



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre III  
2013





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre III  
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>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>69</b>
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2012	71
	Óscar Casado Galán y Juan Ignacio Luengo Crespo	
	Evidencia empírica sobre el mercado español de fondos de inversión de renta variable: un análisis de las suscripciones y los reembolsos	97
	M <sup>a</sup> Isabel Cambón y Ramiro Losada	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>123</b>
	Informe final de IOSCO sobre principios para la regulación de los fondos de inversión cotizados (ETF): una reseña	125
	Elías López Blanco	
<b>IV</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>137</b>
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>149</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
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital-riesgo
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	23
2.3	Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
3.1	Los mercados bursátiles	34
3.2	Los mercados de renta fija	43
4	Los agentes de los mercados	49
4.1	Vehículos de inversión	49
4.2	Empresas de servicios de inversión	56
4.3	Sociedades gestoras de IIC	63
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	67

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Nuevo Plan de Educación Financiera	30
Recuadro 2:	I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores	39
Recuadro 3:	Refuerzo de la transparencia en la comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad	55
Recuadro 4:	Nuevas obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad en la prestación de servicios de inversión	61
Recuadro 5:	Informe de ESMA sobre la comercialización de productos complejos a inversores minoristas	65



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional ha mostrado ciertos síntomas de mejoría a lo largo de los últimos meses, particularmente en el conjunto de las economías avanzadas, donde EEUU y Japón han manifestado un mayor dinamismo de la actividad bajo el paraguas de los diferentes programas de estímulo monetario, mientras que la economía de la zona del euro dejaba atrás la recesión en el segundo trimestre del año. En el conjunto de las economías emergentes se ha observado una ligera ralentización en sus elevadas tasas de crecimiento como consecuencia de algunas restricciones de capacidad, de la desaceleración de la demanda externa y de la moderación del precio de las materias primas en el primer semestre.
- Los mercados internacionales de deuda a largo plazo tendieron a reflejar la mayor fortaleza relativa de las economías avanzadas y el descenso del riesgo de crédito soberano en Europa, aunque mostraron un cierto grado de tensión a mediados de año, cuando la Reserva Federal anunció su predisposición a retirar el programa de estímulo monetario antes de tiempo si la actividad y el empleo se recuperaban suficientemente<sup>1</sup>. Este último hecho propició un repunte en la rentabilidad del bono de deuda estadounidense a diez años hasta valores cercanos al 3%, que no se observaban desde mediados de 2011, y un cierto incremento de la volatilidad. Las primas de riesgo soberano tendieron a reducirse en la mayoría de las economías europeas hasta niveles semejantes a los de la primavera de 2011. En los mercados de renta variable, las revalorizaciones acumuladas en 2013 fueron sustanciales en los índices japoneses (cercasas al 40%) y estadounidenses (cercasas al 20%), mientras que en Europa, donde oscilaron alrededor del 10%, fueron algo más moderadas.
- El PIB de la economía española descendió un 0,1% en el segundo trimestre de 2013 (+0,3% en la zona del euro), lo que marca una tendencia algo más favorable con relación a los trimestres anteriores y abre la puerta al fin de la recesión, que podría llegar en el tercer trimestre del año. Por su parte, los indicadores más relevantes del mercado laboral mostraron descensos menos acusados en el nivel de empleo (-3,6%) y una leve caída de la tasa de paro que, no obstante, continuó en niveles superiores al 26% de la población activa. En este marco, la inflación se redujo de forma sustancial a lo largo del año (desde el 3% hasta el 1,5% en agosto), mientras que los datos de ejecución presupuestaria situaron el déficit del conjunto de las AAPP hasta julio en el 5,27% del PIB, frente a un objetivo del 6,5% del PIB para el conjunto de 2013.

---

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

- El sistema financiero español ha continuado inmerso en un intenso proceso de saneamiento y reestructuración, en el que se han ido cumpliendo los hitos acordados en el Memorando de Entendimiento firmado por las autoridades españolas y europeas en julio de 2012, y en el que destaca el traspaso a la SA-REB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades por un volumen total superior a los 50 mil millones de euros. A pesar de que el desarrollo del negocio bancario continúa siendo complejo, cabe señalar la sustancial mejora de los resultados de las entidades financieras cotizadas en el primer semestre del año, que ascendieron a 3.509 millones de euros<sup>2</sup>, frente a las pérdidas registradas en el mismo periodo del año anterior (-9.507 millones de euros).
- El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras creció un 11,2% en el primer semestre del año, hasta los 8.368 millones de euros, debido al fuerte descenso de las pérdidas del sector de la construcción y las sociedades inmobiliarias. Por su parte, el endeudamiento agregado descendió un 5,8%, hasta los 283 mil millones de euros, si bien la ratio de apalancamiento permaneció estable en 1,4.
- En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones descendieron de forma notable en el primer semestre del año, pero repuntaron sensiblemente con posterioridad debido a la mejora de los indicadores económicos y al descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano. Así, el Ibex 35, cuyo nivel quedaba cerca de los 9.000 puntos a mediados de septiembre (una cota no observada desde octubre de 2011), acumulaba una revalorización del 9,5% en el conjunto del año, que fue incluso superior en los índices de las empresas de capitalización mediana y pequeña. La volatilidad del mercado osciló en torno a valores del 20% a lo largo de todo el año, repuntando temporalmente hasta el 30% a mediados del mismo. Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial *bid-ask*, fueron satisfactorias, en un marco de descenso prolongado de la contratación, que cayó un 8% en el año.
- Los mercados domésticos de renta fija han reflejado a lo largo de 2013 el sustancial descenso de las tensiones en los mercados europeos de deuda soberana que comenzó tras el verano de 2012, con caídas notables en los tipos de interés de la deuda pública y privada, mostrando únicamente un cierto grado de tensión en mayo y en junio. La rentabilidad del bono de deuda soberana español a diez años se reducía a mediados de septiembre hasta el 4,5% (5,3% en diciembre de 2012) y el diferencial respecto al bono alemán caía hasta los 237 puntos básicos (p.b.), afectado también por el incremento de la rentabilidad de este último. A pesar del fuerte descenso de la percepción de riesgo sobre los emisores españoles y del abaratamiento del coste de su financiación, el volumen de las emisiones de deuda registrado en la CNMV en los tres primeros trimestres del año ascendió a 94 mil millones de euros, un 65% menos que en el mismo periodo de 2012. Una cierta fragilidad en los mercados, la existencia de fuentes alternativas de financiación y las menores necesidades de financiación de las entidades podrían explicar el escaso dinamismo de las emisiones de deuda.

---

2 Con la información disponible en la CNMV a 15 de septiembre.

- El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 4,3% durante el primer semestre de 2013, hasta situarse en 135.933 millones de euros, tras cinco ejercicios de descensos prácticamente ininterrumpidos. Cerca del 80% del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones de fondos de renta fija y de gestión pasiva, en detrimento de los fondos garantizados. Este cambio de tono en la industria, favorecido por el descenso de la remuneración proporcionada por los depósitos bancarios y los pagarés, permitió que el beneficio agregado de las SGIIC se incrementara un 11,1% y que tanto el número de las entidades en pérdidas como el volumen de dichas pérdidas se redujeran sensiblemente. En este marco, la importancia relativa de los activos de menor liquidez en la cartera de los fondos disminuyó desde el 4,1% del patrimonio total en diciembre de 2012 hasta el 3,1% en junio de 2013.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) en el primer semestre del año siguió profundamente afectada por la caída de la contratación en los mercados, que es la principal fuente de ingresos de estos intermediarios, pero se observó una cierta recuperación de otras líneas de negocio, como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Además se redujo el número de entidades en pérdidas y el volumen de las mismas y las ratios de solvencia del sector continuaron siendo holgadas.
- El informe contiene cinco recuadros monográficos:
  - En el primer recuadro se describen las principales características de la renovación del Plan de Educación Financiera que firmaron la CNMV y el Banco de España el pasado mes de junio, que contempla los nuevos retos para el periodo 2013-2017.
  - El segundo recuadro resume la información que se presentó el pasado 27 de junio en la I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores, que tuvo como objetivo dar a conocer los trabajos en curso sobre la materia y discutir el panorama futuro de los sistemas de poscontratación en España.
  - El tercer recuadro expone las medidas preventivas que ha establecido recientemente la CNMV dirigidas a reforzar la información que se ofrece a los inversores en fondos de inversión como consecuencia del notable incremento de la comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad como sustitutos de los fondos garantizados.
  - El cuarto recuadro recoge las novedades más relevantes relacionadas con las nuevas obligaciones de información a los clientes a los que se prestan servicios de inversión en el marco de la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros (Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV).
  - Finalmente, el quinto recuadro contiene un resumen de un informe publicado en julio de 2013 por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) en el que se analizan dos tipos de productos complejos que se han comercializado de forma generalizada entre los inversores minoristas en la zona del euro.

## 2 Entorno macrofinanciero

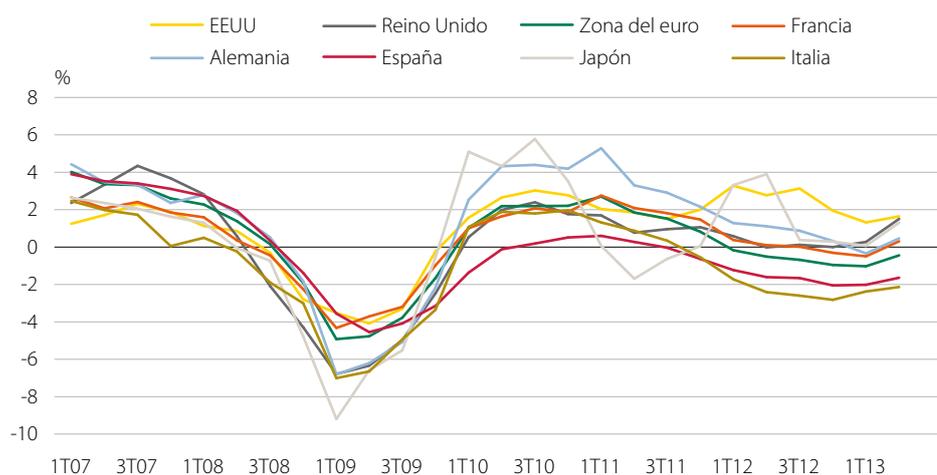
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*El entorno macroeconómico ha mejorado en los últimos meses en las economías avanzadas, mientras que el crecimiento se ha moderado en las emergentes.*

El entorno macroeconómico internacional ha dado ciertos síntomas de mejoría a lo largo de los últimos meses en el conjunto de las economías avanzadas, mientras que las economías emergentes más importantes han mostrado una ligera ralentización en sus elevadas tasas de crecimiento como consecuencia de algunas restricciones de capacidad, de la desaceleración de la demanda externa y de la moderación del precio de las materias primas. En la zona del euro, los datos del PIB correspondientes al segundo trimestre del año pusieron de manifiesto el fin de la recesión en la zona, con un avance de la actividad del 0,3% (0,7% en Alemania, 0,5% en Francia, -0,3% en Italia, -0,2% en Holanda y -0,1% en España). En EEUU y en Japón, el incremento del PIB se situó en el 0,6% y 0,9% respectivamente en dicho trimestre (1,6% y 1,3% en términos interanuales). En el caso de la economía nipona, el impulso de la actividad estuvo parcialmente relacionado con el programa de expansión monetaria anunciado por el Banco de Japón en el mes de abril.

