del Reglamento Delegado (UE) n° 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012.

14 Los GFIA que ya gestionaran FIA cerrados antes del 22 de julio de 2013 y que no efectúen nuevas inversiones después de esa fecha, podrán seguir gestionando dichos FIA sin la autorización exigida. Los GFIA que gestionen FIA cerrados cuyo plazo de suscripción haya expirado antes de la entrada en vigor de la Directiva y estén constituidos por un plazo que expire como muy tarde tres años después del 22 de julio de 2013 podrán continuar gestionando dichos FIA sin cumplir con la Directiva, a excepción de su artículo 22 y, cuando proceda, de los artículos 26 al 30, o presentar una solicitud de autorización.

Adicionalmente se prevé un régimen más liviano en favor de los GFIA de menor tamaño, a los que no se somete al requisito de autorización ni a las obligaciones establecidas en la Directiva<sup>15</sup>. En este caso, únicamente deberán registrarse en sus Estados Miembros de origen y facilitar anualmente a sus autoridades competentes información sobre los instrumentos principales con los que realicen operaciones y sobre los riesgos y concentraciones más importantes de los FIA que gestionen<sup>16</sup>. No obstante, los GFIA que, pese a no estar obligados a solicitar autorización por no superar los límites antes citados, quieran beneficiarse de los derechos que otorga la Directiva –entre los que se incluye la posibilidad de disfrutar del régimen de pasaporte comunitario–, deberán cumplir con todos los requisitos de autorización y las obligaciones que se recogen en la Directiva.

## 4 Requisitos operativos y organizativos

La Directiva exige que los GFIA operen honestamente, con la competencia, el esmero y la diligencia debidos, y con lealtad, actuando en el mejor interés de los inversores y de la integridad de los mercados, y garantizando un trato equitativo a los inversores. Para ello es preciso que los GFIA dispongan de procedimientos y recursos adecuados para la gestión de los riesgos y la liquidez de los FIA a su cargo, así como para la adopción de medidas razonables en situaciones que puedan comportar conflictos de intereses y menoscabar los intereses de los FIA o de sus inversores.

Respecto a la gestión de riesgos, los gestores deberán instaurar sistemas de gestión adecuados, revisables al menos anualmente. Tales sistemas deberán incluir procesos de medición de los riesgos de las carteras de los FIA, entre ellos la realización de pruebas de esfuerzo (*stress tests*), y una política documentada en la que se fijarán los límites de los riesgos y, en particular, el nivel máximo de apalancamiento. Asimismo, la gestión de los riesgos deberá estar separada funcional y jerárquicamente de las unidades operativas, incluida la unidad que gestione las carteras de los FIA, y su remuneración deberá ser independiente de los resultados de dichas unidades operativas.

Los GFIA deberán utilizar también sistemas y procedimientos adecuados para la gestión de la liquidez que permitan, por un lado, controlar el riesgo de liquidez de los FIA gestionados y, por otro, garantizar que el perfil de liquidez de las inversiones se adecúa a la estrategia de inversión y a la política de reembolso previstas para cada FIA<sup>17</sup>.

Asimismo, los GFIA deberán disponer de procedimientos adecuados de valoración que aseguren el cálculo y la publicación, al menos una vez al año, del valor liquidativo de los FIA y del valor de sus activos. La valoración puede llevarse a cabo internamente o

---

15 Aplicable cuando el valor agregado de los activos de los FIA gestionados sea inferior a 100 millones de euros, o 500 millones de euros si gestionan únicamente FIA no apalancados y que no otorguen a los inversores derechos de reembolso durante un periodo de cinco años. Los aspectos técnicos relativos al cálculo del valor de los activos se detallan en el Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, anteriormente citado.

16 La Directiva permite, no obstante, que los Estados Miembros puedan imponer en su territorio normas más estrictas a los GFIA que gestionen activos situados por debajo de los umbrales.

17 La Directiva (artículo 16) y el Reglamento (artículos 46 al 49) desarrollan en detalle la gestión de la liquidez.

encargarse a un valorador externo, pero, en todo caso, el GFIA será el responsable de la misma. Para la valoración interna es preciso que se trate de una función independiente de la gestión de las carteras y que se adopten las medidas necesarias para atenuar los conflictos de intereses. Si se nombra un valorador externo, este no podrá ser el depositario (salvo que se gestionen adecuadamente los potenciales conflictos de intereses), deberá estar inscrito en un registro y aportar garantías profesionales suficientes.

Con el fin de evitar prácticas inadecuadas, el capítulo relativo a las remuneraciones es objeto de una detallada regulación<sup>18</sup> que recoge la obligación de establecer y mantener, para aquellos empleados cuyas actividades tengan una incidencia significativa en el perfil de riesgo de los FIA, políticas y prácticas remunerativas adecuadas a una gestión eficaz y responsable del riesgo<sup>19</sup>, y de las que deberán informar en su solicitud de autorización.

## 5 Delegación de funciones

Los GFIA podrán delegar alguna de sus funciones, siempre que con ello no se vea afectada su responsabilidad y en ningún caso lleve al extremo de que se conviertan en una entidad ficticia (*letter-box entity*)<sup>20</sup>. Para ello, deberán informar previamente a las autoridades competentes de su Estado Miembro de origen y solo será posible la delegación si se puede justificar con razones objetivas y no impide la supervisión efectiva de los GFIA<sup>21</sup>.

La selección de la entidad delegada debe basarse en un proceso previo de valoración (*due diligence*), que asegure que cuenta con recursos suficientes y que su personal goza de la honorabilidad y la experiencia necesarias para llevar a cabo las actividades delegadas. La delegación se plasmará en un acuerdo escrito que recoja de forma clara los derechos y obligaciones de las partes.

Para la delegación de las funciones principales, esto es, de la gestión de las carteras o de la gestión de los riesgos de los FIA, se prevén requisitos más exigentes y solo

---

18 En el artículo 13 y en el anexo II de la Directiva y en las Directrices sobre políticas remunerativas de ESMA, de 3 de julio de 2013 (ESMA/2013/232).

19 Como se señala en la Recomendación de la Comisión de las Comunidades Europeas (2009/384/CE) sobre las políticas de remuneración en el sector de los servicios financieros, las inadecuadas prácticas de remuneración han favorecido la asunción de riesgos excesivos y contribuido a recompensar los beneficios a corto plazo.

20 El Reglamento Delegado (UE) n° 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, define cuatro situaciones en las que se considera que un GFIA constituye una entidad ficticia, que son: (i) no dispone de los conocimientos técnicos y recursos necesarios, (ii) no tiene poder para adoptar decisiones en ámbitos fundamentales, (iii) ha perdido sus derechos contractuales de investigación, inspección o acceso a la información respecto a sus delegados y iv) cuando delegue el desempeño de las funciones de gestión de inversiones hasta tal punto que las funciones delegadas superen con diferencia sustancial las funciones de gestión de inversiones desempeñadas por el propio GFIA. Para valorar cuándo se producen las situaciones descritas, se recoge una serie de criterios cualitativos.

21 El Reglamento de diciembre de 2012 proporciona algunos criterios para evaluar dichas razones objetivas, como son el ahorro de costes, la optimización de funciones o los conocimientos técnicos y la facilidad de acceso a medios de negociación internacional del delegado.

será posible en entidades autorizadas o registradas para gestionar activos o con la aprobación previa de las autoridades competentes del GFIA. Si la entidad está situada en un tercer país, no miembro de la Unión Europea, es preciso además que existan acuerdos de cooperación entre las autoridades supervisoras de dicha entidad y las autoridades competentes del Estado de origen del GFIA.

No será posible la delegación de las funciones principales en el depositario o en ninguna otra entidad cuyos intereses puedan entrar en conflicto con los del GFIA o los de los inversores de los FIA, a menos que se haya separado funcional y jerárquicamente el desempeño de esas funciones de otras potencialmente conflictivas, y que los posibles conflictos de intereses estén debidamente identificados, gestionados, controlados y sean comunicados a los inversores de los FIA.

## 6 Depositario

Entre las principales novedades de la Directiva cabe destacar la obligación de nombrar un depositario para cada FIA, que será responsable del seguimiento de los flujos de tesorería, la custodia de los activos del FIA y la supervisión o vigilancia de los procesos y procedimientos del GFIA y del FIA<sup>22</sup>.

Podrán ser depositarios las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y otras instituciones que puedan actuar como depositarios en el ámbito de la Directiva UCITS. Adicionalmente, los Estados Miembros podrán autorizar a otras entidades depositarias para ciertos supuestos, siempre que ejerzan funciones de depositaria en el marco de sus actividades profesionales o empresariales, estén inscritas en un registro profesional y aporten garantías financieras y profesionales suficientes<sup>23</sup>. No podrán actuar como depositarios ni el GFIA ni el intermediario principal (*prime broker*) que actúe como contraparte del FIA, salvo con los requisitos previstos en la Directiva.

El depositario deberá tener su domicilio social en el Estado de origen del FIA o, si se trata de un FIA de fuera de la Unión Europea, en el tercer país en el que esté establecido el FIA, en el Estado de origen del GFIA o en su Estado Miembro de referencia<sup>24</sup>.

En cuanto a sus obligaciones, el depositario deberá actuar con honradez, equidad, profesionalidad e independencia y en interés del FIA y de sus inversores. La Directiva le impone un estricto régimen de responsabilidad por la pérdida de los instrumentos financieros bajo custodia y por las pérdidas ocasionadas por incumplimiento

---

22 A este respecto conviene señalar que en nuestro país la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras, vigente en la actualidad, no recoge esta obligación.

23 Aplicable a los FIA sin derechos de reembolso durante los cinco años siguientes a la fecha de las primeras inversiones, que no inviertan en activos que se deban tener en custodia, o que inviertan en sociedades cotizadas o sociedades no cotizadas con el fin de adquirir el control.

24 Véase el Reglamento de Ejecución (UE) nº 448/2013 de la Comisión de, 15 de mayo de 2013, por el que se establece el procedimiento para determinar el Estado Miembro de referencia de un GFIA de fuera de la Unión Europea, conforme a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

intencionado o por negligencia de sus obligaciones. Así, en caso de pérdida de instrumentos financieros custodiados por él mismo o por un tercero, el depositario está obligado a devolver un instrumento del mismo tipo o el equivalente en efectivo, salvo que pueda probar que la pérdida se ha producido como resultado de un acontecimiento externo inevitable.

## 7 Requisitos de transparencia

Los GFIA que gestionen FIA de la Unión Europea o comercialicen FIA en la Unión Europea están sujetos a obligaciones de información significativas referidas al contenido del informe anual y al de la información a los inversores y a las autoridades competentes<sup>25</sup>.

La Directiva establece que deberán elaborar un informe anual para cada FIA, que se facilitará a las autoridades competentes del Estado de origen del GFIA, a las del FIA y a los inversores que lo soliciten. Este informe contendrá, como mínimo, los datos contables y su informe de auditoría, las actividades del ejercicio, los cambios materiales en la información facilitada a los inversores con carácter previo a su inversión en un FIA y la remuneración de los altos cargos y empleados del GFIA.

Asimismo deberán poner a disposición de los inversores, con anterioridad a su inversión en un FIA, información detallada relativa, entre otros, a la estrategia y objetivos de inversión del FIA, las funciones delegadas, los procedimientos de valoración, la gestión del riesgo de liquidez, los gastos, cargas o comisiones soportados y, si están disponibles, el último informe anual, el valor liquidativo y la rentabilidad histórica del FIA. Adicionalmente, deberán informar periódicamente a los inversores sobre la gestión de los riesgos, de la liquidez y sobre el apalancamiento empleado por el FIA.

Por otro lado, los GFIA tienen la obligación de remitir periódicamente a sus autoridades competentes información que facilite la identificación, valoración, seguimiento y gestión efectiva de los riesgos sistémicos. Para ello deberán comunicar cuáles son los principales mercados en los que operan y los instrumentos negociados, así como las exposiciones y concentraciones más importantes de cada FIA. Detallarán además, para cada FIA, las categorías de activos en los que inviertan, las medidas adoptadas para la gestión de la liquidez, el perfil de riesgo, los sistemas de gestión de riesgos, los resultados de las pruebas de esfuerzo<sup>26</sup> y el nivel de apalancamiento. Por último, los GFIA que gestionen FIA apalancados y los FIA que adquieran el control de sociedades no cotizadas y de sociedades cotizadas deberán facilitar información adicional.

---

25 El Reglamento desarrolla el contenido y periodicidad de la información y se completa con las Directrices de ESMA, de 24 de mayo de 2013, sobre obligaciones de información de acuerdo con el artículo 3 y artículo 24 de la DGFIA (ESMA/2013/592), en las que se contienen los principios sobre el régimen transitorio, los plazos de envío, los cambios en la periodicidad de la información y las obligaciones relativas a ciertos tipos de FIA, como aquellos que utilicen apalancamiento de un modo sustancial.

26 De conformidad con lo previsto en el artículo 15, apartado 3, letra b) de la Directiva, el GFIA deberá garantizar que se pueden determinar, medir, gestionar y controlar correcta y permanentemente los riesgos asociados a cada posición de inversión del FIA y su efecto global en la cartera del FIA, en particular aplicando pruebas apropiadas de esfuerzo.

## 8 Régimen transfronterizo y pasaporte

Una de las consecuencias más significativas de la entrada en vigor de la Directiva es la creación de un mercado único para la gestión y comercialización de fondos alternativos entre inversores profesionales en la Unión Europea. El nuevo régimen se basa en que una única autorización otorgada a un GFIA europeo en su Estado Miembro de origen le permite gestionar FIA establecidos en cualquier Estado Miembro y comercializar en la Unión Europea dichos FIA entre inversores profesionales<sup>27</sup>.

La Directiva contiene además la previsión de que, a partir de 2015, los GFIA podrán tener su domicilio dentro o fuera de la Unión Europea, siempre que estén autorizados por las autoridades competentes de un Estado Miembro de referencia de la Unión Europea<sup>28</sup>.

El régimen de pasaporte armonizado aplicable a los gestores de terceros países en la Unión Europea, así como a los gestores de la Unión Europea que realicen sus actividades fuera del territorio de esta, solo sería aplicable a partir de 2015, siempre que la revisión del funcionamiento del pasaporte europeo por parte de ESMA sea favorable y una vez que entre en vigor un acto delegado de la Comisión en este sentido<sup>29</sup>. Para ello se requiere además que existan acuerdos de cooperación<sup>30</sup> y de intercambio de información fiscal entre las autoridades competentes de los Estados Miembros de la Unión Europea y las autoridades supervisoras de los terceros países y que los terceros países no figuren en la lista del Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI)<sup>31</sup>.

A continuación se analiza el régimen de pasaporte europeo y el régimen de gestión y comercialización transfronteriza contemplados por la Directiva.

---

27 El régimen de pasaporte previsto en la Directiva UCITS establece también que las sociedades gestoras autorizadas en su Estado Miembro de origen podrán prestar, en toda la Unión Europea, los servicios para los cuales hayan recibido autorización, ya sea mediante el establecimiento de sucursales o en régimen de libre prestación de servicios.

28 El artículo 37 de la Directiva y el Reglamento de Ejecución (UE) n° 448/2013 de la Comisión, de 15 de mayo de 2013, recogen los criterios para determinar el Estado Miembro de referencia de un GFIA de fuera de la Unión Europea atendiendo, entre otros, al lugar de establecimiento del FIA o de la mayoría de los FIA gestionados o el Estado Miembro en el que se gestionen o se vayan a comercializar los FIA.