**Producto Interior Bruto (tasas de variación anual)**

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

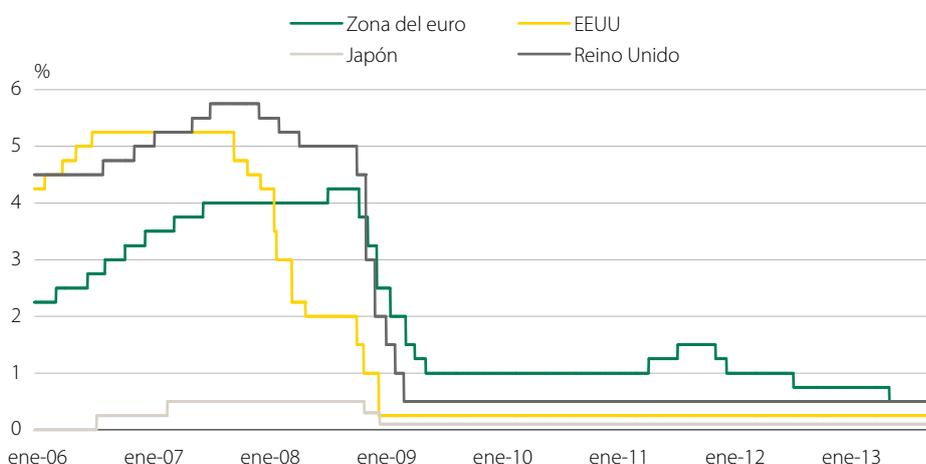
*La Reserva Federal ha mostrado su predisposición a retirar el programa de estímulo monetario de forma progresiva.*

La evolución de las tasas de inflación de las economías avanzadas más relevantes fue relativamente estable a lo largo del año, al mantenerse por debajo del 2% en EEUU y en la zona del euro y por debajo del 3% en el Reino Unido, mientras que las tasas subyacentes experimentaron incluso un ligero descenso. Únicamente en Japón se observó un incremento notable de la tasa de inflación general y de la subyacente entre marzo y julio (desde el -0,9% hasta el 0,7% en la tasa general y desde el -0,8% hasta el -0,1% en la tasa subyacente) como consecuencia del programa de expansión monetaria. Con todo, la ausencia de presiones inflacionistas relevantes permitió que los tipos de interés oficiales permanecieran en niveles históricamente reducidos en estas economías o que descendieran aún más como en la zona del euro, donde el BCE rebajó en mayo el tipo de referencia en 25 p.b., hasta el 0,5% (véase gráfico 2). En EEUU, cabe señalar el anuncio a finales de junio por parte de la Reserva Federal de su predisposición a retirar progresivamente las medidas de estímulo monetario

que forman parte del programa conocido como *Quantitative Easing*, en el caso de que la evolución de la actividad económica y del desempleo fuera favorable<sup>3</sup>.

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los mercados internacionales de deuda a largo plazo han estado condicionados a lo largo del último semestre por la publicación de diferentes indicadores de actividad que, en general, apoyaban la mayor fortaleza relativa de EEUU y de algunas economías europeas y por el anuncio de la Reserva Federal relacionado con su predisposición a retirar su programa de estímulo monetario antes de tiempo si la actividad y el empleo se recuperaban suficientemente. Este último hecho propició un repunte en la rentabilidad del bono de deuda estadounidense a diez años hasta valores cercanos al 3%, que no se observaban desde mediados de 2011, y un cierto incremento de la volatilidad en este mercado. Desde el mes de julio, la incertidumbre relacionada con los acontecimientos producidos en Siria también ha tenido un cierto impacto en los mercados de deuda.

*Los mercados de deuda internacionales han experimentado una cierta volatilidad en los meses centrales del año, con repuntes en los tipos de interés de EEUU, Reino Unido y Alemania...*

En conjunto, los tipos de interés de los bonos de deuda soberana a diez años de las economías más sólidas (EEUU, Reino Unido y Alemania) –que habían descendido desde comienzos del año hasta los primeros días de mayo marcando mínimos del 1,6% en EEUU y en el Reino Unido y del 1,2% en Alemania– han mostrado una tendencia alcista desde entonces que ha sido más acentuada en el caso del bono estadounidense (véase panel superior del gráfico 3). A mediados de septiembre estos tipos de interés se situaban en el 2,9% en EEUU y en el Reino Unido y en el 1,9% en Alemania. La volatilidad en estos mercados también se incrementó ligeramente. Por otra parte, en el resto de economías de referencia se ha observado una tendencia a la baja en los tipos de interés de la deuda soberana a largo plazo durante 2013 que solo se vio interrumpida en los meses centrales del año como consecuencia de diversos elementos

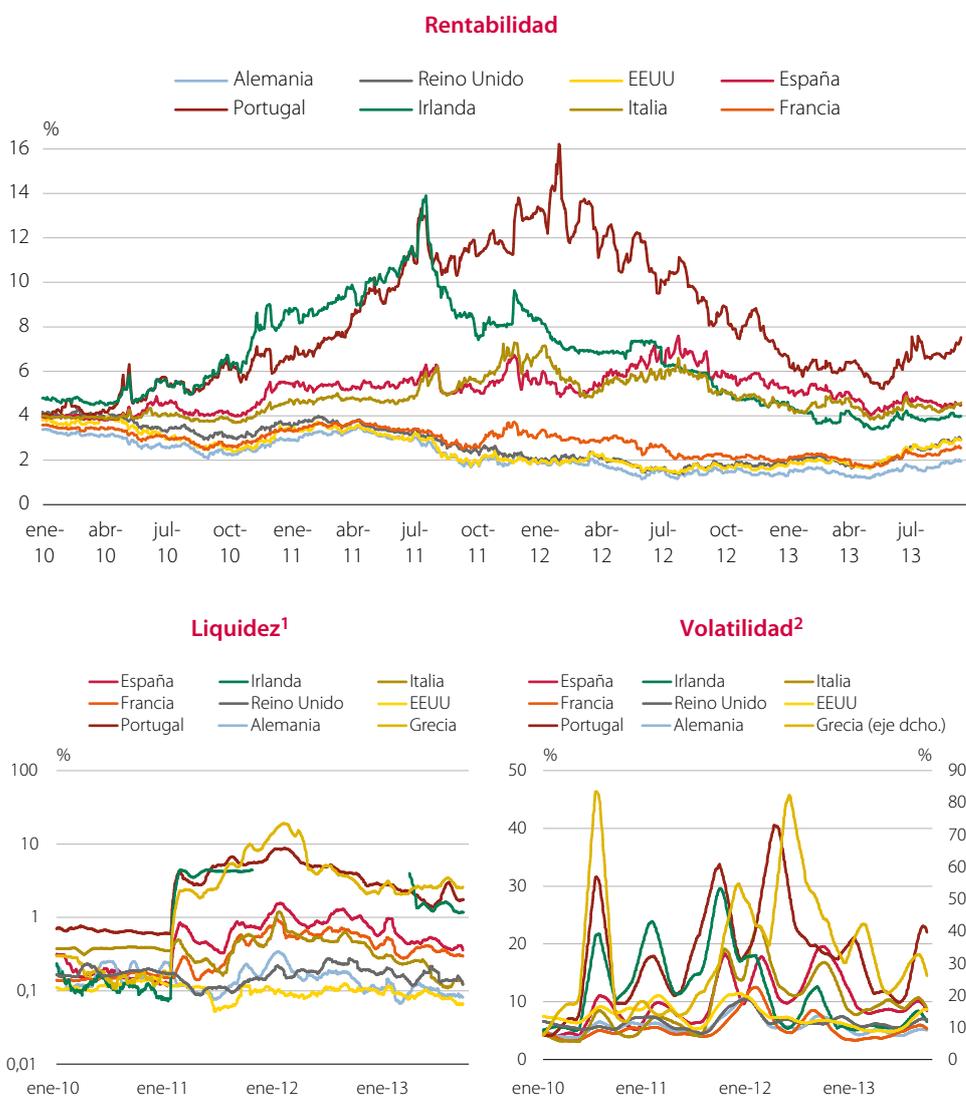
*...y descensos, con ciertos altibajos, en los tipos de interés de otras economías de referencia.*

3 A pesar de que el consenso del mercado esperaba que la Reserva Federal anunciara la reducción del volumen de compras de activos en su reunión del 18 de septiembre, la institución decidió finalmente mantener inalterado el programa de compras, aunque indicó que incrementar dicho volumen ya no era una opción (anteriormente sí lo era) y que los tipos de interés permanecerían en niveles reducidos a lo largo de los próximos tres años. Las bolsas recogieron la noticia con revalorizaciones, pero en días posteriores esta tendencia acabó revirtiéndose.

de incertidumbre. Únicamente se observó un mayor tensionamiento del mercado de deuda en el caso del bono portugués, como consecuencia de la inestabilidad política en aquel país. En general, las condiciones de liquidez en los mercados internacionales de deuda soberana evolucionaron favorablemente a lo largo de 2013, incluso en los momentos de mayor tensión (véase panel inferior izquierdo del gráfico 3).

### Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 1 Promedio de un mes del *spread bid-ask* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 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.