29 Antes del 22 de julio de 2015, ESMA dirigirá al Parlamento Europeo, al Consejo y a la Comisión: (i) un dictamen sobre el funcionamiento del pasaporte para los GFIA de la Unión Europea que gestionan y/o comercializan FIA de la Unión Europea de conformidad con los artículos 32 y 33, y sobre el funcionamiento de la comercialización de FIA de fuera de la Unión Europea por GFIA de la Unión Europea en los Estados Miembros y la gestión y/o comercialización de FIA en los Estados Miembros por parte de GFIA de fuera de la Unión Europea con arreglo a los regímenes nacionales aplicables según lo dispuesto en los artículos 36 y 42; y (ii) asesoramiento sobre la aplicación del pasaporte a la comercialización de FIA de fuera de la Unión Europea por GFIA de la Unión Europea en los Estados Miembros y la gestión y/o comercialización de FIA en los Estados Miembros por GFIA de fuera de la Unión Europea, de conformidad con las normas establecidas en los artículos 35 y 37 al 41. La Comisión adoptará un acto delegado en el plazo de tres meses –después de haber recibido un dictamen y recomendación positivos de ESMA y de tener en cuenta los criterios y los objetivos de la Directiva–, en el que especificará la fecha en la que las normas establecidas en los artículos 35 y 37 al 41 serán aplicables en los Estados Miembros.

30 ESMA está llevando las negociaciones para los acuerdos de cooperación con terceros países. Se pueden consultar en su página web [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu) los acuerdos firmados hasta la fecha.

31 Grupo de Acción Financiera Internacional (GAFI) que publica una lista de países y territorios no cooperantes en la prevención del blanqueo de dinero y la financiación del terrorismo.

– Pasaporte para la gestión de fondos alternativos en la Unión Europea.

(i) Gestores de la Unión Europea.

Un GFIA de la Unión Europea autorizado de conformidad con la Directiva puede gestionar FIA establecidos en cualquier Estado de la Unión Europea, ya sea directamente o a través de una sucursal, siempre que haya sido autorizado para gestionar ese tipo de FIA, sin que las autoridades competentes del Estado de acogida<sup>32</sup> puedan imponer requisitos adicionales. Para ello es preciso que comunique a las autoridades de su Estado de origen el Estado en el que vaya a llevar a cabo la gestión y su programa de actividades. En el supuesto de que el GFIA vaya a establecer una sucursal, informará asimismo sobre su estructura organizativa, personas responsables y dirección en el Estado de origen del FIA donde se puede obtener documentación.

(ii) Gestores de países no miembros de la Unión Europea.

A partir del 22 de julio de 2015<sup>33</sup>, los gestores de terceros países podrán disfrutar de un pasaporte que les permitirá gestionar FIA de la Unión Europea, siempre que reciban autorización en un Estado Miembro de referencia de la Unión Europea y designen un representante legal en dicho Estado de referencia.

– Pasaporte para la comercialización de fondos alternativos en la Unión Europea.

(i) Gestores de la Unión Europea.

Desde el 22 de julio de 2013, los GFIA de la Unión Europea que hayan sido autorizados de conformidad con la Directiva pueden comercializar los FIA de la Unión Europea gestionados por ellos entre inversores profesionales en cualquier Estado Miembro, siempre que lo notifiquen previamente a sus autoridades competentes.

A partir del 22 de julio de 2015<sup>34</sup>, los GFIA de la Unión Europea que hayan sido autorizados podrán comercializar entre inversores profesionales en la Unión Europea los FIA de fuera de la Unión Europea que gestionen, siempre que lo notifiquen previamente a sus autoridades competentes.

(ii) Gestores de países no miembros de la Unión Europea.

A partir del 22 de julio de 2015<sup>35</sup>, los GFIA constituidos fuera de la Unión Europea que pretendan comercializar en el territorio de la Unión los FIA que gestionen, podrán hacerlo siempre que estén debidamente autorizados

---

32 De conformidad con el artículo 4, apartado 1, letra r), apartado ii), «Estado Miembro de acogida de un FIA»: un Estado Miembro, distinto del Estado Miembro de origen, en el que un GFIA de la Unión Europea gestione un FIA de la Unión Europea.

33 Véase la nota 29.

34 Véase la nota 29.

35 Véase la nota 29.

en un Estado Miembro de referencia, designen en este a un representante legal y remitan a sus autoridades competentes la información requerida.

- Regímenes nacionales de comercialización (*national private placement regimes*).

A fecha actual, el régimen de pasaporte de la Directiva solo permite a los GFIA de la Unión Europea gestionar y comercializar entre inversores profesionales, dentro del territorio de la misma, FIA de la Unión Europea. El pasaporte para los GFIA y los FIA constituidos fuera de la Unión Europea solo será posible, en su caso, a partir de julio de 2015<sup>36</sup>.

Hasta julio de 2015 la comercialización entre inversores profesionales de FIA de fuera de la Unión Europea gestionados por GFIA de la Unión Europea y de FIA gestionados por GFIA de fuera de la Unión Europea solo será posible bajo los regímenes nacionales de comercialización, siempre que estos contemplen dicha posibilidad. Así pues, será cada Estado Miembro el que regule, en su caso, las condiciones para la comercialización en su territorio<sup>37</sup>.

Desde el 22 de julio de 2015 hasta el 22 de julio de 2018 podría coexistir el régimen de pasaporte con los regímenes nacionales de comercialización<sup>38</sup>.

- Comercialización entre inversores particulares.

La Directiva solo prevé un régimen de pasaporte para la comercialización de los FIA entre inversores profesionales. No obstante, los Estados Miembros podrán permitir la comercialización de FIA entre inversores particulares sin pasaporte en su territorio y podrán imponer a los GFIA o a los FIA requisitos más estrictos que los previstos para la comercialización entre profesionales en su territorio.

A este respecto, el 22 de julio de 2014 los Estados Miembros deberán comunicar, en su caso, a la Comisión y a ESMA los tipos de FIA que se pueden comercializar entre inversores particulares en su territorio y los requisitos adicionales exigidos para ello.

- Otros regímenes de pasaporte en la Unión Europea.

Paralelamente a la Directiva analizada, las autoridades europeas adoptaron dos reglamentos por los que se creaban los fondos de capital riesgo europeos y los fondos de emprendimiento social europeos<sup>39</sup>. Estos reglamentos entraron en

---

36 Véase la nota 29.

37 Es preciso además que el GFIA cumpla algunos de los requisitos de la Directiva, que existan acuerdos de cooperación y de intercambio de información con los terceros países y que estos no figuren en la lista del GAFI.

38 En 2018, en su caso, previo dictamen y recomendación favorables de ESMA y teniendo en cuenta los criterios y objetivos de la Directiva, la Comisión adoptará un acto delegado en el que especificará la fecha en la que se tendrán que terminar los regímenes nacionales establecidos en los artículos 36 al 42 y en la que el régimen del pasaporte europeo se convertirá en el único aplicable y obligatorio en todos los Estados Miembros.

39 Reglamento (UE) nº 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de capital riesgo europeos y Reglamento (UE) nº 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.

vigor el 22 de julio de 2013. En virtud de los mismos, los gestores europeos que gestionen fondos de estas categorías por un importe inferior a 500 millones de euros podrán disfrutar de un pasaporte para su comercialización en la Unión Europea entre inversores profesionales y otros inversores que cumplan ciertas condiciones. El régimen es de carácter opcional y resulta menos exigente que el previsto por la Directiva.

## 9 Conclusiones

La Directiva relativa a los GFIA es una norma compleja y novedosa que introduce exigentes requisitos para la gestión de FIA en la Unión Europea. Como consecuencia de ello, es previsible que las entidades que los gestionan tengan que reconsiderar sus modelos y acometer cambios organizativos que les permitan hacer frente a las nuevas exigencias.

En este sentido, la delegación de funciones es una de las opciones a tener en cuenta, dado que la Directiva permite la externalización de algunas de las funciones de los GFIA, si bien bajo estrictas condiciones que aseguren que mantienen el núcleo de la actividad. Se pretende evitar con ello prácticas que tiendan a eludir el cumplimiento de la Directiva, por ejemplo, mediante la designación como GFIA de una entidad establecida en un tercer país, no sujeta a autorización en la Unión Europea, que realice la gestión efectiva de los FIA en el territorio y a través de entidades de la Unión Europea en las que delegue sus funciones.

También se ha apuntado la posibilidad de que la Directiva podría favorecer la localización de los GFIA en determinados Estados Miembros, desde donde podrían comercializarse en el resto de la Unión Europea todos los FIA gestionados, con la finalidad de concentrar recursos clave y experiencia y de aprovechar posibles economías de escala. Sin embargo, no están claras las ventajas, en su caso, de agrupar en una misma entidad tanto la gestión de los FIA como la gestión de vehículos UCITS, dado que se trata de modelos de negocio muy diferentes.

Desde el punto de vista de los inversores, las nuevas exigencias en materia de transparencia, restricciones sobre las inversiones y control de riesgos pueden favorecer la captación de clientes que muestren preferencia por productos y gestores regulados.

No obstante, serán las entidades las que deban analizar sus estructuras a la vista de los nuevos requerimientos con el fin de adaptarse a ellos, al tiempo que aprovechan las nuevas oportunidades de negocio que puedan surgir, teniendo en cuenta que el pasaporte europeo va a facilitar el acceso a todos los mercados de la Unión Europea.

Por último, conviene recordar que, desde el 22 de julio de 2013, los GFIA que operasen antes de esa fecha deben cumplir con lo dispuesto en la Directiva y disponen de un año para solicitar su autorización. No obstante, hasta la fecha parece que en la mayor parte de los Estados Miembros las entidades se encuentran en una situación de expectativa y es probable que las autorizaciones de los GFIA existentes se concentren en el primer semestre de 2014.

## Anexo

### Normativa de desarrollo: el Reglamento Delegado (UE) 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012

Como se ha indicado, la DGFIA está acompañada de tres reglamentos que la desarrollan, así como de diversas directrices y recomendaciones emitidas por ESMA. Todo ello se detalla en el cuadro adjunto, en el que se incluyen también otros textos de interés en relación con la Directiva dados a conocer por la Comisión Europea y ESMA.

---

#### Normativa de desarrollo y otras referencias de interés relativas a la DGFIA

CUADRO A.1

---

Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, en lo referente a las exenciones, las condiciones generales de ejercicio de la actividad, los depositarios, el apalancamiento, la transparencia y la supervisión.

---

Reglamento de Ejecución (UE) nº 447/2013 de la Comisión, de 15 de mayo de 2013 por el que se establece el procedimiento aplicable a los GFIA que opten por acogerse a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

---

Reglamento de Ejecución (UE) nº 448/2013 de la Comisión, de 15 de mayo de 2013, por el que se establece el procedimiento para determinar el Estado Miembro de referencia de un GFIA de fuera de la Unión Europea, conforme a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

---

Preguntas y respuestas de la Comisión Europea. Disponibles en <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm>.

---

Directrices sobre las políticas remunerativas adecuadas con arreglo a la DGFIA (ESMA/2013/232).

---

Directrices sobre conceptos fundamentales de la DGFIA (ESMA/2013/611).

---

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 (ESMA/2013/998).

---

Opinión de ESMA sobre cuestiones prácticas relativas a la transposición tardía de la Directiva (ESMA/2013/1072).

En ella se recoge que los GFIA autorizados establecidos en un Estado Miembro que haya transpuesto la Directiva deberían poder gestionar FIA con el pasaporte en un Estado Miembro que no la haya transpuesto. Asimismo, los GFIA autorizados podrán comercializar FIA en otros Estados Miembros, aunque los Estados de acogida de los FIA no hayan transpuesto la Directiva.

---

Borrador de Normas Técnicas sobre los tipos de GFIA (ESMA/2013/413).

En el mismo se definen los GFIA que gestionan FIA de tipo abierto y FIA de tipo cerrado.

---

Borrador de Directrices de ESMA sobre las obligaciones de información de los artículos 3 y 24 de la Directiva (ESMA/2013/592).

---

De los tres reglamentos que desarrollan la Directiva, el de mayor importancia es el Reglamento Delegado (UE) nº 231/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012. En este se desarrollan los aspectos relativos al cálculo del umbral de los activos gestionados por los GFIA; al apalancamiento; a las condiciones de ejercicio de la actividad de los GFIA, incluidas la gestión del riesgo y de la liquidez; a la valoración; a la delegación de funciones; a los depositarios de los FIA; a los requisitos sobre transparencia; y, por último, a los acuerdos de cooperación e intercambio de información con terceros países.

En primer lugar, el Reglamento especifica el procedimiento y la frecuencia de cálculo del valor total de los activos gestionados por los GFIA, así como la información

que deben facilitar a las autoridades competentes los GFIA situados por debajo de los umbrales que se acojan al régimen menos estricto previsto en la Directiva.

Asimismo detalla los riesgos potenciales de responsabilidad profesional derivados de las actividades de los GFIA, así como la cobertura de los mismos con fondos propios adicionales o mediante un seguro de responsabilidad civil.

Por otro lado, el Reglamento define los dos métodos previstos para el cálculo del apalancamiento (método bruto y método del compromiso), el criterio para determinar cuándo se considera que un FIA recurre al apalancamiento de forma sustancial y en qué circunstancias las autoridades competentes pueden imponer límites a dicho apalancamiento u otras restricciones a los GFIA.

En consonancia con lo previsto para los gestores de UCITS, el Reglamento desarrolla los principios operativos y organizativos generales de los GFIA y de quienes dirijan de manera efectiva su actividad. Se detallan los criterios que permitan evaluar si actúan honestamente, con lealtad, con la competencia debida, en el mejor interés de los FIA gestionados o de sus inversores, si emplean el personal suficiente y operan con la diligencia debida en la selección y seguimiento de las inversiones y en la designación del intermediario principal o contraparte y, por último, si garantizan el trato equitativo de los inversores, en particular en cuanto a los incentivos y a la tramitación de órdenes. Asimismo, se concretan las situaciones en las que pudieran surgir conflictos de intereses, el contenido de la política que los GFIA deben establecer y aplicar en dicha materia y los procedimientos y medidas que hayan de adoptar con objeto de impedir, gestionar, controlar y, en su caso, comunicar esos conflictos.

Por otra parte, uno de los componentes esenciales de un sistema de gestión de los riesgos es la existencia de una función permanente de gestión del riesgo, por lo que el Reglamento especifica las tareas y responsabilidades asignadas a la misma –que deben ser similares a las previstas en la Directiva UCITS–, así como el contenido de la política de gestión del riesgo. En esta última se incluirán los límites de riesgo fijados, las técnicas y mecanismos empleados para la identificación, medición y control de los riesgos (incluido el riesgo de liquidez) y las garantías previstas para evitar los conflictos de intereses.

Adicionalmente, se desarrollan los requisitos que deben satisfacer tanto los GFIA que asuman exposiciones en titulaciones como las entidades que actúen como originadoras, patrocinadoras o acreedoras iniciales de dichas titulaciones, en línea con lo dispuesto en la Directiva 2006/48/CE<sup>40</sup>.

Dado que los criterios de valoración varían según los países y las clases de activos, el Reglamento concreta el contenido de las políticas y procedimientos de valoración de los activos de los FIA, que deberán contener las obligaciones, funciones y responsabilidades de cuantos intervienen en la valoración, así como los modelos empleados. Asimismo, se especifican la frecuencia de cálculo del valor liquidativo de los FIA y de la valoración de los activos de los FIA de tipo abierto, además de las garantías profesionales exigibles a los valoradores externos.

---

40 Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

La delegación de funciones solo es posible con estrictas limitaciones, por lo que el Reglamento recoge sus principios generales junto con los criterios para valorar, entre otros aspectos, si la estructura de delegación se basa en razones objetivas, si no impide la supervisión efectiva del GFIA, si la delegación no entra en conflicto con los intereses del GFIA o de los inversores de los FIA y, por último, si no conduce a una situación en la que el GFIA constituye una entidad ficticia.

Por lo que respecta al depositario, se detallan las estipulaciones que deben figurar en el contrato escrito en el que se formalice su nombramiento, las funciones y obligaciones del depositario y, en su caso, del tercero en el que delegue alguna de sus funciones, las situaciones de pérdida de instrumentos financieros, las condiciones para la exención de responsabilidad y, por último, los criterios para evaluar la existencia de regulación y supervisión prudenciales de los depositarios de terceros países.

En cuanto a las obligaciones de transparencia, el Reglamento precisa el contenido y formato tanto del informe anual como de la información periódica que los GFIA deben facilitar a los inversores y a las autoridades competentes.

Por último, el Reglamento determina los requisitos de los acuerdos de cooperación con terceros países y los mecanismos, instrumentos y procedimientos previstos para el intercambio de información y la protección de datos.



## **IV Anexo legislativo**



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

## Normativa nacional

- **Circular 6/2013, de 25 de septiembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los Fondos de Activos Bancarios.

Esta Circular 6/2013 se dicta de acuerdo con las habilitaciones contenidas en el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos, para el desarrollo del mismo. Así, se faculta a la CNMV para recabar de los Fondos de Activos Bancarios (FAB) la información adicional que estime necesaria para el ejercicio de sus competencias, para determinar la forma y el contenido para la remisión de determinada información, para establecer obligaciones de información en el informe anual del FAB y para determinar las especialidades aplicables a los FAB, respecto a la normativa contable del Código de Comercio y del Plan General de Contabilidad (PGC), en la elaboración de las cuentas anuales y de los informes contables.

Con estos objetivos, en la circular se establecen los modelos de estados semestrales públicos que deben remitirse a la CNMV, los cuales incluyen, además de los estados financieros previstos por el PGC adaptados a la naturaleza de los FAB, determinados estados que incorporan desgloses adicionales sobre los activos y pasivos de los FAB, con el objetivo de proporcionar mayor transparencia e información a los inversores. Igualmente, se regula el plazo de remisión de estos estados semestrales.

En lo referente a las cuentas anuales, se recogen, igualmente, determinados desgloses de información mínima que incluir en la memoria, derivados de la propia naturaleza de los FAB y adicionales a los previstos en el PGC.

Además, la circular regula el informe de gestión que ha de incluirse en los informes anuales y semestrales y los modelos de información estadística trimestral a remitir por parte de las sociedades gestoras de los FAB.

En relación con las especialidades contables aplicables a los FAB referidas en el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, debe destacarse que la circular únicamente contempla aquellas transacciones y sucesos que, por sus características especiales, no quedan suficientemente regulados con las normas y principios contables previstos en el Código de Comercio y en el PGC.

- **Circular 7/2013, de 25 de septiembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra empresas que prestan servicios de inversión y de atención a consultas en el ámbito del mercado de valores.

Esta circular concreta, para el ámbito del mercado de valores, el procedimiento específico que la Ley 2/2011, de 4 de marzo, impuso para la atención de recla-

maciones, quejas y consultas, y que fue desarrollado con carácter general posteriormente en la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre.

Esta función es asumida en el seno de la CNMV por el Servicio de Reclamaciones, el cual, tal como impone esta norma, se organiza y funciona de conformidad con los principios de independencia, transparencia, contradicción, eficacia, legalidad, libertad y representación.

La circular distingue entre dos procedimientos: (i) el procedimiento de atención, trámite y resolución de reclamaciones y quejas presentadas contra entidades que prestan servicios de inversión y gestoras de instituciones de inversión colectiva (capítulo II); y (ii) el procedimiento en la tramitación y resolución de consultas (capítulo III).

Con relación al procedimiento de reclamaciones y quejas es importante destacar que solo está previsto que las puedan presentar los clientes minoristas o sus representantes, mediante formularios que se ajustarán a los modelos contenidos en los anexos 1 y 2 de la circular. Igualmente, es importante señalar que, tal como indica la norma decimocuarta de esta circular, los informes del Servicio de Reclamaciones no tienen carácter vinculante ni se trata de actos administrativos recurribles. En cualquier caso, si el informe final de la reclamación fuera desfavorable a la entidad reclamada, esta deberá comunicar expresamente, en el plazo de un mes desde la notificación del informe, la aceptación o no de los presupuestos y criterios manifestados en el mismo, así como aportar la justificación documental de haber rectificado su situación con el reclamante, en su caso. No obstante lo anterior, si la tramitación de los expedientes de reclamaciones revela datos que puedan constituir indicios de conductas sancionables —sobre todo si suponen un quebrantamiento grave o reiterado de normas de transparencia o protección a la clientela—, el Servicio de Reclamaciones lo comunicará al departamento competente para que este actúe oportunamente. Igualmente, si se encontrase con otra posible infracción, la cual estuviese fuera del ámbito de actuación de la CNMV, lo pondrá en conocimiento del organismo competente.

En cuanto a la presentación de consultas, estas deben ajustarse al formulario recogido en el anexo 3 de la circular.

- **Ley 14/2013, de 27 de septiembre**, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.

Esta ley tiene por objeto apoyar al emprendedor y la actividad empresarial, favorecer su desarrollo, crecimiento e internacionalización, al igual que fomentar tanto la cultura emprendedora como un entorno favorable a la actividad económica.

Para la consecución de este objetivo se modifican algunas disposiciones de la normativa del mercado de valores, entre las que cabe destacar las siguientes:

- En su **artículo 32** introduce en la letra l del artículo 2.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores las **cédulas y bonos de internacio-**

**nalización** como valores negociables. Se trata, en realidad, de valores de renta fija cuya especialidad consiste en que están garantizados con préstamos concedidos por la entidad emisora vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios o destinados a la internacionalización de empresas.

- Posteriormente, en su **artículo 34** precisa el contenido y las diferencias de las cédulas y bonos de internacionalización, al igual que señala las entidades de crédito que pueden emitirlos. De esta manera, las cédulas de internacionalización se caracterizan porque su capital e intereses están especialmente garantizados por todos los créditos y préstamos mencionados anteriormente, es decir, los vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes o servicios y a la internacionalización de empresas, siempre que cumplan con los requisitos marcados por la normativa y que en cada momento consten como activo en el balance de la entidad emisora (sin contar con los que estén afectados en la emisión de bonos de internacionalización), así como, si existen, por los activos de sustitución y por los flujos económicos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión. Una disposición derogatoria revoca su regulación anterior en el artículo 13 bis de la Ley 44/2002.

En cambio, el capital y los intereses de los bonos de internacionalización estarán especialmente garantizados por los mismos tipos de préstamos y créditos mencionados para las cédulas de internacionalización, siempre que se afecten expresamente en escritura pública, así como, al igual que en el caso anterior, por los activos de sustitución y por los flujos generados por los instrumentos financieros derivados vinculados a cada emisión que se afecten en escritura pública.

- En su **artículo 33** modifica los apartados primero y cuarto del artículo 13 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero sobre las «cédulas territoriales» para concretar, con una redacción más detallada, qué tipo de préstamos y créditos pueden servir de garantía, excluyendo expresamente aquellos préstamos que no estén vinculados a la financiación de contratos de exportación de bienes y servicios, ni a la internacionalización de empresas.

Igualmente, se modifican otras normas relacionadas: por ejemplo, en su artículo 31 introduce un nuevo artículo, el 71 bis, en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, sobre el nombramiento por parte del registrador de un experto independiente que verifique los acuerdos de refinanciación; o en su artículo 35 modifica el artículo 8 de la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca, con relación al capital social mínimo de estas sociedades.

Por otro lado, en la disposición final segunda se modifica el artículo 50, apartado 5, letra c), así como el artículo 53.4, párrafos sexto y octavo, del Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, para introducir el Mercado Alternativo de Renta Fija como sistema multilateral de negociación. Lo mismo ocurre

en la disposición final cuarta, que modifica el artículo 70, apartado 9, letra d), y el artículo 72, letra b), del Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero.

En relación con la simplificación de los requisitos de información económico-financiera, se modifica, en el artículo 48, el apartado 2 del artículo 28 del Código de Comercio, y en el artículo 49, con relación a la formulación de cuentas anuales abreviadas, se modifica el apartado 1 del artículo 257 y, sobre el auditor de cuentas, el artículo 263 de la Ley de Sociedades de Capital.

Igualmente, en la disposición final sexta, se modifica la disposición adicional tercera del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, sobre el Documento Único Electrónico (DUE).

- **Reglamento de Régimen Interior (incorporada la modificación introducida por la Resolución del Consejo de 2 de octubre de 2013).**

La modificación introducida en el Reglamento de Régimen Interior mediante la Resolución del Consejo, de 2 de octubre de 2013, tiene por objeto principal limitar el número máximo de directivos de la CNMV a diez, en cumplimiento de lo dispuesto en el Real Decreto 451/2012, de 5 de marzo, por el que se regula el régimen retributivo de los máximos responsables y directivos en el sector público empresarial y otras entidades y en la Orden de 12 de abril del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, por la que se aprueba la clasificación de las entidades públicas empresariales y otras entidades de derecho público.

Con este propósito se han ordenado los departamentos que dependen directamente de la Presidencia. Estos son: el Departamento de Estudios, Estadística y Publicaciones; el Departamento de Relaciones Internacionales; el Departamento de Sistemas de Información; y la Secretaría General. Asimismo, se prevé la creación de dos direcciones que dependerán, igualmente, de la Presidencia: una Dirección Adjunta y otra Dirección de Comunicación.

También se identifican como directivos, a los efectos del Real Decreto 451/2012, a los titulares de las tres direcciones generales, a los titulares de los departamentos adscritos al Consejo o a la Presidencia, al Director del Gabinete de Presidencia y al titular del departamento que sea designado como Vicesecretario del Consejo y de los demás órganos colegiados de la CNMV.

Los artículos del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV modificados son: 6, 27, 32 y 44.

- **Acuerdo de 2 de octubre de 2013 del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por el que se delegan determinadas competencias.

Se delegan en el Presidente y en el Vicepresidente de la CNMV, de manera indistinta, las facultades que corresponden a la CNMV en virtud de lo previsto en el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de

4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

- **Resolución de 4 de octubre de 2013, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifica el anexo I, de la de 16 de noviembre de 2011, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Con esta resolución se modifica, de nuevo, el anexo I de la Resolución de 16 de noviembre de 2011 de la CNMV, en el que se recoge la relación de trámites mediante documentos electrónicos normalizados que son susceptibles de ser presentados ante el Registro Electrónico de la CNMV, a través del servicio CIFRADO/CNMV. La intención es incorporar dos nuevos trámites: (i) en primer lugar, el depósito de las condiciones finales de pagarés, y (ii) los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

- **Ley 16/2013, de 29 de octubre**, por la que se establecen determinadas medidas en materia de fiscalidad medioambiental y se adoptan otras medidas tributarias y financieras.

La disposición final primera de esta ley da una nueva redacción a los artículos 28.2, 40.3 y 46.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, a la vez que introduce una disposición adicional, la quinta.

La principal novedad que introduce esta modificación afecta a la comercialización de participaciones en fondos de inversión a nivel nacional, puesto que a partir del 1 de enero de 2014 se permite la utilización de cuentas globales.

Para ello, mediante una nueva redacción del artículo 40.3, se prevé que cuando en el registro de la sociedad gestora del fondo figuren registradas participaciones a nombre de una entidad comercializadora por cuenta de partícipes, sea a este intermediario a quien corresponda la llevanza del registro identificativo de los partícipes titulares de dichas participaciones.

Pero a su vez, la norma exige que la entidad comercializadora no incluya de manera simultánea a un partícipe de un fondo de inversión en su registro de partícipes y en el de la sociedad gestora del fondo.

Por otro lado, en el caso de participaciones ya inscritas a favor de los partícipes en el registro de partícipes de la institución de inversión colectiva, estas permanecerán en dicho registro aunque la entidad comercializadora y la sociedad gestora opten por llevar el registro a través de cuentas ómnibus, una vez entre en vigor la Ley 16/2013.

Consecuentemente, cuando los partícipes estén registrados en las comercializadoras, serán estas quienes asumirán las obligaciones en el ámbito financiero y fiscal.

- **Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre**, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal.

La finalidad de esta ley orgánica es la de lograr un control eficaz del cumplimiento de los objetivos de estabilidad presupuestaria y de deuda pública y la regla de gasto, introduciendo nuevos mecanismos de supervisión y transparencia en las políticas fiscales de las distintas Administraciones Públicas.

Para lograr este objetivo se crea la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal como ente de derecho público con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada, que tendrá como objeto velar por el estricto cumplimiento de los principios de estabilidad presupuestaria y sostenibilidad financiera, mediante la evaluación continua del ciclo presupuestario y del endeudamiento público, y el análisis de las previsiones económicas.

- **Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre**, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras.

Este real decreto-ley tiene como objetivo principal llevar a cabo las adaptaciones más urgentes del ordenamiento jurídico español a las novedades derivadas de la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE, y del Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012. Igualmente, este real decreto-ley aborda otras reformas de carácter urgente.

En este sentido, las adaptaciones normativas más urgentes son aquellas cuyo objetivo es dotar a los supervisores y a las entidades financieras de las garantías legales necesarias para que operen de acuerdo con el Reglamento (UE) n.º 575/2013, y realizar las adaptaciones sustantivas de la Directiva 2013/36/UE.

Con estos objetivos, se incorpora de manera directa, como normativa de ordenación y disciplina española, el Reglamento (UE) n.º 575/2013, mediante la correspondiente modificación del artículo 95 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y del artículo 1 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito.

Igualmente, con la modificación de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, y de la Ley del Mercado de Valores, se amplían y se adaptan las funciones y las facultades supervisoras del Banco de España y la CNMV a las nuevas facultades establecidas en el Derecho de la Unión Europea. De esta manera, se garantiza el debido cumplimiento de las obligaciones derivadas de la nueva normativa europea aplicable a las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión.

También se incorporan novedades en materia de gobierno corporativo, al establecerse una limitación de la retribución variable de determinado personal de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión. En este sentido, la retribución variable no podrá representar más del cien por ciento de la retribución fija, salvo aprobación de los accionistas, en cuyo caso podrá alcanzar hasta un máximo del doscientos por ciento.

Adicionalmente, se realizan ajustes dirigidos a acotar el ámbito de aplicación del Reglamento (UE) nº 575/2013, para evitar que se produzcan efectos no deseados en nuestra regulación, tanto en lo relativo al capital principal de las entidades de crédito y sus grupos, como en lo referente al régimen transitorio aplicable a los establecimientos financieros de crédito.

En las disposiciones adicionales de este Real Decreto-ley 14/2013, entre otros aspectos, se regula por primera vez en España la figura del «identificador de entidad jurídica» previsto por EMIR, atribuyendo al Registro Mercantil las funciones de emitirlo y gestionarlo en España, y se establece el régimen de computabilidad de las participaciones preferentes como recursos propios.

Finalmente, merecen especial mención las disposiciones finales primera y cuarta, de modificación de la Ley 13/1994, de 1 de junio, de Autonomía del Banco de España y de modificación de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, respectivamente. Así, con la modificación de la Ley de Autonomía del Banco de España, se incrementan las competencias de esta institución, habilitándola para elaborar guías técnicas y contestar consultas vinculantes y dotándola de instrumentos para una adecuada interpretación y aplicación de la normativa de supervisión. Por su parte, la referida modificación de la Ley 9/2012, trata de corregir la actual situación patrimonial del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), con lo que se garantiza el cumplimiento de las funciones normativamente atribuidas.

- **Ley 19/2013, de 9 de diciembre**, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno.

Esta ley tiene por objeto ampliar y reforzar la transparencia de la actividad pública, regular y garantizar el derecho de acceso a la información relativa a dicha actividad y establecer las obligaciones de buen gobierno que deben cumplir los responsables públicos, al igual que las consecuencias derivadas de su incumplimiento. Esta regulación suple las carencias y subsana las deficiencias de la normativa anteriormente vigente en materia de derecho de acceso a la información pública, al tiempo que crea un marco jurídico actual y acorde con los intereses de los ciudadanos.

El ámbito subjetivo de aplicación de esta ley recoge a un amplio número de sujetos, entre los que se encuentran todas las Administraciones Públicas, los órganos del Poder Legislativo y Judicial en lo que se refiere a sus actividades sujetas a Derecho Administrativo, así como otros órganos constitucionales y estatutarios. Igualmente, la ley será de aplicación a determinadas entidades que, por su especial relevancia pública o por su condición de perceptores de fondos públicos, vendrán obligados a reforzar la transparencia de su actividad.

Así, por un lado, se regula e incrementa la transparencia de la actividad de todos los sujetos que prestan servicios públicos o ejercen potestades administrativas. Para ello, se establece una serie de obligaciones de «publicidad activa» consistentes, principalmente, en difundir determinada información institucional, organizativa, de planificación, de relevancia jurídica y de naturaleza económica, presupuestaria y estadística, sin esperar una solicitud concreta de los administrados.