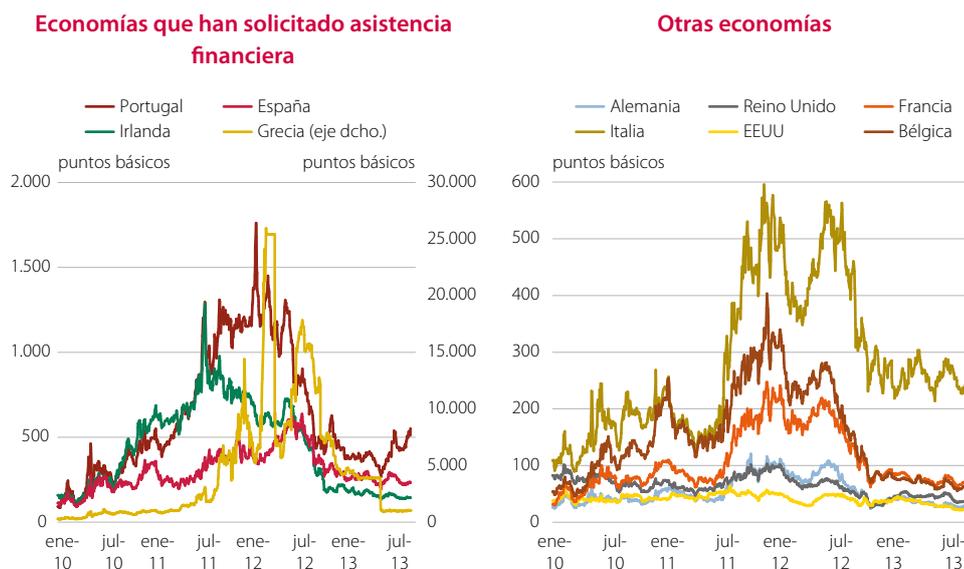
*Las primas de riesgo de crédito soberano, tras el sustancial descenso de la segunda mitad de 2012, tendieron a estabilizarse en niveles similares a los existentes antes de las turbulencias del verano de 2011.*

Tras el sustancial descenso de las primas de riesgo soberano durante los últimos meses de 2012, la evolución comentada de los tipos de interés en 2013 ha permitido estabilizar las primas de riesgo de la mayoría de las economías europeas más afectadas por la crisis de deuda europea en niveles similares a los existentes antes del episodio de turbulencias del verano de 2011. La evolución más reciente de los indicadores de contagio de riesgo soberano revela que estos se mantuvieron en niveles

relativamente reducidos, si bien se incrementaron temporalmente en los meses centrales del año, con más intensidad en el indicador que representa el contagio originado por el riesgo de crédito soberano en Portugal (véase gráfico 17). Como se observa en los paneles del gráfico 4, según la información de los CDS a cinco años, a mediados de septiembre la prima de riesgo soberano se situaba en 552 p.b. en Portugal, 251 p.b. en Italia, 237 p.b. en España y 145 p.b. en Irlanda. En otras economías europeas más sólidas, la prima de riesgo se situaba ampliamente por debajo de los 100 p.b.

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

GRÁFICO 4

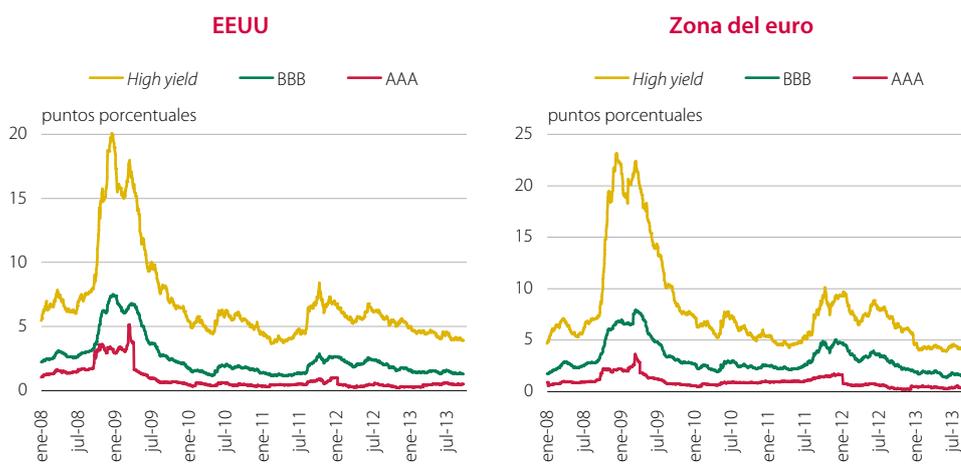


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

Las primas de riesgo del sector corporativo privado también han permanecido prácticamente sin cambios a lo largo del último semestre del año tanto en EEUU como en la zona del euro para los emisores de diferentes calidades crediticias. La abundancia de liquidez en los mercados financieros, en un contexto de tipos de interés históricamente reducidos, continúa impulsando la demanda de instrumentos de deuda de mayor riesgo (en un fenómeno de búsqueda de rentabilidad) y mantiene las primas de riesgo de crédito corporativo en unos niveles reducidos. Así, a mediados de septiembre, en el segmento de emisores de peor calidad crediticia (*high yield*), la prima de riesgo se situaba en 392 p.b. en EEUU y en 399 p.b. en la zona del euro, unos niveles ligeramente inferiores a los del cierre del primer trimestre (453 p.b. y 445 p.b., respectivamente). Para los emisores con *rating* BBB, la prima de riesgo se situaba en 131 p.b. en EEUU y en 153 p.b. en la zona del euro (149 p.b. y 197 p.b., respectivamente, en el primer trimestre) y para los emisores con *rating* AAA, la prima de riesgo se reducía hasta los 51 p.b. en EEUU y los 13 p.b. en la zona del euro.

*Las primas de riesgo de crédito del sector privado se mantuvieron estables y en niveles reducidos debido a la elevada demanda de instrumentos de mayor riesgo relativo, en un contexto de abundancia de liquidez en los mercados.*

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años<sup>1</sup>



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

*Las emisiones brutas de deuda en los mercados internacionales descendieron como consecuencia de la caída de las emisiones de deuda soberana, pero se recuperaron en el sector privado.*

En los mercados internacionales de deuda a largo plazo, el volumen de emisiones brutas en lo que va de año (en términos anualizados) alcanzó los 10,2 billones de dólares, lo que supone un descenso del 13,2% respecto al volumen emitido en 2012. En términos netos, el volumen de emisiones cayó de forma mucho más intensa (un 43%, hasta los 2,7 billones de dólares) como consecuencia tanto de la menor intensidad de las emisiones brutas como del incremento de los vencimientos de deuda. Por sectores, el volumen de emisiones soberanas (brutas) –el más cuantioso– se situó en 7 billones de dólares, un 16,4% por debajo del de 2012. El retroceso de las emisiones soberanas fue más intenso en EEUU, si bien en todas las áreas geográficas de referencia continúan apreciándose las consecuencias de los diferentes procesos de consolidación fiscal puestos en marcha. Por su parte, las emisiones de las entidades financieras ascendieron a 1,49 billones de dólares en 2013, un 9,4% menos que las de 2012. En este ámbito, cabe señalar el mejor comportamiento de las emisiones del sector financiero en EEUU y en Europa (tanto en términos brutos como netos), tras las dificultades de financiación experimentadas a raíz de la crisis financiera. Finalmente, las emisiones del sector corporativo no financiero se mantuvieron en volúmenes similares a los de 2012, ya que ascendieron a 1,71 billones de dólares (1,73 billones de dólares en 2012), notablemente por encima del volumen alcanzado por el sector financiero. Las emisiones efectuadas por estas entidades continuaron mostrando un gran dinamismo, ya que la comparación interanual se ve parcialmente influida por el hecho de que en el conjunto de 2012 el volumen de emisiones fue particularmente elevado (véase panel inferior derecho del gráfico 6).

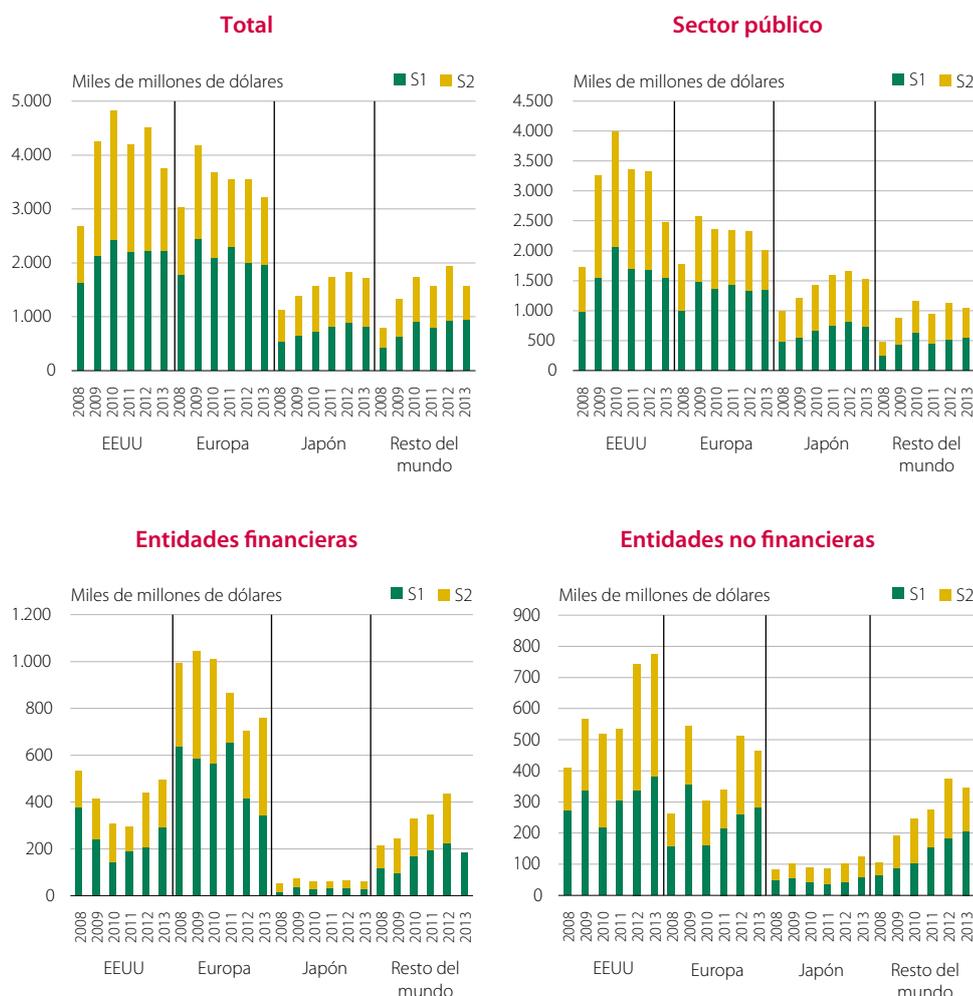
*Los índices de renta variable de EEUU y Japón se revalorizaron sensiblemente prácticamente a lo largo de todo el año, mientras que en Europa las ganancias fueron más intensas desde el tercer trimestre.*

Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas han mostrado un comportamiento relativamente heterogéneo entre las diferentes áreas geográficas a lo largo del año. En los primeros meses del mismo, los índices de las bolsas de EEUU y de Japón experimentaron las revalorizaciones más cuantiosas, como consecuencia del mayor dinamismo relativo de su actividad económica y, en el caso japonés, del programa de estímulo monetario puesto en marcha por el Banco de Japón. Los índices de las economías europeas sufrieron ciertos altibajos a lo largo de la

primera mitad del año debido a la atonía del crecimiento y a determinados elementos de incertidumbre económica y política en algunas economías. En el tercer trimestre del año, las cotizaciones de las acciones europeas crecían con intensidad, apoyadas en unos datos de crecimiento más favorables, que confirmaban el fin de la recesión en la zona del euro y elevaban el apetito por el riesgo de los inversores (véase gráfico 7).

## Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

En el conjunto del año, los índices de renta variable japoneses son los que han acumulado una revalorización más elevada, en torno al 39%, aunque la volatilidad de los precios en estos mercados ha repuntado sensiblemente. La cotización de los índices estadounidenses se ha incrementado entre un 17% (Dow Jones) y un 23% (Nasdaq), y la de los índices europeos lo ha hecho en un rango algo más limitado, entre el 8,8% del Euro Stoxx 50 y el 13,4% del Euronext 100 (véase cuadro 1). La volatilidad de los mercados de renta variable en EEUU y en Europa tendió a oscilar en valores cercanos al 20%, unos niveles muy alejados de los observados en Japón en el segundo trimestre del año (véase panel derecho del gráfico 7).

*En el acumulado del año, la mayoría de los índices de renta variable de las economías avanzadas mostraron revalorizaciones sustanciales, liderados por el índice japonés, que también mostró una gran volatilidad.*



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

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

CUADRO 1

	2009	2010	2011	2012	III-12	IV-12	I-13	II-13	III-13 (hasta el 13 de septiembre)		
									% s/ trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual <sup>2</sup>
<b>Mundo</b>											
MSCI World	27,0	9,6	-7,6	13,2	6,1	2,1	7,2	-0,1	7,0	14,6	15,4
<b>Zona del euro</b>											
Euro Stoxx 50	21,1	-5,8	-17,1	13,8	8,4	7,4	-0,5	-0,8	10,2	8,8	12,7
Euronext 100	25,5	1,0	-14,2	14,8	5,0	6,0	4,7	-1,3	9,7	13,4	16,4
Dax 30	23,8	16,1	-14,7	29,1	12,5	5,5	2,4	2,1	6,9	11,8	16,4
Cac 40	22,3	-3,3	-17,0	15,2	4,9	8,5	2,5	0,2	10,0	13,0	17,5
Mib 30	20,7	-8,7	-24,0	10,2	8,6	6,0	-2,6	-0,4	12,8	9,4	10,5
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	8,5	6,0	-3,0	-2,0	15,2	9,5	12,7
<b>Reino Unido</b>											
FTSE 100	22,1	9,0	-5,6	5,8	3,1	2,7	8,7	-3,1	5,9	11,6	13,1
<b>Estados Unidos</b>											
Dow Jones	18,8	11,0	5,5	7,3	4,3	-2,5	11,3	2,3	3,1	17,3	13,6
S&P 500	23,5	12,8	0,0	13,4	5,8	-1,0	10,0	2,4	5,1	18,4	15,6
Nasdaq-Composite	43,9	16,9	-1,8	15,9	6,2	-3,1	8,2	4,2	9,4	23,3	17,9
<b>Japón</b>											
Nikkei 225	19,0	-3,0	-17,3	22,9	-1,5	17,2	19,3	10,3	5,3	38,6	60,1
Topix	5,6	-1,0	-18,9	18,0	-4,2	16,6	20,3	9,6	4,5	37,9	59,3

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

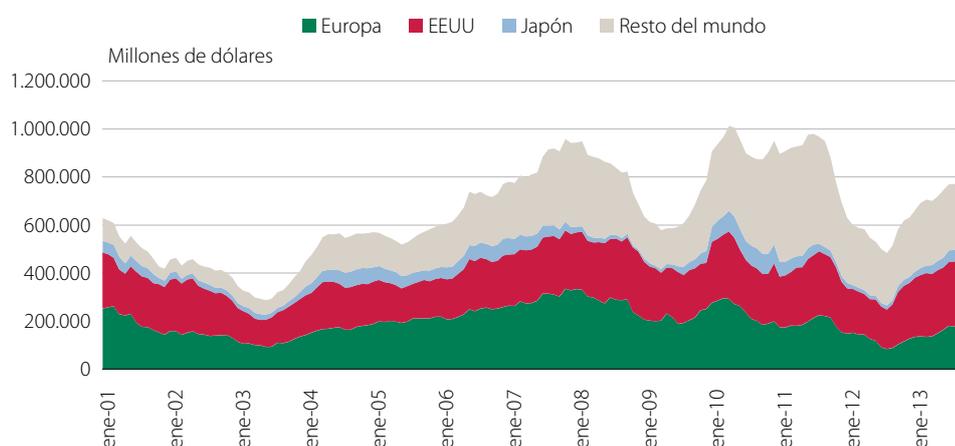
2 Variación interanual de la rentabilidad alcanzada en la fecha de referencia.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados financieros internacionales ascendió a 730 mil millones de dólares hasta septiembre (en cifras acumuladas de los últimos doce meses), una cifra significativamente superior a los 583 mil millones de dólares correspondientes al mismo mes del año precedente, cuando los mercados financieros habían sufrido nuevos episodios de turbulencias. La recuperación de la emisión de acciones desde los últimos mínimos observados en el verano de 2012 ha sido intensa en la mayoría de las regiones de referencia. Así, en Europa, el volumen de las emisiones de renta variable prácticamente se dobló desde los 88 mil millones de dólares en agosto de 2012 hasta los 176 mil millones en septiembre de 2013<sup>4</sup> y en EEUU lo hizo desde los 181 mil millones de dólares hasta los 249 mil millones (véase gráfico 8). El incremento de las emisiones de renta variable en Japón también fue notable, si bien su importancia relativa en el conjunto de las emisiones es reducida. El volumen máximo de las emisiones de estos instrumentos a lo largo de la última década tuvo lugar a principios de 2010, cuando superó ligeramente el billón de dólares.

*Las emisiones de renta variable se han recuperado notablemente en las principales áreas geográficas a lo largo de 2013.*

## Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 15 de septiembre. Este último mes se añade en su equivalencia mensual, con fines comparativos.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral correspondientes al segundo trimestre del año revelaron un descenso trimestral del PIB del 0,1%, tres décimas inferior al del trimestre precedente<sup>5</sup>. En términos anuales, el descenso del PIB se situó en el 1,6% (-2,0% en el primer trimestre). Así pues, los datos del segundo trimestre apuntan a una tendencia más favorable en su evolución. Como se ha indicado,

*El PIB descendió un 0,1% en el segundo trimestre del año (-1,6% interanual), tres décimas menos que en los tres primeros meses del mismo...*

4 Cifras acumuladas de doce meses.

5 Estos datos incorporan la actualización de las estimaciones anuales correspondientes al periodo 2009-2012, de la Contabilidad Nacional de España (CNE), base 2008, que fueron difundidas el 27 de agosto. Como consecuencia de esta actualización, el crecimiento del PIB de los años 2012, 2011 y 2009 fue revisado a la baja en dos, tres y una décima respectivamente, hasta tasas del -1,6%, 0,1% y -3,8%. Por su parte, la variación anual del PIB de 2010 fue revisada al alza en una décima, hasta el -0,2%.

esta tendencia es todavía más intensa en el conjunto de los países de la zona del euro, cuyo PIB mostró un avance del 0,3% en el segundo trimestre del año.

...como consecuencia del menor retroceso de los componentes de la demanda interna.

Los principales elementos que conforman la demanda nacional, el consumo final y la formación bruta de capital fijo, mostraron retrocesos menos intensos que en trimestres previos. Así, el gasto en consumo final de los hogares descendió un 3,2% en términos interanuales, por debajo del 4,3% del primer trimestre, y la formación bruta de capital fijo se redujo un 6,4% (-7,5% en el primer trimestre). En este último ámbito cabe señalar el avance de la inversión en bienes de equipo (0,4%, frente al -4,1% del trimestre previo) y el mantenimiento de la caída de la inversión en construcción en tasas superiores al 10%. En conjunto, la aportación de la demanda nacional al crecimiento total fue negativa (-3,6 p.p.), pero un punto menor respecto al primer trimestre. Por el contrario, la aportación del sector exterior al crecimiento pasó de 2,6 p.p. en el primer trimestre a 2,0 p.p. en el segundo, como consecuencia del repunte de las importaciones (desde el -4,8% hasta el 3,1%), que compensó el notable avance de las exportaciones (desde el 3,6% hasta el 9,2%).

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

CUADRO 2

	2009	2010	2011	2012	CE <sup>1</sup>	
					2013P	2014P
<b>PIB<sup>2</sup></b>	-3,8	-0,2	0,1	-1,6	-1,5	0,9
Consumo privado	-3,7	0,1	-1,2	-2,8	-3,1	-0,1
Consumo público	3,8	1,5	-0,5	-4,8	-3,7	-0,4
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-17,9	-5,5	-5,4	-7,0	-7,6	-1,1
Construcción	-16,6	-9,9	-10,8	-9,7	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	-24,2	5,1	5,6	-3,9	-5,8	0,1
Exportaciones	-9,8	11,7	7,8	2,1	4,1	5,7
Importaciones	-16,8	9,5	0,0	-5,7	-4,0	2,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	2,9	0,4	2,2	2,5	2,6	1,3
<b>Empleo<sup>3</sup></b>	-6,5	-2,3	-1,7	-4,4	-3,4	0,0
<b>Tasa de paro</b>	18,0	20,1	21,7	25,0	27,0	26,4
<b>Índice de precios de consumo</b>	-0,2	2,0	3,1	2,4	1,5	0,8
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	-4,8	-4,4	-3,7	-0,9	1,6	2,9
<b>Saldo de las AAPP (% PIB)<sup>4</sup></b>	-11,2	-9,7	-9,4	-10,6	-6,5	-7,0
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	53,9	61,5	69,3	84,2	91,3	96,8
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)<sup>5</sup></b>	-97,9	-91,7	-83,0	-67,5	n.d.	n.d.