Por otro lado, se configura de forma amplia el derecho de acceso a la información pública del que son titulares todas las personas y que podrá ejercerse sin necesidad de motivar la solicitud, viéndose únicamente limitado por la propia naturaleza de la información o por su entrada en conflicto con otros intereses protegidos.

Con relación al buen gobierno, esta Ley 19/2013 otorga fuerza y rango de ley a los principios éticos y de actuación que deben regir la labor de los responsables públicos. Igualmente, se recoge el régimen sancionador que resulta de aplicación en caso de incumplimiento de estos principios.

Asimismo, esta ley crea y regula el Consejo de Transparencia y Buen Gobierno como órgano de supervisión y control para garantizar la correcta aplicación de la ley.

– **Ley 20/2013, de 9 de diciembre**, de garantía de la unidad de mercado.

Debido a la estructura territorial compleja del Estado español, se produce una fragmentación del mercado, lo que conlleva unos costes y obstáculos que dificultan la actividad de las empresas. Estas dificultades, entre otras consecuencias, generan un desincentivo para la inversión y una reducción de la productividad, de la competitividad, del crecimiento económico y del empleo. Por ello, se considera necesario el establecimiento de unos principios básicos del orden económico que sean aplicados de manera unitaria y general a todo el territorio nacional.

Sobre la base de esta idea, la Ley 20/2013 busca establecer los principios y normas básicas que, respetando las competencias de las comunidades autónomas y de las entidades locales, garanticen la unidad de mercado, creando un entorno más favorable a la competencia y la inversión. En particular, tiene por objeto garantizar la integridad del orden económico y facilitar el aprovechamiento de las economías de escala y del alcance del mercado mediante el libre acceso, el ejercicio y la expansión de las actividades económicas en todo el territorio nacional garantizando su supervisión.

Los principios recogidos en esta ley son de obligada observancia para todas las Administraciones Públicas en la realización de sus actos y disposiciones y para todas las actividades económicas, especialmente las que resulten de relevancia para la economía.

Conforme a todo ello, esta ley establece, para las actividades económicas, un marco regulatorio eficiente y simplificador de la normativa existente, de mane-

ra que elimina regulaciones innecesarias, establece procedimientos más ágiles y minimiza las cargas administrativas.

- **Ley Orgánica 9/2013, de 20 de diciembre**, de control de la deuda comercial en el sector público.

Esta ley orgánica tiene como objetivo controlar la deuda comercial y erradicar la morosidad de la Administraciones Públicas.

Conforme a ello, y siguiendo lo recogido en el informe de la Comisión para la reforma de las Administraciones Públicas, introduce un instrumento automático, de fácil aplicación y comprensible para ciudadanos y Administraciones, cuyo seguimiento permite un control generalizado y eficaz. Este instrumento es el periodo medio de pago como expresión de la deuda comercial, de modo que, como consecuencia del principio de transparencia, todas las Administraciones Públicas deberán publicar su periodo medio de pago. Asimismo, con esta ley orgánica se avanza en la reducción de este periodo medio de pago, estableciendo un sistema estructural, progresivo y automático de medidas.

Con estos objetivos, la Ley Orgánica 9/2013 se estructura en dos artículos:

- El primero de ellos modifica la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, para ampliar el concepto del principio de sostenibilidad financiera, de modo que incluya el control de la deuda comercial. De esta manera, se evita poner en riesgo la estabilidad presupuestaria y la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- El artículo segundo modifica la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas, al establecerse un nuevo límite, más flexible, a las retenciones o deducciones mensuales de los recursos del sistema de financiación que puede realizar el Estado, en el caso de incumplimiento del periodo medio de pago a proveedores establecido.

## Normativa europea

- **Reglamento (UE) nº 1073/2013 del Banco Central Europeo, de 18 de octubre de 2013**, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de fondos de inversión.

El Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) precisa de información estadística de gran calidad sobre las actividades de los fondos de inversión. El objetivo es proporcionar al Banco Central Europeo (BCE) de una visión estadística completa del sector de los fondos de inversión en los Estados Miembros cuya moneda es el euro. En este reglamento se recoge una serie de definiciones y reglas homogéneas aplicables a la información estadística que los bancos centrales nacionales, los agentes informadores o el BCE deben aportar al respecto como, por ejemplo, exigencias de información estadística generales, ajustes de revalorización u operaciones o normas mínimas que deberá aplicar la población informadora real.

- **Reglamento (UE) nº 1075/2013 del Banco Central Europeo, de 18 de octubre de 2013**, relativo a las estadísticas sobre activos y pasivos de las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización.

El objetivo de aportar información sobre las sociedades instrumentales es proporcionar al BCE estadísticas adecuadas sobre las actividades financieras del subsector de las sociedades instrumentales en los Estados Miembros cuya moneda es el euro. En este reglamento se recoge una serie de definiciones y reglas para que la presentación de esta información resulte coherente, complementaria e, incluso, integrada entre la de las instituciones financieras monetarias y las sociedades instrumentales. Con este método de información integrada y las exenciones recogidas en este reglamento se pretende minimizar la carga de información para los agentes informadores y evitar duplicidades.

- **Reglamento (UE) nº 1174/2013 de la Comisión, de 20 de noviembre de 2013**, que modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera 10 y 12 y a la Norma Internacional de Contabilidad 27.

Este reglamento modifica la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 10, la NIIF 12 y la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 27. Consiguientemente modifica el Reglamento (CE) nº 1126/2008 de la Comisión, de 3 de noviembre de 2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo.

La modificación realizada en la NIIF 10 tiene por finalidad tener más en cuenta el modelo de negocio de las entidades de inversión. Para ello, estas entidades tendrán que valorar a sus dependientes al valor razonable en la cuenta de resultados, en lugar de consolidarlas.

Por su parte, la NIIF 12 se ha modificado con el objetivo de requerir la revelación de información específica sobre las dependientes de las entidades de inversión.

En la NIC 27, la modificación consiste en suprimir la opción de las entidades de inversión de valorar las inversiones en determinadas dependientes por su coste o valor razonable en sus estados financieros separados.

Con el fin de garantizar la coherencia entre las Normas Internacionales de Contabilidad, la modificación de las tres normas ya referidas implica modificaciones de otras Normas Internacionales de Contabilidad.

- **Directrices y recomendaciones** relativas a los acuerdos escritos entre miembros de colegios de entidades de contrapartida central (ECC).

El Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, conocido como EMIR, relativo a los derivados extrabursátiles,

las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones impone la constitución de colegios para facilitar el ejercicio de las tareas recogidas en los artículos 15 (ampliación de actividades y servicios), 17 (procedimiento de concesión y denegación de la autorización), 49 (revisión de modelos, pruebas de resistencia y pruebas retrospectivas), 51 (acuerdos de interoperabilidad) y 54 (aprobación de los acuerdos de interoperabilidad) del citado reglamento. Pueden ser miembros de estos colegios: la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM); la autoridad competente para la entidad de contrapartida central, las autoridades competentes nacionales involucradas, los miembros del SEBC y los bancos centrales.

En estas directrices y recomendaciones se recogen los requisitos aplicables a las autoridades nacionales competentes respecto al establecimiento, la gestión y la presidencia de los colegios de las EEC con arreglo a EMIR. En primer lugar, se exige para establecer el colegio de una ECC un acuerdo escrito normalizado (anexo I) a iniciativa de la autoridad nacional competente. Por otro lado, también se aclara cómo se adoptará el acuerdo escrito entre los miembros del colegio.

Las autoridades nacionales competentes afectadas por estas directrices y recomendaciones deberán notificar a la AEVM si las han adoptado o tienen intención de adoptarlas, con indicación de los motivos en caso de no hacerlo, en un plazo de dos meses desde su publicación.



## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	16.016,5	17.145,9	21.142,1	6.961,9	4.996,0	16.372,3	5.369,8	2.403,9
Ampliaciones de capital	15.407,0	17.018,9	19.910,7	6.185,9	4.996,0	16.372,3	5.369,8	2.403,9
De ellas, mediante OPS	958,7	6.238,8	2.457,3	0,0	0,0	1.054,8	689,8	0,0
Tramo nacional	61,6	5.827,1	2.457,3	0,0	0,0	1.054,8	689,8	0,0
Tramo internacional	897,2	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	609,5	127,0	1.231,4	776,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	79,1	124,7	1.231,4	776,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	530,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IMPORTES NOMINALES<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	6.318,3	5.704,8	4.705,9	1.209,2	4.987,2	12.092,6	2.398,6	528,8
Ampliaciones de capital	6.309,3	5.698,8	4.595,2	1.132,8	4.987,2	12.092,6	2.398,6	528,8
De ellas, mediante OPS	6,8	2.070,6	613,1	0,0	0,0	568,2	421,2	0,0
Tramo nacional	6,4	1.888,4	613,1	0,0	0,0	568,2	421,2	0,0
Tramo internacional	0,4	182,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	9,0	6,0	110,6	76,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	8,9	5,9	110,6	76,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>								
Total	69	92	105	30	28	37	42	34
Ampliaciones de capital	67	91	103	29	28	37	42	34
De ellas, mediante OPS	12	8	7	0	0	3	3	0
De ellas, liberadas	15	22	22	4	9	9	12	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	2	3	1	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>								
Total	46	46	38	17	17	20	26	18
Ampliaciones de capital	45	45	38	16	17	20	26	18
De ellas, mediante OPS	12	8	7	0	0	3	3	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	2	3	1	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b>								
Total	958,7	6.238,8	2.457,3	0,0	0,0	1.054,8	689,8	0,0
Mercado nacional	61,6	5.815,7	6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	2,5	2.206,3	4,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	59,1	3.609,4	2,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	897,2	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	2.450,5	0,0	0,0	1.054,8	689,8	0,0
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>								
Total	609,5	127,0	1.231,4	776,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado nacional	79,1	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	79,1	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mercado internacional	530,4	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empleados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	1.231,4	776,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

CUADRO 1.3

	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	129	130	127	127	127	125	123	123
Sin Nuevo mercado	129	130	127	127	127	125	123	123
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	6	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	6	7	8	8	8	8	8	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	4	5	6	6	6	6	6	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	28	27	23	23	23	23	23	23
Madrid	13	13	11	11	11	11	11	11
Barcelona	18	17	13	13	13	13	13	13
Bilbao	8	8	7	7	7	7	7	7
Valencia	6	6	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	1	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.144	3.083	3.015	3.015	3.011	3.029	3.065	3.068
Latibex	29	29	27	27	27	27	27	26

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.4

Millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	531.194,2	498.148,1	532.039,7	532.039,7	539.926,0	539.813,9	626.782,9	687.950,6
Sin Nuevo mercado	531.194,2	498.148,1	532.039,7	532.039,7	539.926,0	539.813,9	626.782,9	687.950,6
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	61.317,5	82.471,4	99.072,0	99.072,0	108.982,0	109.934,0	119.037,5	134.476,0
Ibex 35	322.806,6	320.672,5	324.442,0	324.442,0	321.700,5	318.272,0	383.121,6	412.426,1
Segundo mercado	109,9	59,7	20,6	20,6	72,8	74,6	72,0	68,4
Madrid	22,8	25,5	20,3	20,3	23,6	25,3	22,7	19,1
Barcelona	87,1	34,2	0,3	0,3	49,3	49,3	49,3	49,3
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	3.704,9	3.233,0	3.233,0	3.165,6	3.027,3	2.898,2	2.814,1
Madrid	1.454,7	833,3	667,1	667,1	629,0	584,5	532,3	513,3
Barcelona	3.580,2	3.242,3	2.945,9	2.945,9	2.874,6	2.781,9	2.734,8	2.623,1
Bilbao	45,9	328,8	77,8	77,8	248,7	320,2	236,6	250,5
Valencia	760,4	240,2	350,9	350,9	344,6	347,1	282,4	283,1
Corros SICAV <sup>5</sup>	126,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB5	24.718,6	23.646,0	23.776,0	23.776,0	24.669,2	24.812,8	26.181,9	27.477,5
Latibex	210.773,5	402.008,5	350.635,5	350.635,5	342.939,4	283.689,4	297.925,7	293.671,0

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

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

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

## Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	168.208,0	160.019,8	162.326,4	155.689,7	156.129,6
Sin Nuevo mercado	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	168.208,0	160.019,8	162.326,4	155.689,7	156.129,6
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	6.415,3	5.206,3	4.102,1	780,8	1.168,9	1.197,1	1.445,7	1.330,0
Segundo mercado	3,0	2,3	0,4	0,0	0,0	0,4	0,5	0,5
Madrid	2,8	1,7	0,4	0,0	0,0	0,2	0,4	0,5
Barcelona	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	157,2	42,8	49,9	17,7	5,6	3,9	29,5	7,5
Madrid	15,7	16,1	3,0	0,3	2,5	0,4	0,5	3,5
Barcelona	135,7	26,4	37,7	9,0	3,1	3,5	29,1	3,9
Bilbao	3,9	0,1	8,5	8,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	8,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	1.060,0	1.238,1	1.170,9	1.269,5	1.379,7
Latibex	521,2	357,7	313,2	88,7	98,9	100,2	81,7	57,1

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

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

CUADRO 1.6

Millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
En sesión	983.584,5	873.485,4	658.891,4	159.082,8	153.802,1	157.392,4	150.925,4	151.225,2
Órdenes	541.879,8	505.870,1	299.022,0	52.601,8	85.760,3	82.041,4	80.420,5	69.734,3
Aplicaciones	58.678,1	69.410,4	80.617,0	16.986,8	13.449,6	15.845,9	12.329,6	10.815,8
Bloques	383.026,6	298.204,9	279.252,4	89.494,2	54.592,1	59.505,1	58.175,3	70.675,0
Fuera de hora	17.209,5	9.801,8	9.630,0	3.300,4	2.959,0	1.927,0	1.048,4	1.141,3
Autorizadas	2.660,5	3.492,6	7.936,9	2.406,5	1.099,4	705,5	2.029,7	552,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	312,0	4.216,8	9,6	0,0	0,0	222,3	104,3	0,0
OPV	1.448,2	3.922,1	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0	393,5
Toma de razón	2.273,4	2.212,7	545,0	3,0	3,0	0,0	0,0	314,4
Ejercicio de opciones	11.474,7	11.730,3	9.603,4	2.838,9	964,4	1.064,5	908,9	1.613,4
Operaciones de cobertura	7.515,8	8.521,5	4.942,0	576,3	1.192,0	1.012,0	672,9	889,5

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	556.246,7	493.602,4	395.859,3	102.447,3	103.130,3	113.739,3	93.603,3	112.867,9
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	598,0	518,3	199,2	6,1	62,3	84,3	110,6	67,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	65,9	73,0	44,4	10,3	12,4	7,8	8,8	4,6
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	36.195,9	35.626,7	34.915,1	34.915,1	33.761,3	36.758,8	43.274,9	49.431,5
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	9,9	7,0	1,2	1,2	4,9	5,6	20,9	10,3
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	5,0	3,9	2,5	2,5	1,9	2,7	3,2	2,1

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

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

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas<sup>1</sup> en la CNMV

CUADRO 1.8

	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	115	101	71	32	19	22	14	19
Cédulas hipotecarias	25	30	26	11	9	8	1	2
Cédulas territoriales	6	7	11	0	1	2	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	39	23	24	8	6	10	3	5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	5	3	1	1	1	0	2
Bonos de titulización	36	34	16	9	5	3	3	7
Programas de pagarés	58	49	35	9	4	5	6	5
De titulización	2	2	1	1	0	0	0	0
Resto de pagarés	56	47	34	8	4	5	6	5
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	0	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	349	353	334	69	61	74	50	65
Cédulas hipotecarias	88	115	94	18	15	14	6	2
Cédulas territoriales	9	42	18	0	1	2	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	154	87	134	23	27	47	33	42
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	9	7	2	3	1	0	4
Bonos de titulización	36	45	35	17	11	5	3	12
Programas de pagarés	59	53	46	9	4	5	6	5
De titulización	2	2	1	1	0	0	0	0
Resto de pagarés	57	51	45	8	4	5	6	5
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	2	0	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	226.448,9	288.992,0	357.830,2	84.903,7	44.462,4	30.405,9	21.544,2	20.111,2
Cédulas hipotecarias	34.378,5	67.226,5	102.170,0	13.020,0	9.195,0	7.340,0	6.014,7	1.350,0
Cédulas territoriales	5.900,0	22.334,2	8.974,0	0,0	95,0	1.520,0	4.000,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356,0	20.191,7	86.441,5	39.814,9	15.595,4	4.136,3	171,9	1.265,8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968,0	7.125,9	3.563,1	842,5	424,8	15,0	0,0	363,4
Bonos de titulización	63.260,5	68.412,8	23.799,6	11.185,0	8.052,0	4.942,0	904,0	9.893,4
Tramo nacional	62.743,0	63.455,9	20.627,1	9.397,5	6.965,1	4.308,7	904,0	8.000,8
Tramo internacional	517,5	4.956,9	3.172,5	1.787,5	1.086,9	633,3	0,0	1.892,6
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586,0	103.501,0	132.882,0	20.041,2	11.100,2	12.452,6	10.453,6	7.238,6
De titulización	5.057,0	2.366,0	1.821,0	300,0	180,0	390,0	440,0	100,0
Resto de pagarés	92.529,0	101.135,0	131.061,0	19.741,2	10.920,2	12.062,6	10.013,6	7.138,6
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	9.154,2	29.198,9	7.633,5	2.492,0	1.556,5	978,5	91,9	1.409,5
Emisiones aseguradas	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	193,0	0,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

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

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Total	223.404,5	278.656,0	363.952,5	81.533,4	44.982,2	29.756,3	25.031,8	14.950,9
Pagarés	99.784,4	102.042,0	134.346,9	18.964,1	12.581,9	11.955,5	10.578,4	7.341,9
Bonos y obligaciones	24.728,6	12.311,9	92.733,5	39.732,8	15.609,8	2.945,8	1.667,7	1.346,6
Cédulas hipotecarias	32.861,0	68.346,5	103.470,0	12.820,0	9.395,0	7.240,0	7.114,7	0,0
Cédulas territoriales	5.900,0	20.334,2	8.974,0	0,0	0,0	1.615,0	4.000,0	0,0
Bonos de titulización	60.030,5	75.421,4	24.428,1	10.016,5	7.395,5	6.000,0	1.671,0	6.262,4
Participaciones preferentes	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Sólo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

**AIAF. Emisores, emisiones y saldo vivo**

CUADRO 1.10

	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	634	613	568	568	545	521	511	498
Renta fija privada	634	613	568	568	545	520	510	497
Pagarés	60	45	42	42	36	34	28	30
Bonos y obligaciones	93	91	95	95	93	95	92	91
Cédulas hipotecarias	33	43	49	49	50	50	48	48
Cédulas territoriales	12	13	18	18	12	12	12	12
Bonos de titulación	459	437	385	385	369	361	356	344
Participaciones preferentes	59	60	60	60	58	39	35	34
Bonos matador	12	12	11	11	11	10	10	10
Deuda Pública	-	-	-	-	-	1	1	1
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	1	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	3.630	4.382	4.907	4.907	4.459	4.092	3.653	3.433
Renta fija privada	3.630	4.382	4.907	4.907	4.459	3.944	3.505	3.286
Pagarés	958	1.778	2.529	2.529	2.150	1.761	1.377	1.202
Bonos y obligaciones	645	624	558	558	564	519	506	500
Cédulas hipotecarias	253	296	328	328	326	311	298	290
Cédulas territoriales	26	49	52	52	43	43	40	38
Bonos de titulación	1.641	1.527	1.334	1.334	1.272	1.240	1.224	1.198
Participaciones preferentes	93	94	94	94	92	59	49	47
Bonos matador	14	14	12	12	12	11	11	11
Deuda Pública	-	-	-	-	-	148	148	147
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	136	136	135
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	850.181,7	882.395,1	879.627,5	879.627,5	848.906,4	1.512.424,9	1.479.979,9	1.457.682,0
Renta fija privada	850.181,7	882.395,1	879.627,5	879.627,5	848.906,4	797.945,9	754.998,9	729.641,0
Pagarés	23.233,6	37.549,1	64.927,5	64.927,5	50.854,3	41.434,2	33.196,5	30.496,2
Bonos y obligaciones	146.077,7	131.756,8	161.225,4	161.225,4	168.809,8	155.079,3	150.121,9	144.168,2
Cédulas hipotecarias	195.734,8	241.149,7	293.142,8	293.142,8	288.052,8	273.972,8	262.277,9	257.167,9
Cédulas territoriales	18.350,0	31.884,2	33.314,3	33.314,3	31.014,3	31.527,3	29.532,3	27.293,5
Bonos de titulación	434.835,1	407.908,0	315.373,5	315.373,5	299.019,5	289.848,8	277.947,6	268.644,5
Participaciones preferentes	30.891,8	31.088,6	10.813,4	10.813,4	10.325,1	5.633,2	1.128,2	1.076,2
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	830,7	830,7	830,7	794,6	794,6	794,6
Deuda Pública	-	-	-	-	-	714.479,0	724.981,0	728.041,0
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	89.000,0	90.987,0	89.839,0
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	625.479,0	633.994,0	638.202,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	961.635,0	445.730,4	381.979,5	276.318,4	166.368,7
Renta fija privada	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	961.635,0	445.730,4	381.949,1	276.274,6	166.322,1
Pagarés	385.238,9	227.534,5	199.794,9	43.443,5	30.211,6	38.208,6	22.824,1	15.521,1
Bonos y obligaciones	922.393,1	484.705,8	164.098,6	37.341,6	104.970,8	64.485,4	67.158,7	26.557,7
Cédulas hipotecarias	271.441,8	662.177,0	994.071,3	275.727,2	115.745,9	91.793,5	46.754,0	65.594,6
Cédulas territoriales	14.458,2	544.780,9	595.599,6	127.290,5	22.225,5	37.393,4	10.242,1	6.399,1
Bonos de titulación	2.784.775,4	5.462.806,2	1.136.966,1	470.358,1	172.164,5	134.113,6	119.412,6	52.158,6
Participaciones preferentes	4.635,7	6.065,0	28.781,3	7.438,9	403,9	15.871,6	9.883,0	86,4
Bonos matador	175,7	116,3	443,2	35,1	8,3	83,1	0,0	4,7
Deuda Pública	-	-	-	-	-	30,5	43,8	46,6
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	4,8	3,5	2,5
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	25,7	40,3	44,1
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	961.635,0	445.730,4	381.979,5	276.318,4	166.368,7
Simple	288.927,3	343.099,6	428.838,0	77.828,8	66.158,8	96.923,3	61.297,8	39.938,3
Repo	304.493,2	198.514,7	108.771,9	18.811,8	18.095,0	16.629,1	17.733,1	12.218,7
Simultánea	3.789.698,3	6.846.571,5	2.582.145,2	864.994,5	361.476,7	268.427,1	197.287,4	114.211,6

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	553.896,6	487.543,3	454.385,7	82.251,6	71.301,0	79.714,0	61.279,3	39.553,1
Sociedades no financieras	162.949,5	131.765,2	77.452,1	19.089,8	16.710,7	11.854,3	7.336,2	5.054,8
Instituciones financieras	289.950,4	256.975,8	282.733,9	41.576,2	33.736,1	50.902,8	40.443,1	25.056,6
Entidades de crédito	102.372,1	139.538,2	207.555,6	31.434,2	21.555,2	35.887,5	21.786,8	9.133,2
IIC, seguros y fondos de pensiones	125.899,4	103.899,9	69.568,7	8.701,1	10.460,9	13.014,0	16.958,6	15.151,8
Otras entidades financieras	61.678,9	13.537,7	5.609,6	1.440,9	1.720,0	2.001,3	1.697,8	771,6
Administraciones públicas	3.117,7	2.602,7	5.448,2	322,3	479,4	885,4	621,9	228,5
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	14.244,4	10.230,3	11.517,9	3.213,5	1.106,1	4.384,1	1.943,3	704,2
Resto del mundo	83.634,6	85.969,3	77.233,7	18.049,8	19.268,7	11.687,4	10.934,8	8.509,1

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

## Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.13

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Total	868,0	2.681,6	7.522,0	0,0	779,3	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	468,0	2.681,6	7.522,0	0,0	779,3	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	8	6	7	0	2	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	7	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	7	0	2	0	0	0
Bonos de titulación	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: noviembre de 2013.

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

CUADRO 1.14

NÚMERO DE EMISORES	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	60	59	52	52	51	47	45	40
Emisores privados	46	46	39	39	38	34	32	27
Sociedades no financieras	5	4	3	3	3	2	2	2
Instituciones financieras privadas	41	42	36	36	35	32	30	25
Administraciones públicas <sup>2</sup>	14	13	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	247	240	220	220	216	209	209	200
Emisores privados	145	133	122	122	122	109	101	89
Sociedades no financieras	7	6	3	3	3	2	2	2
Instituciones financieras privadas	138	127	119	119	119	107	99	87
Administraciones públicas <sup>2</sup>	102	107	98	98	94	100	108	111
Comunidades autónomas	64	74	67	67	65	62	66	65
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	41.091,3	43.817,5	37.636,4	37.358,4	36.778,1	28.447,7	28.021,9	25.786,3
Emisores privados	19.261,5	17.759,6	13.625,4	13.347,4	12.965,5	9.607,8	9.035,1	8.432,3
Sociedades no financieras	376,6	375,4	194,9	194,9	195,0	2,0	2,0	2,0
Instituciones financieras privadas	18.884,8	17.384,2	13.430,6	13.152,6	12.770,6	9.605,9	9.033,1	8.430,3
Administraciones públicas <sup>2</sup>	21.829,9	26.057,8	24.010,9	24.010,9	23.812,6	18.839,9	18.986,8	17.354,0
Comunidades autónomas	19.442,4	24.014,4	22.145,0	22.145,0	22.047,3	17.377,2	17.519,0	15.879,6

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Mercado electrónico	504,5	386,1	1.198,3	144,6	974,5	138,8	100,9	283,2
Corros	7.525,6	4.942,5	3.746,6	347,6	111,0	1.955,7	63,4	1.243,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7.146,7	4.885,4	3.407,8	341,0	7,2	1.890,9	49,8	1.235,4
Bilbao	2,3	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	376,6	56,6	338,7	6,6	103,8	64,8	13,6	7,6
Deuda anotada	331,1	883,4	1.189,0	6,6	6,5	1,4	0,2	0,5
Deuda comunidades autónomas	62.029,0	63.443,7	54.015,1	12.521,7	8.393,9	13.945,9	7.751,3	8.294,6

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	265.966,0	84.090,9	40.034,0	6.841,0	11.401,0	14.382,0	13.881,0	16.732,8
Simple	110.011,0	81.905,0	40.034,0	6.841,0	11.401,0	14.382,0	13.881,0	16.732,8
Simultáneas	155.433,0	2.185,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	522,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Sobre deuda	14	18	45.240	15.783	6.019	3.208	3.080	406
Futuro sobre bono notional <sup>2</sup>	14	18	45.240	15.783	6.019	3.208	3.080	406
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	6.946.167	5.819.264	5.410.311	1.035.203	1.375.908	1.861.259	1.471.795	1.197.740
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.280.999	5.291.956	4.745.067	856.141	1.238.369	1.509.726	1.305.317	1.062.754
Futuro mini sobre Ibex 35	357.926	307.411	242.477	34.786	47.616	51.176	45.600	37.804
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	-	3.154	2.162	1.015	584	94	128	1.637
Opción call mini	122.158	86.096	225.704	86.915	49.390	92.675	80.239	62.790
Opción put mini	185.083	133.801	194.902	56.347	39.949	207.587	40.511	32.755
Sobre acciones <sup>5</sup>	57.291.482	55.082.944	55.753.236	12.196.833	8.253.014	7.317.714	8.596.470	7.841.683
Futuros	19.684.108	24.758.956	21.220.876	4.377.763	4.199.543	3.421.046	2.770.452	2.006.809
Futuros sobre dividendos de acciones	-	-	25.000	23.500	24.300	0	12.350	1.000
Opción call	17.186.515	12.050.946	14.994.283	3.409.731	1.966.022	1.691.096	3.234.368	3.037.171
Opción put	20.420.859	18.273.042	19.513.077	4.385.839	2.063.149	2.205.572	2.579.300	2.796.703
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	373.113	267.713	161.376	42.392	49.336	38.749	39.075	28.505
Sobre índices <sup>7</sup>	604.029	451.016	266.422	55.070	35.316	26.103	22.543	18.024

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	4.915,3	5.544,6	3.834,3	957,7	1.505,4	824,0	307,5	844,7
Sobre acciones	2.537,4	3.211,7	2.231,7	568,6	909,9	514,9	196,4	530,4
Sobre índices	1.852,6	1.786,8	1.273,5	297,8	516,3	236,5	81,6	224,4
Otros <sup>3</sup>	525,4	546,0	329,1	91,4	79,1	72,7	29,5	89,9
Número de emisiones	8.375	9.237	7.073	2.223	3.326	1.612	1.165	1.922
Número de emisores	9	9	7	6	6	5	3	5
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	64,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	47,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>3</sup>	17,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	7	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	1	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

#### Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.603,2	1.550,2	762,9	145,7	207,4	199,8	178,8	122,5
Sobre acciones nacionales	759,8	654,2	349,0	72,4	94,3	89,7	97,0	72,1
Sobre acciones extranjeras	60,7	97,8	87,6	20,4	34,0	20,0	13,7	13,0
Sobre índices	689,5	518,2	268,6	44,5	70,1	81,2	60,9	31,7
Otros <sup>2</sup>	93,2	280,0	57,7	8,3	9,0	8,9	7,1	5,7
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.750	13.165	11.980	2.816	3.106	3.206	2.969	2.514
Número de emisores <sup>3</sup>	10	9	34	7	7	7	7	8
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	22,0	92,1	16,8	1,1	0,1	0,7	0,1	0,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	16	32	13	2	1	2	2	1
Número de emisores <sup>3</sup>	2	2	7	1	1	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.229,7	3.495,4	2.935,7	1.027,0	454,0	639,1	1.170,1	317,8
Número de fondos	65	75	74	74	75	75	75	73
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	827,8	327,2	274,7	274,7	264,3	282,1	320,4	n. d.

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n. d.: Dato no disponible.