Fuente: Comisión Europea, Banco de España e INE.

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2013.

2 Los datos del PIB y sus componentes correspondientes al periodo 2009-2012 incorporan la actualización de las estimaciones de la Contabilidad Nacional de España (CNE), base 2008, difundidas en agosto.

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

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

5 Sin Banco de España.

n.d.: dato no disponible.

El análisis desde el punto de vista de la oferta revela que el sector primario y la mayoría de las ramas de los servicios presentaron tasas de variación menos negativas que en trimestres previos. Por el contrario, el PIB de la industria aceleró ligeramente su contracción (del -3,0% al -3,1%), a pesar de la mejor evolución de la rama industrial manufacturera, que respondió al incremento de la demanda de bienes duraderos.

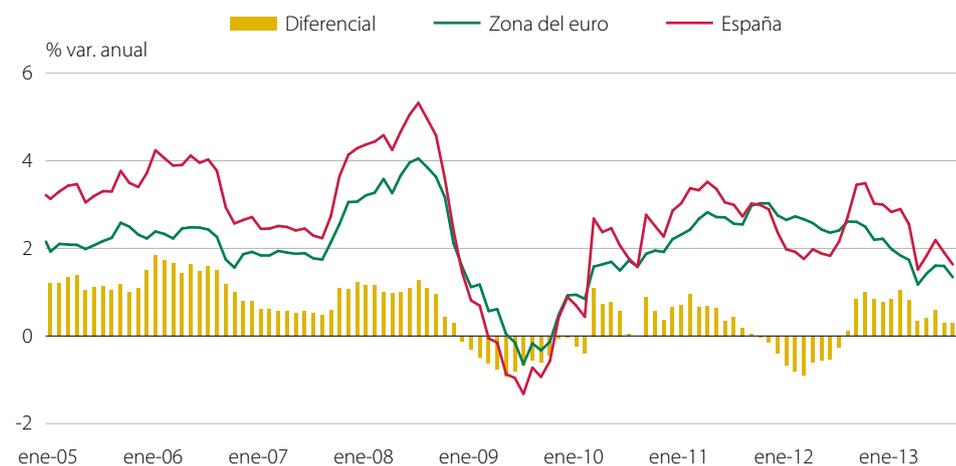
*Todos los sectores, salvo la industria, presentaron tasas de variación menos negativas.*

La tasa de inflación española se ha reducido a lo largo del año, con ciertos altibajos, desde tasas cercanas al 3% a finales de 2012 hasta el 1,5% en agosto. El descenso de la variación interanual de los precios fue el resultado de la moderación tanto de la tasa subyacente (desde el 2,1% hasta el 1,6%) como de la tasa energética (desde el 7,6% hasta el -2,2%). El diferencial de inflación con la zona del euro también ha descendido sensiblemente a lo largo del año, al pasar de unos niveles cercanos a un punto porcentual a finales de 2012 a solo tres décimas en agosto. La ausencia de presiones de demanda, junto con el efecto base que tendrá lugar en septiembre debido al incremento del IVA en este mismo mes de 2012, sugieren que la inflación podría seguir reduciéndose a corto plazo.

*La tasa de inflación española se ha reducido desde tasas cercanas al 3% a finales de 2012 hasta el 1,5% en agosto. El diferencial de inflación con la zona del euro también ha caído hasta 0,3 p.p.*

### España: principales variables macroeconómicas

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

Los datos más recientes correspondientes al mercado laboral revelan una leve mejora en sus indicadores más relevantes, con descensos algo menos acusados del nivel de empleo (-3,6% en el segundo trimestre del año frente al -4,6% en el primero) y una ligera reducción de la tasa de desempleo que, no obstante, permanece en niveles superiores al 26% de la población activa. Los costes laborales unitarios continuaron cayendo en el segundo trimestre de 2013 (-2,3%), aunque a tasas más moderadas como consecuencia de la estabilización de la remuneración por asalariado (-0,1%) y del incremento algo más atenuado de la productividad por trabajador (que pasó del 2,6% al 2,2%).

*Los últimos datos del mercado laboral apuntan a una mejora muy incipiente de los principales indicadores.*

De acuerdo con el avance de los datos de ejecución presupuestaria, el déficit conjunto de las AAPP (excluyendo las Corporaciones Locales) entre enero y julio ascendió al 5,27% del PIB, como consecuencia de los saldos negativos registrados por la Administración Central y las CCAA (-4,55% y -0,77% del PIB, respectivamente) y del ligero superávit registrado por la Seguridad Social (0,05% del PIB). El objetivo de

*El déficit público se situó en el 5,27% del PIB hasta julio, frente al objetivo del 6,5% para el conjunto del año.*

déficit público se sitúa en el 6,5% del PIB en 2013, el 5,8% en 2014, el 4,2% en 2015 y el 2,8% en 2016<sup>6</sup>. Por su parte, la deuda de las AAPP se situó en el 92,2% del PIB en el segundo trimestre del año, cerca de dos puntos porcentuales más que en el primer trimestre (90,1% del PIB) y más de seis puntos con relación a la cifra de finales de 2012<sup>7</sup> (85,9% del PIB).

*El sector bancario doméstico prosigue con su proceso de saneamiento y reestructuración, pero la debilidad de la actividad continúa lastrando el negocio.*

El sector bancario español ha continuado inmerso a lo largo de los últimos meses en un intenso proceso de saneamiento y reestructuración, en el que se han ido cumpliendo los hitos acordados en el Memorando de Entendimiento firmado por las autoridades españolas y europeas en julio de 2012. Además del incremento de las provisiones de las entidades realizado en 2012, destaca el traspaso a la SAREB de los activos inmobiliarios problemáticos de las entidades del Grupo 1 en diciembre de 2012 y de las entidades del Grupo 2 en febrero de 2013, por un importe total superior a los 50 mil millones de euros. Sin embargo, y a pesar del descenso de la incertidumbre presente en torno a la calidad de sus activos, la evolución del sector bancario doméstico continúa notablemente condicionada por el estancamiento de la economía española y por la fragmentación de los mercados financieros en Europa, que dificulta la financiación de algunas entidades y, en última instancia, la reanudación del flujo de crédito a la economía.

*El beneficio del conjunto del sector bancario ascendió a 621 millones de euros en el primer trimestre del año, por debajo de los 1.060 millones de 2012...*

En este marco, la cuenta de resultados del sector correspondiente al primer trimestre del año continuó deteriorándose, aunque de forma menos intensa que en periodos anteriores. Así, el margen bruto obtenido por el sistema bancario descendió desde 14,4 mil millones de euros en el primer trimestre de 2012 hasta 13,3 mil millones en el mismo periodo de 2013. La contención de los gastos de explotación, junto con un ligero descenso del volumen de las pérdidas derivadas del deterioro de los activos financieros, permitió un incremento interanual del resultado de explotación agregado de estas entidades, que pasó de 964 millones de euros en 2012 a 1.336 millones en 2013. Finalmente, el empeoramiento de los resultados extraordinarios rebajó el beneficio del sector bancario doméstico hasta los 621 millones de euros en el primer trimestre del año, por debajo de los 1.060 millones de los primeros meses de 2012. La información preliminar correspondiente al primer semestre del año de las entidades financieras cotizadas revela una mejoría notable en la cuenta de pérdidas y ganancias del sector, ya que sitúa el beneficio agregado en 3.509 millones de euros, frente a las pérdidas registradas en el primer semestre de 2012 (-9.507 millones de euros).

*...en un marco en el que se mantiene la contracción del crédito...*

La financiación a los sectores no financieros del sector privado de la economía ha descendido a lo largo de casi todo el año a ritmos que han oscilado entre el 5,5% y el 6,0% en términos interanuales. El último dato de la serie, correspondiente al mes de julio, reveló que dicha financiación era un 5,5% inferior a la del año previo (-5,6% en el mes anterior). El desglose sectorial mostró fuertes retrocesos de la financiación a las empresas (-6,3%) y, en menor medida, a las familias (-4,2%). En el conjunto de la financiación a empresas cabe señalar la divergencia entre el componente asociado al préstamo bancario (que cayó un 9,8% en términos interanuales) y la financiación a través de otros tipos de deuda (que se incrementó un 8,1%). En cuanto a la finan-

6 En relación con las CCAA, a finales de agosto el Gobierno aprobó los objetivos individuales de déficit y deuda para estas administraciones hasta 2016, con la particularidad de que los objetivos de déficit son diferenciados en 2013 (oscilan entre el -1% y el -1,6% del PIB), mientras que para el periodo 2014-2016 son homogéneos (-1% del PIB en 2014, -0,7% en 2015 y -0,2% en 2016).

7 La deuda pública ascendía al 70,4% del PIB a finales de 2011 y al 61,7% del PIB a finales de 2010.

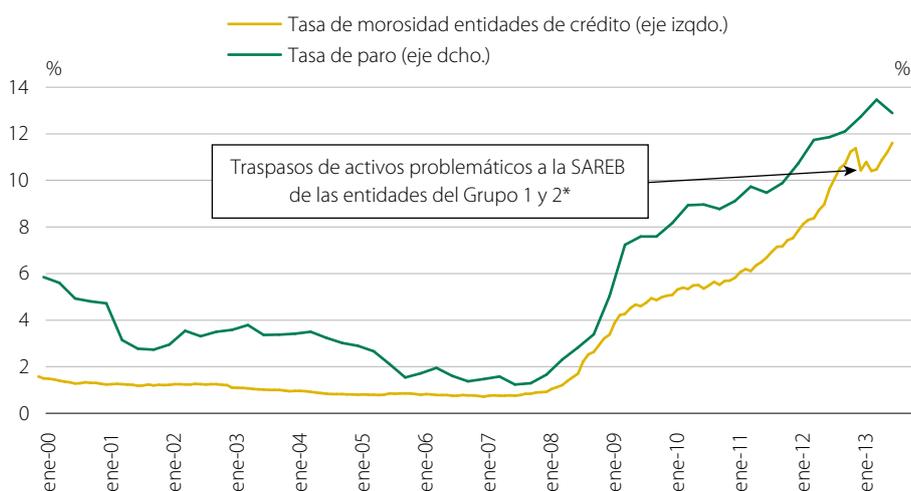
ciación de los hogares, cabe señalar la caída tanto de los préstamos para la adquisición de vivienda (-4,5%) como de los destinados al consumo (-3,4%). En la zona del euro, el retroceso del crédito bancario no es tan acentuado como en el caso español. El crédito bancario a las sociedades no financieras descendió un 3,7% interanual en julio, mientras que el crédito a los hogares se incrementó levemente (0,1%), como consecuencia del aumento de los préstamos para la compra de vivienda (0,7%).