### 1.3.3 Derivados no financieros

#### Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.20

	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
<b>Número de contratos</b>								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	165.840	63.173	78.566	34.639	30.818	23.957	20.561	10.851

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre de 2013.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

## 2 Servicios de inversión

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

CUADRO 2.1

	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	50	49	46	46	46	46	45	42
Sucursales	80	78	15	15	17	21	20	18
Representantes	6.560	6.589	6.267	6.267	6.222	6.283	6.252	6.254
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	45	45	41	41	41	40	42	42
Sucursales	13	14	10	10	12	11	11	10
Representantes	689	655	601	601	531	538	539	530
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	6	6	6	6	6	6	5	5
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	2	2	2	1	1	1	1
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	58	82	101	101	107	112	121	125
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	186	187	172	172	165	162	161	157

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	2.671	2.814	2.992	2.992	3.036	3.065	3.109	3.140
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	2.238	2.377	2.534	2.534	2.578	2.606	2.649	2.680
Con sucursal	40	36	37	37	35	35	37	37
En libre prestación de servicios	2.198	2.341	2.497	2.497	2.543	2.571	2.612	2.643
Entidades de crédito <sup>3</sup>	433	437	458	458	458	459	460	460
Comunitarias	423	429	448	448	448	449	450	450
Con sucursal	55	55	55	55	55	55	55	55
En libre prestación de servicios	368	374	393	393	393	394	395	395
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	8	10	10	10	10	10	10
Con sucursal	8	7	8	8	8	8	8	8
En libre prestación de servicios	2	1	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

2 Empresas de servicios de inversión.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

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

CUADRO 2.3

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	14.595.537,7	13.609.652,0	10.508.139,1	2.832.874,6	2.616.273,8	2.468.066,1	2.718.987,5	2.552.857,9
Sociedades de valores	3.382.387,4	3.759.229,2	2.900.770,8	702.234,0	815.092,5	1.186.861,5	1.410.101,5	1.250.338,3
Mercados organizados nacionales	522.958,6	436.875,9	556.756,0	79.741,7	241.643,5	601.621,9	683.222,7	618.834,2
Otros mercados nacionales	2.405.641,0	2.764.344,5	1.943.730,6	535.897,8	477.969,5	499.387,4	644.733,3	568.187,4
Mercados extranjeros	453.787,8	558.008,8	400.284,2	86.594,5	95.479,5	85.852,2	82.145,5	63.316,7
Agencias de valores	11.213.150,3	9.850.422,8	7.607.368,3	2.130.640,6	1.801.181,3	1.281.204,6	1.308.886,0	1.302.519,6
Mercados organizados nacionales	2.497.019,3	2.931.505,5	2.521.310,9	821.980,5	410.948,1	14.619,9	15.521,4	11.980,2
Otros mercados nacionales	8.213.592,3	6.741.733,6	4.883.226,6	1.248.066,3	1.355.643,5	1.231.050,3	1.246.976,9	1.224.718,9
Mercados extranjeros	502.538,7	177.183,7	202.830,8	60.593,8	34.589,7	35.534,4	46.387,7	65.820,5
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	1.126.824,3	977.126,1	736.602,3	161.003,6	169.249,7	158.648,2	166.996,5	160.370,5
Sociedades de valores	1.096.904,7	952.388,7	692.058,6	152.091,4	147.036,2	150.429,3	158.671,5	149.469,9
Mercados organizados nacionales	1.010.063,4	882.143,3	639.498,2	139.669,9	134.707,5	138.226,7	144.150,0	136.808,0
Otros mercados nacionales	4.112,2	3.418,3	1.806,3	313,5	568,3	479,7	735,9	555,7
Mercados extranjeros	82.729,1	66.827,1	50.754,1	12.108,0	11.760,4	11.722,9	13.785,6	12.106,2
Agencias de valores	29.919,6	24.737,4	44.543,7	8.912,2	22.213,5	8.218,9	8.325,0	10.900,6
Mercados organizados nacionales	24.169,3	19.372,7	14.532,5	2.446,6	4.492,8	4.967,8	2.880,2	3.095,1
Otros mercados nacionales	706,4	508,5	6.695,5	2.274,0	2.892,4	625,2	1.592,4	2.764,7
Mercados extranjeros	5.043,9	4.856,2	23.315,7	4.191,6	14.828,3	2.625,9	3.852,4	5.040,8

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

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

CUADRO 2.4

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
Total	14.478.583,8	11.827.134,6	6.536.223,6	1.448.643,7	1.228.532,3	1.676.070,3	1.428.048,1	1.495.263,5
Sociedades de valores	11.604.972,2	9.113.831,5	5.777.847,8	1.363.424,2	1.143.602,4	1.600.131,2	1.387.106,6	1.451.485,8
Mercados organizados nacionales	3.462.417,7	3.005.801,7	1.819.388,6	444.898,0	361.123,2	576.888,1	572.353,3	537.497,8
Mercados organizados extranjeros	6.843.714,9	5.658.687,9	3.718.052,1	874.970,8	719.909,4	954.427,8	765.383,5	834.843,8
Mercados no organizados	1.298.839,6	449.341,9	240.407,1	43.555,4	62.569,8	68.815,3	49.369,8	79.144,2
Agencias de valores	2.873.611,6	2.713.303,1	758.375,8	85.219,5	84.929,9	75.939,1	40.941,5	43.777,7
Mercados organizados nacionales	41.003,2	6.818,6	5.371,0	1.132,3	1.114,4	1.700,9	1.198,5	732,7
Mercados organizados extranjeros	1.886.757,1	2.451.627,9	566.337,3	33.694,7	41.781,0	7.803,0	8.837,8	9.357,0
Mercados no organizados	945.851,3	254.856,6	186.667,5	50.392,5	42.034,5	66.435,2	30.905,2	33.688,0

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

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

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

CUADRO 2.5

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total	13.231	13.409	10.985	11.154	10.985	10.983	11.909	11.907
Sociedades de valores. Total	7.530	6.483	4.122	4.238	4.122	3.987	3.986	3.931
IIC <sup>2</sup>	67	89	68	68	68	67	71	66
Otras <sup>3</sup>	7.463	6.394	4.054	4.170	4.054	3.920	3.915	3.865
Agencias de valores. Total	3.690	3.637	3.680	3.726	3.680	3.887	4.371	4.385
IIC <sup>2</sup>	43	53	51	51	51	51	54	58
Otras <sup>3</sup>	3.647	3.584	3.629	3.675	3.629	3.836	4.317	4.327
Sociedades gestoras de cartera. Total	2.011	3.289	3.183	3.190	3.183	3.109	3.552	3.591
IIC <sup>2</sup>	5	5	5	5	5	5	5	5
Otras <sup>3</sup>	2.006	3.284	3.178	3.185	3.178	3.104	3.547	3.586
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total	9.347.508	9.554.589	9.350.841	9.003.989	9.350.841	9.860.712	10.225.139	10.744.372
Sociedades de valores. Total	4.078.668	4.166.167	3.578.436	3.565.715	3.578.436	3.678.390	3.768.661	4.018.413
IIC <sup>2</sup>	838.040	961.931	965.479	936.229	965.479	1.053.238	1.100.775	1.185.098
Otras <sup>3</sup>	3.240.629	3.204.236	2.612.957	2.629.486	2.612.957	2.625.150	2.667.886	2.833.315
Agencias de valores. Total	2.380.015	2.361.944	1.927.219	1.944.396	1.927.219	2.063.302	2.219.817	2.790.102
IIC <sup>2</sup>	848.597	863.856	417.981	412.365	417.981	451.901	506.408	568.414
Otras <sup>3</sup>	1.531.418	1.498.088	1.509.238	1.532.030	1.509.238	1.611.401	1.713.409	2.221.688
Sociedades gestoras de cartera. Total	2.888.825	3.026.478	3.845.186	3.493.878	3.845.186	4.119.020	4.236.661	3.935.857
IIC <sup>2</sup>	111.461	98.645	107.691	109.313	107.691	113.476	108.919	111.496
Otras <sup>3</sup>	2.777.364	2.927.833	3.737.495	3.384.565	3.737.495	4.005.544	4.127.742	3.824.361

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 asesorado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.6

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total	5.642	7.748	9.362	7.998	9.362	9.654	9.977	10.113
Sociedades de valores. Total <sup>2</sup>	1.366	1.509	1.198	1.214	1.198	1.341	1.426	1.437
Clientes minoristas	1.354	1.492	1.183	1.201	1.183	1.295	1.407	1.415
Clientes profesionales	6	12	13	11	13	13	14	17
Agencias de valores. Total <sup>2</sup>	3.374	4.855	6.445	5.144	6.445	6.604	6.829	6.933
Clientes minoristas	3.311	4.736	6.019	5.015	6.019	6.337	6.552	6.658
Clientes profesionales	63	102	406	112	406	245	254	251
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>2</sup>	902	1.384	1.719	1.640	1.719	1.709	1.722	1.743
Clientes minoristas	893	1.374	1.712	1.632	1.712	1.703	1.717	1.738
Clientes profesionales	9	10	7	8	7	6	5	5
<b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b>								
Total	7.480.464	8.156.953	7.589.555	8.416.146	7.589.555	7.843.675	7.669.724	7.808.777
Sociedades de valores. Total <sup>2</sup>	1.254.313	1.213.014	820.465	1.060.070	820.465	978.055	917.210	922.948
Clientes minoristas	557.140	863.386	568.359	814.465	568.359	619.965	660.825	657.597
Clientes profesionales	261.782	61.711	27.613	20.726	27.613	24.231	24.259	42.916
Agencias de valores. Total <sup>2</sup>	2.433.197	2.963.397	5.598.708	3.372.057	5.598.708	5.641.826	5.609.395	5.884.830
Clientes minoristas	1.494.874	1.875.867	3.590.416	2.175.617	3.590.416	3.955.705	3.885.782	4.026.339
Clientes profesionales	938.323	1.018.647	1.899.566	1.097.741	1.899.566	1.568.975	1.601.814	1.743.956
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>2</sup>	3.792.954	3.980.542	1.170.382	3.984.019	1.170.382	1.223.794	1.143.119	1.000.999
Clientes minoristas	381.725	594.195	705.185	676.580	705.185	723.678	715.290	740.544
Clientes profesionales	3.411.229	3.386.347	465.197	3.307.439	465.197	500.116	427.829	260.455

1 Datos a final de periodo

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	102.054	91.542	56.161	56.161	7.515	26.865	45.081	48.682
II. Comisiones netas	533.858	490.517	410.740	410.740	97.329	187.136	277.293	314.375
Comisiones percibidas	798.152	776.641	589.027	589.027	142.577	278.910	411.478	465.015
Tramitación y ejecución de órdenes	555.207	529.711	348.403	348.403	88.899	175.651	258.341	292.763
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.499	7.446	6.869	6.869	4.293	8.367	8.717	9.205
Depósito y anotación de valores	22.367	21.060	19.775	19.775	4.308	8.944	13.151	14.619
Gestión de carteras	13.880	16.186	14.883	14.883	3.544	6.960	10.521	11.954
Diseño y asesoramiento	53.722	60.712	12.067	12.067	4.551	8.410	13.294	14.916
Búsqueda y colocación de paquetes	36	485	50	50	15	30	55	432
Operaciones de crédito al mercado	9	8	8	8	6	84	19	20
Comercialización de IIC	65.487	59.588	45.050	45.050	11.374	24.433	37.532	42.548
Otras	78.944	81.446	141.924	141.924	25.586	46.032	69.847	78.557
Comisiones satisfechas	264.294	286.124	178.287	178.287	45.248	91.774	134.185	150.640
III. Resultado de inversiones financieras	48.588	271.956	9.403	9.403	36.603	184.105	230.834	219.202
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	26.081	-194.355	-28.522	-28.522	-5.908	-126.975	-155.814	-129.768
V. Margen bruto	710.580	659.659	447.782	447.782	135.539	271.131	397.395	452.491
VI. Resultado de explotación	276.253	207.379	35.304	35.304	29.470	70.127	113.752	137.917
VII. Resultado de actividades continuadas	196.834	148.553	-12.057	-12.057	27.353	62.100	96.165	115.953
VIII. Resultado neto del ejercicio	196.834	148.553	-12.057	-12.057	27.353	62.100	96.165	115.953

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: octubre de 2013.

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

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>TOTAL</b>								
Total	181.096	158.070	21.318	106.042	21.318	33.556	81.363	126.456
Activos monetarios y deuda pública	17.536	16.458	18.936	15.865	18.936	6.465	11.646	14.421
Otros valores de renta fija	67.554	79.041	16	52.456	16	18.743	38.246	50.933
Cartera interior	55.334	67.052	-14.813	41.412	-14.813	16.168	31.665	42.557
Cartera exterior	12.220	11.989	14.829	11.044	14.829	2.575	6.581	8.376
Renta variable	284.782	-406.742	356.595	229.149	356.595	-152.244	-148.956	-145.147
Cartera interior	-9.277	10.381	8.003	3.572	8.003	1.937	3.474	39.373
Cartera exterior	294.059	-417.123	348.592	225.577	348.592	-154.181	-152.430	-184.520
Derivados	-229.222	669.747	-308.833	-209.674	-308.833	169.543	304.823	344.568
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-2.166	785	-3.871	-3.680	-3.871	-436	-514	-520
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	32	48
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-359	16.668	5.383	4.927	5.383	615	1.463	2.610
Diferencias de cambio netas	24.445	-198.307	-37.363	17.439	-37.363	-8.399	-132.712	-163.785
Otros productos y cargas de explotación	1.635	3.952	8.841	6.612	8.841	2.490	5.737	7.970
Otras operaciones	16.891	-23.532	-18.386	-7.052	-18.386	-3.221	1.598	15.358
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	102.053	91.541	56.160	43.328	56.160	7.515	26.865	45.080
Activos monetarios y deuda pública	5.787	2.327	4.055	1.889	4.055	1.430	2.404	3.416
Otros valores de renta fija	21.773	20.241	17.089	13.660	17.089	1.643	1.870	3.239
Cartera interior	20.174	17.903	15.180	12.244	15.180	746	1.223	2.264
Cartera exterior	1.599	2.338	1.909	1.416	1.909	897	647	975
Renta variable	76.685	54.249	35.220	31.005	35.220	3.869	18.541	30.343
Cartera interior	57.237	36.991	19.064	17.033	19.064	48	2.741	8.739
Cartera exterior	19.448	17.258	16.156	13.972	16.156	3.821	15.800	21.604
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-2.166	785	-3.871	-3.680	-3.871	-436	-514	-520
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	32	48
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-359	16.668	5.383	4.927	5.383	615	1.463	2.610
Otras operaciones	333	-2.729	-1.716	-4.473	-1.716	394	3.069	5.944
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	48.588	271.956	9.404	39.958	9.404	36.604	184.105	230.834
Activos monetarios y deuda pública	11.749	14.131	14.881	13.976	14.881	5.035	9.242	11.005
Otros valores de renta fija	45.781	58.800	-17.073	38.796	-17.073	17.100	36.376	47.694
Cartera interior	35.160	49.149	-29.993	29.168	-29.993	15.422	30.442	40.293
Cartera exterior	10.621	9.651	12.920	9.628	12.920	1.678	5.934	7.401
Renta variable	208.097	-460.991	321.375	198.144	321.375	-156.113	-167.497	-175.490
Cartera interior	-66.514	-26.610	-11.061	-13.461	-11.061	1.889	733	30.634
Cartera exterior	274.611	-434.381	332.436	211.605	332.436	-158.002	-168.230	-206.124
Derivados	-229.222	669.747	-308.833	-209.674	-308.833	169.543	304.823	344.568
Otras operaciones	12.183	-9.731	-946	-1.284	-946	1.039	1.161	3.057
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	30.455	-205.427	-44.246	22.756	-44.246	-10.563	-129.607	-149.458
Diferencias de cambio netas	24.445	-198.307	-37.363	17.439	-37.363	-8.399	-132.712	-163.785
Otros productos y cargas de explotación	1.635	3.952	8.841	6.612	8.841	2.490	5.737	7.970
Otras operaciones	4.375	-11.072	-15.724	-1.295	-15.724	-4.654	-2.632	6.357

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	1.629	2.481	1.912	1.912	391	923	1.327	1.452
II. Comisiones netas	109.165	97.886	93.246	93.246	24.515	51.268	75.050	85.607
Comisiones percibidas	126.055	112.351	108.198	108.198	28.394	59.205	87.618	100.584
Tramitación y ejecución de órdenes	38.176	36.354	38.112	38.112	10.384	20.177	28.429	33.454
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.748	2.870	3.128	3.128	199	1.957	2.764	3.617
Depósito y anotación de valores	366	441	576	576	138	306	394	443
Gestión de carteras	19.489	12.352	14.476	14.476	3.044	6.341	10.090	11.617
Diseño y asesoramiento	3.618	5.349	3.123	3.123	1.065	1.879	3.345	3.631
Búsqueda y colocación de paquetes	304	61	88	88	55	55	55	55
Operaciones de crédito al mercado	27	42	30	30	3	11	11	11
Comercialización de IIC	23.946	21.381	25.949	25.949	7.111	15.402	23.835	26.675
Otras	37.381	33.500	22.715	22.715	6.396	13.076	18.694	21.080
Comisiones satisfechas	16.890	14.465	14.952	14.952	3.879	7.937	12.568	14.977
III. Resultado de inversiones financieras	456	622	1.255	1.255	91	35	273	-39
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.416	-1.539	-1.459	-1.459	-208	-675	-1.307	-1.281
V. Margen bruto	109.834	99.450	94.954	94.954	24.789	51.551	75.343	85.738
VI. Resultado de explotación	9.457	7.758	4.598	4.598	3.375	8.736	11.500	14.096
VII. Resultado de actividades continuadas	6.452	5.489	3.583	3.583	3.373	8.546	11.064	13.682
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.452	5.489	3.583	3.583	3.373	8.546	11.064	13.682

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: octubre de 2013.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012	2013	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	407	682	733	733	182	341	501	555
II. Comisiones netas	10.097	7.988	7.879	7.879	2.014	4.102	6.413	7.038
Comisiones percibidas	20.994	18.477	17.887	17.887	4.625	9.384	14.385	15.260
Gestión de carteras	18.020	16.582	16.307	16.307	4.226	8.564	13.170	13.943
Diseño y asesoramiento	1.160	1.894	1.579	1.579	399	819	1.214	1.317
Comercialización de IIC	34	0	0	0	0	0	0	0
Otras	1.779	0	0	0	0	0	0	0
Comisiones satisfechas	10.897	10.489	10.008	10.008	2.611	5.282	7.972	8.222
III. Resultado de inversiones financieras	51	186	4	4	-7	-11	26	49
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	22	-11	-1	-1	19	5	1	-14
V. Margen bruto	10.577	8.845	8.615	8.615	2.208	4.437	6.941	7.628
VI. Resultado de explotación	1.154	1.526	1.406	1.406	474	1.024	2.116	2.300
VII. Resultado de actividades continuadas	939	1.042	953	953	316	687	1.473	1.574
VIII. Resultado neto del ejercicio	939	1.042	953	953	316	687	1.473	1.574

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: octubre de 2013.