La tasa de morosidad de las entidades de crédito, que había descendido de forma puntual como consecuencia del traspaso a la SAREB de los activos problemáticos de las entidades del Grupo 1 en diciembre de 2012 y del Grupo 2 en febrero de 2013<sup>8</sup>, retomó nuevamente una tendencia alcista (véase gráfico 10). En junio de 2013, esta tasa se situaba en el 11,6%, lo que marca un nuevo máximo histórico de esta serie. Atendiendo a las diferentes actividades productivas, las tasas de morosidad asociadas a las actividades inmobiliarias y de construcción siguieron mostrando los valores más elevados a finales del primer trimestre de 2013 (el 28,9% y el 25,4% respectivamente), si bien el traspaso de activos a la SAREB supuso un punto de inflexión en la tendencia alcista de ambas series. La morosidad correspondiente al resto de las actividades productivas se incrementó desde el 8,7% a finales de 2012 hasta el 9,3% en marzo de 2013. Por su parte, la ratio de morosidad de los hogares se incrementó desde el 4,9% en diciembre de 2012 hasta el 5,1% en marzo de 2013<sup>9</sup>.

...y el aumento de la morosidad, que en junio alcanzó un nuevo máximo histórico (11,6%).

Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro<sup>1</sup>

GRÁFICO 10



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

1 Sobre la población activa.

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

En relación con las condiciones de financiación del sector financiero, cabe señalar que el descenso de las tensiones en los mercados de deuda a lo largo del último año ha permitido una leve mejoría en el coste de emisión de los valores de renta fija, si

Las condiciones de financiación del sector continuaron siendo complejas, a pesar del descenso de los tipos de interés y de la recuperación de los depósitos.

8 El importe total de los activos problemáticos traspasados ascendió a 50.781 millones de euros.

9 La morosidad de los préstamos para adquisición y rehabilitación de vivienda se incrementó desde el 4,0% hasta el 4,2% y la de los préstamos para la adquisición de bienes duraderos lo hizo desde el 6,1% hasta el 6,2%.

bien su volumen no ha sido excesivamente elevado a lo largo de 2013. A pesar del proceso de desapalancamiento del sector y de las menores necesidades de financiación en un marco de retroceso del crédito, la dependencia de un número considerable de entidades de la financiación procedente del Eurosistema continúa siendo notable. Los últimos datos correspondientes al mes de agosto revelan que el préstamo neto del Eurosistema al sistema financiero español se ha estabilizado en valores algo inferiores a los 250 mil millones de euros. Finalmente, destaca la recuperación del saldo de los depósitos de las empresas y los hogares en el sector, que desde los mínimos observados en agosto de 2012 se han incrementado en más de 55 mil millones de euros.

*Los beneficios agregados de las empresas cotizadas no financieras crecieron un 11,2%, hasta los 8.368 millones de euros, en el primer semestre del año debido al fuerte descenso de las pérdidas del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias.*

El resultado agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras ascendió a 8.368 millones de euros en el primer semestre del año, lo que supone un incremento del 11,2% con relación a los resultados del primer semestre de 2012. La mejora de los resultados tuvo su origen en la sustancial disminución de las pérdidas obtenidas por las sociedades del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, que pasaron de 1.937 millones de euros en la primera mitad de 2012 a 516 millones de euros en 2013 (véase cuadro 3). La contribución de las empresas industriales también fue positiva, si bien los beneficios generados por este sector alcanzaron un importe considerablemente menor que los de otros sectores (pasaron de 548 millones de euros en 2012 a 574 millones de euros en 2013). Los beneficios de las empresas energéticas, los más cuantiosos, se situaron en niveles ligeramente inferiores a los del año pasado, al retroceder un 0,9%, hasta los 5.735 millones de euros. La caída de los resultados fue más intensa en las empresas del comercio y los servicios (un 16,2%, hasta los 2.565 millones de euros).

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

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	1S12	1S13	1S12	1S13	1S12	1S13
Energía	14.222	12.666	9.235	7.580	5.790	5.735
Industria	2.191	2.129	1.374	1.301	548	574
Comercio y servicios	14.497	13.603	7.359	6.245	3.061	2.565
Construcción e inmobiliario	3.626	3.382	2.009	1.772	-1.937	-516
Ajustes	-13	-69	39	-18	65	10
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>34.523</b>	<b>31.711</b>	<b>20.016</b>	<b>16.880</b>	<b>7.527</b>	<b>8.368</b>

Fuente: CNMV.

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

*El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras descendió un 5,8% entre diciembre de 2012 y junio de 2013, hasta los 283 mil millones de euros. Sin embargo, la ratio de apalancamiento permaneció estable.*

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se redujo en el primer semestre de 2013 un 5,8%, hasta los 283 mil millones de euros, con relación a las cifras de finales de 2012. El 88% de descenso del nivel de deudas se concentró en los sectores del comercio y los servicios y en el de la construcción y las actividades inmobiliarias. La ratio de apalancamiento agregada, definida como el cociente de las deudas sobre el patrimonio, permaneció estable en 1,4, aunque se observaron algunas diferencias entre sectores. La ratio de cobertura de la deuda, medida a través del

número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), se incrementó ligeramente desde el 4,3 hasta el 4,5, mientras que el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre del año, después de los deterioros de 2011 y 2012 (véase cuadro 4).

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

CUADRO 4

Millones de euros		2009	2010	2011	2012	jun-2013
Energía	Deudas	100.572	98.283	95.853	91.233	89.323
	Deudas/patrimonio	1,08	0,95	0,92	0,85	0,79
	Deudas/EBITDA <sup>1</sup>	3,46	2,81	3,27	3,26	3,53
	EBIT <sup>2</sup> /carga financiera	3,38	4,15	3,30	3,14	3,01
Industria	Deudas	15.953	14.948	17.586	17.232	17.158
	Deudas/patrimonio	0,69	0,58	0,63	0,63	0,95
	Deudas/EBITDA	3,05	2,11	2,54	2,38	4,03
	EBIT/carga financiera	3,15	5,00	3,90	3,82	2,27
Construcción e inmobiliario	Deudas	104.762	99.917	83.716	76.236	69.629
	Deudas/patrimonio	4,08	3,42	2,98	3,51	3,64
	Deudas/EBITDA	22,48	11,18	15,00	15,17	10,29
	EBIT/carga financiera	0,31	0,98	0,52	0,32	0,85
Comercio y servicios	Deudas	108.579	115.413	113.142	117.359	108.383
	Deudas/patrimonio	1,78	1,60	2,01	2,00	2,08
	Deudas/EBITDA	3,70	3,38	3,78	4,01	3,98
	EBIT/carga financiera	3,28	3,94	2,45	2,02	1,97
Ajustes <sup>3</sup>	-1.908	-1.792	-1.404	-1.429	-1.400	
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>Deudas</b>	<b>327.958</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>300.633</b>	<b>283.093</b>
	Deudas/patrimonio	1,63	1,43	1,44	1,41	1,41
	Deudas/EBITDA	4,82	3,84	4,29	4,32	4,46
	EBIT/carga financiera	2,42	3,12	2,30	2,06	2,03

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

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

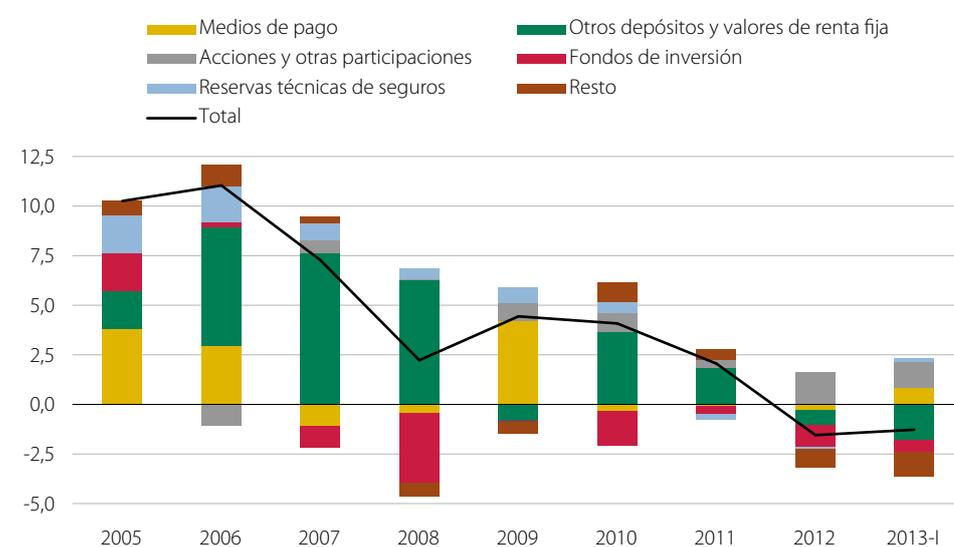
Los indicadores de posición patrimonial de los hogares correspondientes al primer trimestre de 2013 apuntan a un descenso de los ratios de endeudamiento y de carga financiera de las familias con relación a la renta bruta disponible, debido a la disminución de sus pasivos y a la reducción del tipo medio de su deuda. La riqueza neta de las familias no varió excesivamente ya que el incremento en el valor de sus activos financieros compensó el descenso del valor de sus activos inmobiliarios. En relación con las decisiones de inversión de los hogares, cabe destacar el mantenimiento de sus desinversiones financieras, que en el primer

*Disminuye la ratio de endeudamiento de los hogares y se incrementa la inversión en determinadas categorías de activos (fondos de inversión y seguros) en los primeros meses de 2013.*

trimestre de 2013 ascendían al 1,3% del PIB<sup>10</sup> en términos agregados (1,5% del PIB en el conjunto de 2012). Sin embargo, se observa un cierto cambio en el patrón inversor de los hogares desde los últimos meses de 2012. Así, se aprecia que las mayores desinversiones financieras de los hogares durante los cuatro trimestres que transcurren entre marzo de 2012 y marzo de 2013 se produjeron en instrumentos de renta fija (fundamentalmente en pagarés), mientras que las inversiones en depósitos a plazo fueron predominantes<sup>11</sup>. Por su parte, la inversión en fondos de inversión continuaba en terreno negativo en el acumulado de los últimos doce meses hasta marzo de 2013 (-0,6% del PIB), pero el dato correspondiente al primer trimestre de 2013 se tornaba positivo, con unas entradas netas de recursos superiores a los 3.400 millones de euros (0,33% del PIB). También fue significativa la adquisición de seguros y fondos de pensiones durante el primer trimestre del año (0,46% del PIB).