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

CUADRO 2.11

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>TOTAL</b>								
Importe total (miles de euros)	1.399.885	1.219.553	1.089.801	1.222.062	1.089.801	1.085.783	1.106.049	1.043.016
% exceso <sup>1</sup>	313,47	321,37	278,34	286,90	278,34	300,76	319,33	293,44
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	29	36	37	35	37	37	31	32
>100- ≤300%	36	23	24	24	24	26	30	28
>300- ≤500%	17	19	17	23	17	14	16	19
>500%	19	22	15	14	15	16	15	13
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Importe total (miles de euros)	1.315.284	1.134.406	1.012.821	1.137.674	1.012.821	1.017.597	1.040.039	969.750
% exceso <sup>1</sup>	331,24	345,52	296,89	302,28	296,89	329,03	355,90	321,70
Nº entidades según porcentaje del exceso								
<100%	8	12	7	9	7	10	10	10
≥100- <300%	19	10	17	13	17	16	15	14
≥300- <500%	12	13	12	16	12	10	12	13
≥500%	11	14	10	9	10	10	9	8
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Importe total (miles de euros)	67.273	68.007	61.602	67.193	61.602	53.531	53.556	59.966
% exceso <sup>1</sup>	192,26	189,22	188,07	200,37	188,07	161,23	160,50	184,41
Nº entidades según porcentaje del exceso								
<100%	19	21	27	23	27	24	18	20
≥100- <300%	14	12	6	10	6	9	14	12
≥300- <500%	5	5	4	6	4	3	3	5
≥500%	7	7	4	4	4	5	5	5
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Importe total (miles de euros)	17.328	17.140	15.378	17.195	15.378	14.655	12.454	13.300
% exceso <sup>1</sup>	119,49	112,61	87,13	107,13	87,13	79,01	59,97	61,94
Nº entidades según porcentaje del exceso								
<100%	2	3	3	3	3	3	3	2
≥100- <300%	3	1	1	1	1	1	1	2
≥300- <500%	0	1	1	1	1	1	1	1
≥500%	1	1	1	1	1	1	1	0

<sup>1</sup> 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 impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.12

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>TOTAL</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	14,68	13,22	3,19	11,78	3,19	9,99	12,18	13,12
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	24	32	31	36	31	29	25	22
0-≤15%	45	44	33	33	33	34	32	41
>15-<45%	17	14	24	22	24	20	24	21
>45-≤75%	8	5	3	1	3	7	5	4
>75%	7	5	2	4	2	3	6	4
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	15,28	13,79	2,97	12,36	2,97	9,72	11,78	12,98
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	10	13	14	14	14	13	13	12
0-≤15%	24	24	18	21	18	19	17	17
>15-<45%	8	7	11	11	11	11	12	13
>45-≤75%	4	2	2	0	2	2	2	1
>75%	4	3	1	1	1	1	2	2
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	8,16	7,46	6,25	5,54	6,25	15,20	20,26	15,92
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	18	15	20	15	14	10	9
0-≤15%	17	16	11	8	11	12	11	21
>15-<45%	8	6	13	11	13	8	12	7
>45-≤75%	4	3	1	1	1	5	3	3
>75%	3	2	1	3	1	2	4	2
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	2,12	4,70	6,59	4,30	6,59	5,43	5,87	9,25
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	1	2	2	2	2	2	1
0-≤15%	4	4	4	4	4	3	4	3
>15-<45%	1	1	0	0	0	1	0	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	2010	2011	2012	2011		2012		2013	
				II	I	II	I		
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>									
Total	16.114.880	16.033.108	14.776.498	16.033.108	14.694.319	14.776.498	15.437.210		
Clientes minoristas	1.710.385	2.181.943	3.267.079	2.181.943	2.443.271	3.267.079	3.973.782		
Clientes profesionales	3.854.641	3.151.565	3.594.287	3.151.565	3.396.260	3.594.287	3.472.835		
Otros	10.549.854	10.699.600	7.915.132	10.699.600	8.854.788	7.915.132	7.990.593		
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>									
Total	20.745	31.053	26.177	31.053	13.915	26.177	14.685		
Comisiones percibidas	20.629	30.844	26.065	30.844	13.833	26.065	14.660		
Otros ingresos	116	209	112	209	82	112	25		
<b>PATRIMONIO NETO</b>									
Total	10.062	12.320	13.402	12.320	13.123	13.402	12.153		
Capital social	3.014	3.895	4.365	3.895	4.328	4.365	4.820		
Reservas y remanentes	247	950	4.798	950	5.912	4.798	4.306		
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	6.801	7.474	4.239	7.474	2.883	4.239	3.027		

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<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.627	5.460	5.246	5.246	5.243	5.224	5.178	5.143
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.205	2.207	2.163	2.084	2.054
Sociedades de inversión	3.133	3.056	2.981	2.981	2.979	3.006	3.039	3.037
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	24	24	22	22	22
IIC de inversión libre	33	36	36	36	33	33	33	30
Total IIC inmobiliarias	16	14	14	14	15	16	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	9	10	10	10
Total IIC extranjeras comercializadas en España	660	739	754	754	753	753	772	784
Fondos extranjeros comercializados en España	379	426	421	421	417	406	409	412
Sociedades extranjeras comercializadas en España	281	313	333	333	336	347	363	372
SGIC	123	114	105	105	105	102	101	98
Depositarias IIC	114	97	84	84	83	80	78	77

1 Datos disponibles: noviembre de 2013.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III <sup>1</sup>	IV <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.578.524	5.249.813	4.815.636	4.815.628	4.927.974	5.054.520	5.209.038	5.284.691
Fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.410.763	4.523.130	4.646.584	4.799.634	4.874.509
Sociedades de inversión	417.635	414.620	404.865	404.865	404.844	407.936	409.404	410.182
Total IIC inmobiliarias	76.223	30.678	26.155	26.155	25.069	22.558	22.484	6.943
Fondos de inversión inmobiliaria	75.280	29.735	25.218	25.218	24.048	21.541	21.466	5.924
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	943	937	937	1.021	1.017	1.018	1.019
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	865.767	761.380	817.309	817.309	887.121	951.529	1.001.473	-
Fondos extranjeros comercializados en España	193.233	177.832	163.255	163.255	186.449	185.490	194.030	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	666.534	583.548	654.054	654.054	700.672	766.039	807.443	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2013. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

#### Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III <sup>1</sup>	IV <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	170.073,1	155.982,6	147.722,2	147.722,2	154.845,3	160.704,6	171.271,9	177.412,6
Fondos de inversión <sup>3</sup>	143.918,2	132.368,6	124.040,4	124.040,4	130.295,4	135.933,5	145.168,5	150.207,2
Sociedades de inversión	26.155,0	23.614,0	23.681,8	23.681,8	24.549,9	24.771,1	26.103,4	27.205,4
Total IIC inmobiliarias	6.437,5	4.807,1	4.485,5	4.485,5	4.915,2	4.839,5	4.759,1	4.732,6
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.201,5	4.071,4	3.985,5	3.899,2	3.864,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	284,1	843,8	854,0	859,9	868,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	36.692,9	29.969,5	37.990,7	37.990,7	44.504,2	48.227,8	50.738,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.535,9	6.382,9	6.248,7	6.248,7	7.559,1	7.851,0	8.268,5	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	28.156,9	23.586,6	31.742,0	31.742,0	36.945,1	40.376,8	42.470,4	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2013. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en septiembre de 2013, del orden de 3.885 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 inversión<sup>1</sup>

CUADRO 3.4

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Patrimonio	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.108,2	124.040,4	130.295,4	135.933,5	145.168,5
Cartera de inversiones financieras	137.295,4	126.370,0	118.446,5	119.558,0	118.446,5	123.616,6	129.370,9	137.908,9
Cartera interior	89.630,2	90.394,4	82.929,6	83.428,6	82.929,6	88.257,3	94.936,5	100.289,7
Valores representativos de deuda	68.575,1	72.076,1	65.999,1	67.268,2	65.999,1	67.522,7	71.448,3	74.391,7
Instrumentos de patrimonio	3.829,2	3.087,0	3.140,8	2.942,0	3.140,8	3.327,5	3.518,9	4.328,2
Instituciones de inversión colectiva	7.338,6	6.038,5	3.170,7	3.326,8	3.170,7	3.563,9	3.913,4	4.066,6
Depósitos en EECC	9.460,8	8.961,2	10.333,3	9.650,0	10.333,3	13.647,7	15.750,8	17.078,0
Derivados	426,2	231,5	285,7	241,6	285,7	195,5	305,1	425,1
Otros	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera exterior	47.626,5	35.968,1	35.512,7	36.123,3	35.512,7	35.355,8	34.430,8	37.616,5
Valores representativos de deuda	30.337,4	22.713,5	20.493,9	21.553,5	20.493,9	18.969,8	18.053,8	19.303,0
Instrumentos de patrimonio	8.385,8	7.037,3	7.668,6	7.452,0	7.668,6	8.241,2	8.458,3	9.531,3
Instituciones de inversión colectiva	8.404,7	6.061,6	7.112,3	6.928,3	7.112,3	7.904,4	7.725,9	8.461,8
Depósitos en EECC	108,0	23,0	45,8	37,4	45,8	36,9	39,3	36,2
Derivados	387,1	131,6	191,6	151,5	191,6	203,1	153,3	284,0
Otros	3,6	1,1	0,6	0,6	0,6	0,5	0,1	0,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	38,6	7,5	4,2	6,1	4,2	3,6	3,2	2,4
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	6.531,4	5.837,6	5.374,7	5.324,0	5.374,7	6.397,1	6.264,0	7.034,6
Neto deudores/acreedores	91,4	161,1	219,2	226,2	219,2	281,6	298,7	225,0

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

2 Datos provisionales.

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Patrimonio	26.155,0	23.614,0	23.681,8	24.014,5	23.681,8	24.549,9	24.771,1	26.103,4
Cartera de inversiones financieras	25.187,3	22.521,9	22.512,4	22.300,8	22.512,4	23.310,1	23.438,8	24.596,6
Cartera interior	12.881,4	12.385,3	11.568,0	11.196,4	11.568,0	11.859,7	11.939,5	12.370,8
Valores representativos de deuda	5.435,9	7.460,8	6.021,4	6.562,6	6.021,4	5.937,5	6.092,5	6.342,6
Instrumentos de patrimonio	2.988,6	2.508,5	2.271,7	2.149,5	2.271,7	2.336,8	2.332,0	2.696,3
Instituciones de inversión colectiva	758,7	667,4	701,0	650,7	701,0	800,6	805,7	1.031,8
Depósitos en EECC	3.675,2	1.721,7	2.531,9	1.794,8	2.531,9	2.740,9	2.671,3	2.258,6
Derivados	-5,9	-5,2	7,7	4,0	7,7	10,0	4,9	9,9
Otros	29,0	32,2	34,3	34,6	34,3	33,9	33,1	31,6
Cartera exterior	12.298,1	10.131,1	10.940,2	11.100,0	10.940,2	11.446,1	11.495,1	12.223,4
Valores representativos de deuda	3.606,8	3.070,6	2.489,2	2.972,9	2.489,2	2.217,1	2.041,9	2.154,8
Instrumentos de patrimonio	4.166,0	3.384,3	3.587,8	3.433,4	3.587,8	3.822,5	3.955,9	4.372,5
Instituciones de inversión colectiva	4.390,5	3.516,3	4.700,2	4.523,9	4.700,2	5.261,0	5.359,0	5.536,6
Depósitos en EECC	12,1	10,8	14,0	11,0	14,0	13,5	10,6	8,6
Derivados	119,9	145,1	147,1	154,6	147,1	130,2	125,9	144,7
Otros	2,8	3,9	1,8	4,2	1,8	1,7	1,8	6,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	5,5	4,3	4,4	4,3	4,3	4,7	2,4
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	832,0	854,6	959,7	1.530,9	959,7	1.076,2	1.127,9	1.300,3
Neto deudores/acreedores	135,5	237,4	209,6	182,7	209,6	163,4	204,2	206,4

1 Datos provisionales.

	2010	2011	2012	2012	2013		III	IV <sup>2</sup>
				IV	I	II		
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.408	2.310	2.185	2.185	2.185	2.117	2.070	2.062
Renta fija <sup>3</sup>	537	508	454	454	448	408	388	388
Renta fija mixta <sup>4</sup>	160	140	125	125	126	129	125	120
Renta variable mixta <sup>5</sup>	138	128	117	117	120	124	128	125
Renta variable euro	172	148	127	127	126	116	113	113
Renta variable internacional	232	220	211	211	209	198	192	191
Garantizado renta fija	276	351	398	398	409	402	391	389
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	499	420	361	361	348	336	316	316
Fondos globales	192	203	192	192	182	174	168	166
De gestión pasiva	61	59	85	85	103	126	148	153
Retorno absoluto	141	133	115	115	114	104	101	101
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.410.771	4.523.140	4.646.619	4.799.719	4.874.623
Renta fija <sup>3</sup>	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.261.634	1.283.052	1.347.295	1.410.867	1.442.327
Renta fija mixta <sup>4</sup>	270.341	206.938	188.574	188.574	194.084	203.705	205.034	213.842
Renta variable mixta <sup>5</sup>	171.336	145.150	138.096	138.096	140.132	141.715	161.099	164.181
Renta variable euro	266.395	237.815	220.450	220.450	231.881	239.309	254.009	265.980
Renta variable internacional	501.138	448.539	398.664	398.664	409.552	427.789	435.571	437.874
Garantizado renta fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.075.852	1.114.875	1.124.209	1.091.051	1.072.244
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	1.065.426	912.298	727.880	727.880	703.587	655.760	628.100	624.125
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	101.321	104.718	111.567	117.838	121.402
De gestión pasiva	90.343	100.416	125.003	125.003	170.399	224.481	321.669	355.711
Retorno absoluto	277.445	229.097	173.297	173.297	170.860	170.789	174.481	176.937
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.040,4	124.040,4	130.295,4	135.933,5	145.168,5	150.207,2
Renta fija <sup>3</sup>	56.614,6	46.945,5	40.664,6	40.664,6	42.690,3	46.736,8	50.381,0	52.214,0
Renta fija mixta <sup>4</sup>	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.500,9	5.965,6	6.618,4	6.873,4	7.211,0
Renta variable mixta <sup>5</sup>	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.179,9	3.593,6	3.911,9	4.783,4	5.190,1
Renta variable euro	5.356,8	4.829,2	5.270,2	5.270,2	5.691,8	5.867,8	7.021,5	7.896,2
Renta variable internacional	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.615,0	7.224,0	7.297,3	7.967,6	8.400,6
Garantizado renta fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	36.445,0	37.653,1	37.316,1	35.504,7	34.501,5
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	22.046,5	18.014,5	14.413,2	14.413,2	13.925,5	13.032,2	12.767,2	12.858,8
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.358,6	4.366,9	4.157,3	4.352,8	4.545,3
De gestión pasiva	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.991,2	4.511,4	6.402,4	10.926,5	12.760,9
Retorno absoluto	8.348,1	5.989,7	4.601,9	4.601,9	4.673,3	4.593,4	4.590,4	4.628,8