### Hogares: adquisiciones de activos financieros

GRÁFICO 11



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

### Nuevo Plan de Educación Financiera

RECUADRO 1

En la cumbre del G-20 celebrada en Los Cabos (México) en junio de 2012, los jefes de Estado aprobaron y respaldaron los Principios de Alto Nivel para las Estrategias Nacionales de Educación Financiera desarrollados por la Red INFE de la OCDE. Estos principios están siendo observados por la CNMV y el Banco de España para elaborar su propia estrategia de educación financiera en España. En concreto, tales principios impregnan la reciente renovación para el periodo 2013-2017 del Plan de Educación Financiera que ambas instituciones vienen impulsando desde el año 2008.

10 Datos acumulados de cuatro trimestres. La cifra del primer trimestre del año arroja una inversión positiva del 0,7% del PIB.

11 Particularmente elevadas en el cuarto trimestre de 2012.

Conviene señalar que, en febrero de 2013, los ministros de Finanzas del G-20 y los gobernadores de los bancos centrales reiteraron su interés por la educación financiera y pidieron a la OCDE que elaborara un informe sobre el desarrollo de las estrategias nacionales en cada país. Dentro de este informe se incluye un capítulo completo destinado al Plan de Educación Financiera español, sus objetivos, líneas de acción, los principales resultados del periodo ya vencido (2008-2012) y los nuevos retos previstos en el periodo contemplado en su renovación. Esta iniciativa pone de manifiesto que la promoción de la educación financiera se ha convertido, con un horizonte de largo plazo, en una prioridad política para los principales países del mundo.

### **El nuevo Plan de Educación Financiera**

El pasado mes de junio, la CNMV y el Banco de España firmaron la renovación del Plan de Educación Financiera que ambos organismos pusieron en marcha en 2008 y que finalizaba en 2012. De este modo, se extienden sus actividades durante cinco años más y se ratifica el apoyo al primer plan puesto en marcha en España para conseguir aumentar el nivel de cultura financiera de los ciudadanos.

El objetivo del Plan de Educación Financiera es la mejora de los conocimientos sobre finanzas de toda la población española, con el fin de que los ciudadanos estén en mejores condiciones para afrontar las decisiones económicas que deberán tomar a lo largo de su vida.

Tras un periodo de cinco años, en el que 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 para los ciudadanos –[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.) es el momento de continuar con las acciones que han resultado más eficaces y proponer nuevos retos para el próximo quinquenio.

Teniendo en cuenta los resultados obtenidos en el periodo 2008-2012 y la experiencia acumulada, se han establecido las siguientes líneas de actuación:

- *La introducción de la educación financiera en la enseñanza obligatoria:* se trata de uno de los retos fundamentales del plan. Con este propósito, la CNMV y el Banco de España, en el marco del convenio firmado con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte en septiembre de 2009, y como continuación de las actuaciones llevadas a cabo en colaboración con las autoridades educativas autonómicas y con las asociaciones sectoriales, se proponen seguir trabajando con el objetivo de incorporar la educación financiera al sistema educativo.

Gracias a la colaboración de dichos agentes, durante el curso 2012-2013 casi 400 centros educativos de toda España impartieron un programa de educación financiera en sus aulas. El objetivo a corto plazo es que, durante el próximo curso 2013-2014, aumente el número de centros que imparta este programa.

El programa impartido el curso pasado está siendo evaluado en la actualidad con el objetivo, entre otros, de analizar las consecuencias teóricas, metodológicas y formativas que se deriven del mismo y para estudiar, en colaboración con el Ministerio de Educación, Cultura y Deporte, el mejor encaje de estos contenidos en el currículo oficial.

Es importante destacar que ya en numerosos países se imparte educación financiera en los centros de enseñanza. Recientemente, Inglaterra ha aprobado la incorporación obligatoria de contenidos de esta materia en sus planes de estudio de forma transversal.

Un hecho que revela la importancia que la educación financiera en los colegios ha adquirido a nivel internacional es que la OCDE ha evaluado en 2012 las competencias financieras de los jóvenes de 15 años a través de una prueba estandarizada incluida dentro de su Programa Internacional de Evaluación de Estudiantes (PISA) y repetirá dicha evaluación en 2015. Esto hace necesario que nuestros alumnos también se encuentren preparados para afrontar este reto.

- *La educación financiera para la jubilación y en el ámbito del seguro:* debido a la necesidad de incrementar la cultura financiera en el ámbito de la planificación financiera a largo plazo, así como la mejora de la cultura aseguradora y la percepción social del seguro, se desarrollarán recursos, contenidos y actividades adicionales que tratarán de formar y concienciar a la población sobre estos temas.
- *Consolidación de la marca finanzasparatodos:* el logotipo y la marca de finanzasparatodos se consolidarán como la imagen pública del Plan de Educación Financiera. Para ello se diseñará una estrategia de presencia social que promueva el conocimiento, por parte del público, de la existencia y objetivos del Plan de Educación Financiera, mediante la utilización, entre otros instrumentos, de las redes sociales.

Uno de los objetivos es que más usuarios consulten o naveguen por el portal web [www.finanzasparatodos.es](http://www.finanzasparatodos.es), con el resultado de que se produzca un incremento de los conocimientos o habilidades financieras de los ciudadanos.

- *Fomento y ampliación de la red de colaboradores del plan:* la colaboración de numerosas entidades públicas y privadas en el ámbito del Plan de Educación Financiera ha sido fundamental para llevar a cabo muchas de las acciones realizadas hasta ahora, habiendo conseguido por ello llegar a colectivos cada vez más numerosos.

Durante el próximo periodo, se trabajará con el objetivo de firmar nuevos acuerdos de colaboración e impulsar los ya existentes. Adicionalmente, se realizará un trabajo de identificación de los diferentes proyectos de educación financiera existentes a nivel nacional, con el propósito de intercambiar experiencias, materiales y recursos para lograr la máxima eficacia y evitar duplicidades.

- *Evaluación e investigación:* Antes de llevar a cabo cualquier proyecto de educación financiera, es fundamental establecer objetivos específicos que, en la medida de lo posible, sean cuantificables y así poder valorar la efectividad de las acciones emprendidas. Asimismo, resulta imprescindible la realización de investigaciones que ayuden a avanzar en la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos.

Por tanto, uno de los objetivos primordiales será la identificación de las necesidades reales de la población a través de una encuesta nacional de educación financiera, que ayudará a determinar las áreas de conocimiento que hay que reforzar y a establecer la base sobre la que medir la efectividad de los programas de este tipo en la sociedad y sus progresos en el conocimiento.

### 2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI, publicadas en julio, revelan que el crecimiento del PIB mundial alcanzará el 3,1% en 2013 y el 3,8% en 2014. Estas cifras suponen una revisión a la baja de dos décimas con relación a los pronósticos publicados en abril. La actividad de las economías avanzadas crecerá un 1,2% y un 2,1% en 2013 y 2014 respectivamente, por debajo del crecimiento esperado para el conjunto de las economías emergentes (5% en 2013 y 5,4% en 2014).

Los principales riesgos que rodean este escenario macroeconómico continúan siendo a la baja. Entre ellos destacan los asociados a los siguientes factores: (i) la posibilidad de que se produzca una disminución de los flujos de inversión hacia las economías emergentes como consecuencia de la posible retirada en el futuro del programa de estímulo monetario en EEUU; (ii) la dilatación en la adopción de determinadas iniciativas regulatorias en Europa, en particular, del progreso de la Unión Bancaria, que resulta clave para desvincular el riesgo de crédito soberano y el riesgo de crédito financiero; y (iii) la prolongación de los episodios de inestabilidad geopolítica originados en algunos países. Los riesgos derivados del estado relativamente frágil de los mercados de deuda soberana en Europa se han estabilizado a lo largo de los últimos trimestres, pero continúan siendo relevantes, particularmente en un contexto de crecimiento aún reducido.

En relación con la economía española, el FMI pronostica un descenso del PIB del 1,6% en 2013 y una variación nula del mismo en 2014. La rebaja de la previsión de crecimiento para 2014, de siete décimas respecto a las cifras publicadas en abril, fue de las más elevadas. En el lado positivo del escenario macroeconómico previsto hay que apuntar la evolución satisfactoria de los mercados financieros domésticos desde los últimos meses de 2012, que se ha traducido en un descenso sustancial del coste de financiación de todos los agentes de la economía, la incipiente mejoría de los datos del mercado laboral y el avance en el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero. Sin embargo, las tasas de avance previstas de la actividad son aún demasiado reducidas para permitir incrementos sustanciales en el nivel de empleo a corto plazo y persisten ciertas dudas en torno al grado de saneamiento del sector bancario, en un marco de notable contracción del crédito, que impide, a su vez, una recuperación más intensa de la actividad.

*Según los pronósticos más recientes del FMI, el crecimiento de las economías avanzadas alcanzará el 1,2% en 2013 y el de las emergentes, un 5%.*

*Los principales riesgos bajistas están relacionados con la posible disminución de los flujos de inversión hacia las emergentes, el retraso de algunas iniciativas regulatorias y la prolongación de la inestabilidad geopolítica.*

*En España, el PIB descenderá un 1,6% en 2013 y no variará en 2014, de acuerdo con las previsiones del FMI. Aunque el entorno macro da ciertas señales de mejoría, los riesgos a la baja aún son relevantes.*

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

Fuente: FMI, Thomson Datastream y Eurostat.