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

2 Datos disponibles: octubre de 2013.

3 Desde 3T2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Hasta 2t2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

4 Incluye Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.

5 Incluye Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.

6 Incluye Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

	2010	2011	2012	2012	2013			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.410.771	4.523.140	4.646.619	4.799.719	4.874.623
Personas físicas	5.019.902	4.706.193	4.293.071	4.293.071	4.400.031	4.517.632	4.665.265	4.736.854
Residentes	4.954.891	4.645.384	4.237.534	4.237.534	4.344.170	4.461.680	4.608.356	4.679.627
No residentes	65.011	60.809	55.537	55.537	55.861	55.952	56.909	57.227
Personas jurídicas	140.987	129.000	117.700	117.700	123.109	128.987	134.454	137.769
Entidades de crédito	524	490	473	473	500	506	520	520
Otros agentes residentes	139.550	127.765	116.589	116.589	121.922	127.784	133.198	136.525
Entidades no residentes	913	745	638	638	687	697	736	724
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	143.918,1	132.368,6	124.040,4	124.040,4	130.295,4	135.933,5	145.168,5	150.207,2
Personas físicas	113.660,6	106.627,6	101.963,8	101.963,8	106.634,4	110.298,6	117.097,2	121.013,3
Residentes	111.900,1	105.088,0	100.515,7	100.515,7	105.154,3	108.795,3	115.454,6	119.301,3
No residentes	1.760,5	1.539,6	1.448,0	1.448,0	1.480,1	1.503,4	1.642,5	1.712,0
Personas jurídicas	30.257,5	25.741,1	22.076,6	22.076,6	23.661,0	25.634,9	28.071,3	29.193,9
Entidades de crédito	1.926,1	1.446,7	1.075,4	1.075,4	610,5	496,7	568,2	601,9
Otros agentes residentes	27.644,6	23.880,7	20.657,1	20.657,1	22.662,2	24.719,9	27.044,1	28.140,1
Entidades no residentes	686,9	413,7	344,1	344,1	388,2	418,2	459,0	451,9

<sup>1</sup> Datos disponibles: octubre de 2013.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2010	2011	2012	2012	2013			
				III	IV	I	II	III
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	78.805,2	58.145,0	51.006,7	18.221,5	8.724,7	17.899,8	24.368,4	19.197,3
Renta fija	41.656,1	27.206,2	32.924,2	14.366,3	4.884,3	9.266,2	15.803,3	10.626,0
Renta fija mixta	3.538,8	1.332,4	1.440,2	310,6	391,6	784,9	1.009,0	766,6
Renta variable mixta	1.221,7	815,7	590,0	94,7	197,7	396,6	496,0	656,0
Renta variable euro	1.673,0	2.085,0	1.257,5	312,1	310,3	699,9	866,6	793,8
Renta variable internacional	4.455,2	3.835,1	1.693,8	393,4	354,1	698,3	984,9	826,5
Garantizado renta fija	11.513,4	13.965,7	7.976,3	1.851,5	1.245,8	2.956,0	1.763,8	908,8
Garantizado renta variable	5.120,1	2.570,7	1.420,7	272,4	179,0	469,3	502,7	524,5
Fondos globales	3.018,1	3.261,6	1.270,9	168,6	338,2	500,8	496,7	439,0
De gestión pasiva	683,8	924,7	1.402,2	263,6	522,2	1.689,9	1.969,8	3.274,0
Retorno absoluto	5.924,8	2.147,7	1.031,0	188,3	301,5	437,9	475,6	382,0
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	104.385,6	68.983,6	63.744,4	21.398,1	12.295,4	13.654,7	19.151,6	13.330,5
Renta fija	68.806,1	37.633,9	38.767,8	16.247,2	6.157,7	7.353,2	11.758,0	7.187,6
Renta fija mixta	4.955,7	3.258,1	2.215,4	484,2	508,1	471,7	599,6	572,2
Renta variable mixta	1.311,8	1.136,2	973,1	163,0	251,0	185,2	277,5	236,2
Renta variable euro	2.369,9	1.933,0	1.421,2	314,2	334,2	425,3	764,4	466,1
Renta variable internacional	3.303,3	4.652,7	2.114,4	449,3	540,6	583,0	827,3	629,2
Garantizado renta fija	6.797,4	6.737,4	8.829,3	1.793,0	2.220,3	2.427,3	2.099,3	1.864,9
Garantizado renta variable	7.620,2	5.632,3	4.944,2	1.077,5	1.294,8	1.030,3	1.357,1	836,3
Fondos globales	2.694,4	2.316,3	1.278,4	269,7	330,7	301,1	316,0	260,7
De gestión pasiva	1.474,1	1.199,2	830,1	195,8	161,8	467,2	599,4	847,5
Retorno absoluto	5.053,0	4.484,7	2.370,4	404,2	496,2	410,4	553,0	429,8

<sup>1</sup> Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-25.580,6	-10.853,1	-14.597,3	-3.177,2	-3.579,6	4.224,4	5.205,5	5.847,4
Renta fija	-27.149,9	-10.423,6	-7.739,7	-1.885,4	-1.297,8	1.729,5	3.934,9	3.329,4
Renta fija mixta	-1.417,0	-1.980,4	-18,8	-46,1	-107,1	419,0	668,7	132,6
Renta variable mixta	-90,0	-375,5	35,8	-45,2	-38,0	349,0	315,7	668,0
Renta variable euro	-696,9	142,0	-115,4	13,5	24,7	275,0	104,6	328,0
Renta variable internacional	1.152,1	-796,0	-425,3	-38,6	-188,7	122,3	133,3	175,4
Garantizado renta fija	4.716,0	7.809,3	-338,8	215,7	-873,0	537,8	-602,6	-2.334,0
Garantizado renta variable	-2.500,1	-4.053,9	-4.225,9	-1.040,2	-1.258,9	-651,9	-952,7	-593,3
Fondos globales	323,6	972,2	-1.021,0	-105,5	-5,5	-61,0	-197,9	42,0
De gestión pasiva	-790,3	60,8	823,8	140,0	420,0	1.477,0	1.851,1	4.150,7
Retorno absoluto	871,7	-2.207,9	-1.571,9	-385,4	-255,3	27,7	-49,5	-51,4
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	135,7	-673,3	6.289,3	3.175,6	2.513,4	2.035,2	433,0	3.395,2
Renta fija	64,5	744,9	1.459,6	560,1	450,4	296,4	111,7	315,0
Renta fija mixta	-56,4	-85,1	266,1	128,2	95,0	45,8	-15,8	122,4
Renta variable mixta	-53,4	-189,0	238,2	121,1	101,8	64,7	2,6	203,5
Renta variable euro	-254,1	-666,9	558,8	361,8	354,9	146,5	71,4	825,7
Renta variable internacional	877,4	-947,2	759,1	328,2	140,5	486,7	-60,0	494,9
Garantizado renta fija	-170,4	1.070,4	1.727,4	852,8	828,4	670,5	265,8	522,7
Garantizado renta variable	-392,8	21,8	624,5	480,2	289,0	164,2	59,4	328,4
Fondos globales	123,1	-307,8	274,9	121,8	75,7	69,3	-11,7	153,5
De gestión pasiva	-109,7	-163,9	196,8	135,6	115,0	47,4	39,9	380,7
Retorno absoluto	107,7	-150,5	184,1	85,8	62,9	43,7	-30,4	48,4

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,09	0,45	6,03	2,83	2,31	1,86	0,69	2,67
Renta fija	0,78	2,28	4,33	1,58	1,34	0,92	0,58	0,84
Renta fija mixta	0,61	-0,15	6,05	2,65	2,06	1,09	0,06	2,10
Renta variable mixta	0,11	-4,30	9,20	4,34	3,68	2,25	0,57	4,93
Renta variable euro	-3,05	-10,77	12,84	8,15	7,49	3,10	2,08	13,16
Renta variable internacional	14,80	-11,05	13,51	5,48	2,60	7,57	-0,22	6,94
Garantizado renta fija	-0,11	3,77	5,30	2,58	2,50	2,00	0,98	1,66
Garantizado renta variable	-0,46	1,29	5,26	3,36	2,26	1,45	0,77	2,89
Fondos globales	4,15	-4,55	7,80	3,18	2,11	1,97	0,06	4,03
De gestión pasiva	-2,50	-6,27	7,99	5,92	4,23	1,42	1,02	4,20
Retorno absoluto	2,49	-0,90	4,93	2,11	1,67	1,24	-0,47	1,35
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,91	0,93	0,94	0,23	0,24	0,24	0,27	0,25
Renta fija	0,65	0,64	0,66	0,16	0,17	0,17	0,22	0,17
Renta fija mixta	1,20	1,17	1,10	0,27	0,27	0,28	0,32	0,28
Renta variable mixta	1,65	1,59	1,51	0,37	0,36	0,37	0,42	0,40
Renta variable euro	1,78	1,80	1,77	0,44	0,44	0,43	0,47	0,50
Renta variable internacional	1,84	1,77	1,74	0,41	0,42	0,46	0,48	0,47
Garantizado renta fija	0,62	0,72	0,79	0,20	0,21	0,21	0,23	0,22
Garantizado renta variable	1,24	1,24	1,23	0,31	0,31	0,30	0,31	0,31
Fondos globales	1,06	1,11	1,01	0,23	0,22	0,31	0,32	0,36
De gestión pasiva	0,72	0,75	0,81	0,20	0,19	0,18	0,19	0,17
Retorno absoluto	1,06	1,08	1,03	0,23	0,24	0,29	0,30	0,29
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
Renta fija mixta	0,10	0,12	0,08	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,03	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	0,35	-0,08	5,50	2,72	2,08	1,65	0,36	2,50
Renta fija	0,11	1,56	3,54	1,35	1,12	0,76	0,31	0,65
Renta fija mixta	-0,54	-1,34	4,95	2,41	1,75	0,83	-0,19	1,85
Renta variable mixta	-0,98	-5,64	7,83	4,12	3,30	2,02	0,17	4,78
Renta variable euro	-2,94	-11,71	12,31	8,16	7,28	2,95	1,30	13,71
Renta variable internacional	14,22	-10,83	13,05	5,27	2,32	7,40	-0,69	6,87
Garantizado renta fija	-0,67	3,28	4,85	2,42	2,27	1,82	0,70	1,46
Garantizado renta variable	-1,79	0,14	5,07	3,89	1,99	1,16	0,42	2,62
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	2,93	2,03	1,70	-0,26	3,80
De gestión pasiva	-2,36	-7,33	7,10	5,44	4,04	1,06	0,86	4,13
Retorno absoluto	1,53	-1,87	3,84	1,82	1,36	0,96	-0,32	1,07

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

CUADRO 3.12

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	1.852	2.047	2.427	2.305	2.427	2.384	2.374	2.266
Patrimonio (millones de euros)	646,2	728,1	918,6	828,7	918,6	964,8	981,3	982,4
Suscripciones (millones de euros)	236,6	201,1	347,6	83,0	132,4	95,9	76,3	88,1
Reembolsos (millones de euros)	268,6	92,5	212,7	50,9	68,2	82,2	69,4	115,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-32,0	108,6	134,8	32,1	64,2	13,6	6,9	-27,1
Rendimientos netos (millones euros)	26,3	-26,5	55,7	22,2	25,7	31,9	9,6	28,2
Rentabilidad (en %)	5,37	-2,60	7,17	2,85	3,03	3,72	1,03	2,49
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	6,33	-1,88	8,00	2,72	3,01	3,91	1,73	3,64
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	1,91	1,66	1,38	0,32	0,36	0,54	0,58	0,64
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,07	0,06	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	4.404	3.805	3.338	3.513	3.338	3.211	3.230	3.176
Patrimonio (millones de euros)	694,9	573,0	540,0	561,3	540,0	536,2	468,0	466,6
Suscripciones (millones de euros)	47,9	10,6	23,6	13,7	0,5	0,8	3,6	-
Reembolsos (millones de euros)	184,8	120,1	74,3	21,2	26,4	19,0	69,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-136,9	-109,6	-50,8	-7,5	-25,9	-18,2	-65,4	-
Rendimientos netos (millones euros)	21,7	-12,3	17,6	7,4	4,5	14,4	-2,8	-
Rentabilidad (en %)	3,15	-1,70	0,88	1,38	0,60	2,73	-0,52	-0,12
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	4,38	-0,47	4,56	1,66	1,22	3,03	-0,21	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,25	1,25	1,28	0,32	0,33	0,32	0,31	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: agosto de 2013. Rentabilidad calculada para el periodo junio-agosto.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

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

CUADRO 3.13

	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>3</sup></b>								
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.205	2.207	2.163	2.093	2.081
Sociedades de inversión	3.068	3.002	2.922	2.922	2.922	2.945	2.977	2.970
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	24	24	22	22	22
IIC de inversión libre	31	35	35	35	33	33	33	30
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	9	10	10	10
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.040,4	124.040,4	130.295,4	135.933,4	145.168,5	150.207,2
Sociedades de inversión	25.361,3	23.037,6	23.011,0	23.011,0	23.936,4	24.098,1	25.374,0	26.440,9
IIC de IIC de inversión libre <sup>4</sup>	694,9	573,0	539,9	539,9	536,2	467,9	466,6	-
IIC de inversión libre <sup>4</sup>	643,5	694,7	882,5	882,5	964,8	981,3	982,4	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.201,5	4.071,4	3.985,5	3.899,2	3.864,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	284,1	843,8	854,0	859,9	868,2

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: octubre de 2013.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2013: agosto de 2013.

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

CUADRO 3.14

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	36.692,9	29.969,5	37.990,7	38.409,5	37.990,7	44.504,2	48.227,8	50.738,9
Fondos	8.535,9	6.382,9	6.248,7	7.591,8	6.248,7	7.559,1	7.851,0	8.268,5
Sociedades	28.156,9	23.586,6	31.742,0	30.817,7	31.742,0	36.945,1	40.376,8	42.470,4
<b>Nº DE INVERSORES</b>								
Total	865.767	761.380	817.309	819.911	817.309	887.121	951.529	1.001.473
Fondos	193.233	177.832	163.255	186.878	163.255	186.449	185.490	194.030
Sociedades	666.534	583.548	654.054	633.033	654.054	700.672	766.039	807.443
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>								
Total	660	739	754	749	754	753	753	772
Fondos	379	426	421	418	421	417	406	409
Sociedades	281	313	333	331	333	336	347	363
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	290	297	310	308	310	307	308	317
Francia	225	284	272	279	272	276	271	274
Irlanda	75	87	90	90	90	90	93	97
Alemania	20	20	31	23	31	31	30	30
Reino Unido	16	19	22	21	22	22	22	22
Holanda	1	1	1	1	1	1	2	2
Austria	27	25	23	20	23	21	22	24
Bélgica	5	5	3	5	3	3	3	4
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	0	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 inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2010	2011	2012	2012		2013		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	7	6	6	6	6	6	6	6
Participes	75.280	29.735	25.218	25.218	24.048	21.541	21.466	5.924
Patrimonio (millones de euros)	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.201,5	4.071,4	3.985,5	3.899,2	3.864,4
Rentabilidad (%)	-4,74	-3,23	-5,53	-1,93	-2,59	-1,88	-2,13	-0,79
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	8	8	8	8	9	10	10	10
Accionistas	943	943	937	937	1.021	1.017	1.018	1.019
Patrimonio (millones de euros)	321,9	312,5	284,1	284,1	843,8	854,0	859,9	868,2

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

2 Datos disponibles: octubre de 2013. En este caso, la rentabilidad es mensual.