- 1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2013 respecto a abril de 2013.
- 2 Los datos de crecimiento del PIB en España entre 2009 y 2012 incorporan la actualización de las estimaciones anuales de la Contabilidad Nacional de España (CNE), base 2008, que fueron difundidas el 27 de agosto.

### 3 La evolución de los mercados nacionales

#### 3.1 Los mercados bursátiles

*En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones descendieron de forma notable en el primer semestre del año, pero repuntaron sensiblemente con posterioridad debido a la mejora de los indicadores económicos y al descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano.*

En los mercados domésticos de renta variable, las cotizaciones retrocedieron con cierta intensidad en la primera mitad del año como consecuencia de la debilidad de la actividad económica y de la persistencia de ciertos elementos de incertidumbre en algunas economías. Los momentos de mayor tensión en los mercados internacionales se produjeron a finales de junio, tras el anuncio de la Reserva Federal de su predisposición a retirar las medidas de estímulo monetario antes de lo previsto en función de la evolución de la actividad y del empleo. La tendencia bajista del mercado revirtió a lo largo del tercer trimestre del año, con aumentos sensibles en las cotizaciones de la mayoría de los sectores, impulsadas por unos datos de actividad y de empleo algo más favorables y por el descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano. La volatilidad del mercado de renta variable ha permanecido en unos niveles reducidos a lo largo de todo el año y solo a finales de junio, coincidiendo con los momentos de mayores tensiones, alcanzó cotas del 30%, que son muy reducidas con relación a las observadas en otros periodos de turbulencias. Las condiciones de liquidez continuaron siendo holgadas y los niveles de contratación fueron limitados a pesar del repunte temporal observado en las semanas centrales del año.

*Así, el Ibex 35 acumuló una revalorización del 9,5% en el conjunto del año, que fue incluso superior en los índices de las empresas de capitalización mediana y pequeña.*

El Ibex 35, que había descendido un 3% y un 2% en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente, se revalorizó un 15,2% durante el tercer trimestre, lo que comporta un avance del 9,5% desde el inicio de 2013 (véase cuadro 6). El índice de referencia español se situaba de este modo a mediados de septiembre cerca de los 9.000 puntos, un nivel que no se alcanzaba desde octubre de 2011. En cuanto a los índices bursátiles referidos a las empresas de mediana y pequeña capitalización,

cabe señalar el incremento de las cotizaciones de ambos índices prácticamente a lo largo de todo el año, de manera más intensa en el índice de empresas de mediana capitalización. Este índice se revalorizó un 28,1% entre enero y septiembre de 2013, frente al 20,5% del de empresas de pequeña capitalización. Por su parte, y en claro contraste con la evolución de los índices de renta variable domésticos, los referentes a los valores latinoamericanos negociados en Latibex presentaban retrocesos notables en el acumulado del año (15,1% en el caso del FTSE Latibex All-Share y 10,5% en el caso del FTSE Latibex Top).

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

CUADRO 6

Índices	2009	2010	2011	2012	I-13 <sup>1</sup>	II-13 <sup>1</sup>	III-13 (hasta el 13 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	-3,0	-2,0	15,2	9,5	12,7
Madrid	27,2	-19,2	-14,6	-3,8	-3,2	-2,1	15,9	9,9	12,8
Ibex Medium Cap	13,8	-5,6	-20,7	13,8	2,2	7,9	16,1	28,1	43,9
Ibex Small Cap	17,6	-18,3	-25,1	-24,4	7,3	-3,1	15,9	20,5	12,9
FTSE Latibex All-Share	97,2	9,0	-23,3	-10,7	-1,2	-18,8	5,8	-15,1	-21,0
FTSE Latibex Top	79,3	9,7	-17,1	-2,6	5,2	-19,0	5,1	-10,5	-13,7
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>47,3</b>	<b>-31,7</b>	<b>-18,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-9,4</b>	<b>-6,1</b>	<b>23,5</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>
Banca	50,0	-33,1	-20,3	-4,8	-10,1	-6,5	24,0	4,2	3,3
Seguros	18,9	-26,4	12,5	-2,0	8,5	3,0	13,7	27,0	32,6
Inmobiliarias y otros	-31,8	-53,3	-47,5	-14,4	-7,8	-2,1	15,2	4,0	30,6
<b>Petróleo y energía</b>	<b>-2,7</b>	<b>-8,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-16,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>7,2</b>	<b>5,3</b>	<b>9,5</b>	<b>18,4</b>
Petróleo	12,4	10,2	14,9	-35,4	3,4	2,3	14,2	20,7	17,9
Electricidad y gas	-8,4	-14,2	-10,8	-5,4	-5,7	9,5	1,1	4,4	18,6
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>22,5</b>	<b>-15,2</b>	<b>-14,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,7</b>	<b>14,7</b>	<b>17,9</b>	<b>27,8</b>
Construcción	17,7	-14,9	-6,9	-9,3	-0,7	4,0	15,5	19,3	37,5
Fabricación y montaje de bienes de equipo	9,9	-29,2	-12,2	-8,8	-2,1	17,8	15,8	33,6	42,9
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	36,4	-9,1	-33,7	-8,7	-9,6	-7,3	17,0	-1,9	-3,4
Ingeniería y otros	92,7	-0,1	-29,0	3,8	-0,1	-6,8	6,7	-0,6	-6,7
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>22,8</b>	<b>-12,8</b>	<b>-20,9</b>	<b>-18,3</b>	<b>3,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>12,3</b>	<b>13,3</b>	<b>5,1</b>
Telecomunicaciones y otros	23,3	-12,8	-20,8	-23,0	3,2	-6,0	14,4	10,9	0,4
Electrónica y software	3,0	-12,0	-21,3	39,4	8,0	15,1	3,5	28,7	40,9
<b>Bienes de consumo</b>	<b>26,3</b>	<b>17,0</b>	<b>5,7</b>	<b>55,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-5,9</b>	<b>13,6</b>	<b>7,0</b>	<b>26,3</b>
Textil, vestido y calzado	38,3	28,6	12,7	66,2	-2,0	-8,3	16,0	4,2	26,0
Alimentación y bebidas	7,0	25,3	-6,3	25,0	-3,7	-1,4	6,2	0,8	14,8
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,5	-22,2	-7,3	68,3	12,5	0,9	9,2	23,9	37,9
<b>Servicios de consumo</b>	<b>32,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>-24,2</b>	<b>12,7</b>	<b>12,6</b>	<b>5,2</b>	<b>13,3</b>	<b>34,2</b>	<b>44,9</b>
Autopistas y aparcamientos	36,2	-10,1	-3,7	5,7	5,6	2,2	6,5	14,9	19,4
Transporte y distribución	3,8	55,3	-34,9	29,7	34,3	2,8	21,8	68,1	96,1

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

*Por sectores, destacó la revalorización en 2013 del índice del sector de los servicios de consumo, materiales básicos, industria y construcción y, finalmente, tecnología y telecomunicaciones.*

*La ratio PER del Ibex 35, que había retrocedido en el primer semestre del año, se incrementó con posterioridad hasta 12,4, en un rango superior de entre las ratios de los índices europeos...*

*...mientras que la prima de riesgo de los activos de renta variable, que se había incrementado en la primera mitad de 2013, se redujo con posterioridad hasta niveles del 3,6%, en línea con su promedio histórico.*

*La volatilidad del Ibex 35 ha oscilado prácticamente alrededor del 20% a lo largo de todo el año, incrementándose solo hasta el 30% en momentos de cierta tensión en el segundo trimestre.*

En relación con la evolución sectorial de las cotizaciones, el análisis de los diferentes sectores que conforman el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) revela una gran heterogeneidad entre los mismos. En la primera mitad del año destacó el fuerte descenso de los precios en el sector de los servicios financieros e inmobiliarios (-9,4% y -6,1% en el primer y segundo trimestre, respectivamente), que contrastó con el avance de los precios en el sector de los servicios de consumo (12,6% y 5,2% en los mismos periodos). En el tercer trimestre del año, los incrementos de las cotizaciones tuvieron un carácter más generalizado en los diferentes sectores del índice y oscilaron entre el 5,3% del sector del petróleo y la energía y el 23,5% del sector de los servicios financieros e inmobiliarios (véase cuadro 6). En el acumulado del año destacó la revalorización de los sectores de los servicios de consumo (34,2%), materiales básicos, industria y construcción (17,9%) y tecnología y telecomunicaciones (13,3%). Por debajo de la revalorización media del IGBM se situaron los sectores del petróleo y la energía (9,5%), los bienes de consumo (7,0%) y los servicios financieros e inmobiliarios (5%). En este último sector, los fuertes retrocesos de las cotizaciones bancarias en los dos primeros trimestres de 2013 (-10,1% y -6,5%, respectivamente) fueron determinantes.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción<sup>12</sup> (PER) del Ibex 35, que había descendido desde 11,7 en diciembre de 2012 hasta 11,3 en marzo y 11,0 en junio de 2013, retomó una tendencia creciente a lo largo del tercer trimestre del año, como consecuencia de la revalorización de las cotizaciones. La ratio PER del principal índice de renta variable de referencia español ascendía a mediados de septiembre a 12,4, situándose en el rango superior de las ratios observadas en otros índices europeos (similar a la ratio del Euronext 100 y superior a la del índice británico e italiano), pero por debajo de las ratios PER de los índices estadounidenses y japoneses, que oscilaban entre 13,6 y 13,9.

El *earnings yield gap*, que aproxima la prima de riesgo de los activos de renta variable sobre la deuda pública a largo plazo, se incrementó a lo largo del primer semestre del año desde el 3,3% hasta el 4,5%, debido tanto al descenso de la ratio PER como a la caída de la rentabilidad de la deuda pública española. El fuerte repunte de las cotizaciones a lo largo del tercer trimestre del año, que dio lugar a un incremento notable de la ratio PER, compensó la tendencia a la baja de la rentabilidad de la deuda, lo que redujo el valor del *earnings yield gap* hasta niveles del 3,6%, en línea con su promedio histórico<sup>13</sup>.

La volatilidad del Ibex 35, que había descendido sustancialmente durante la segunda mitad del año 2012 desde niveles próximos al 50% hasta el 10%, ha oscilado a lo largo de 2013 en torno a valores del 20%. A mediados de año, coincidiendo con momentos de cierto incremento de la incertidumbre en los mercados, el repunte de la volatilidad del Ibex 35 fue temporal y de magnitud mucho más reducida que en los episodios de turbulencias de años anteriores, con picos por debajo del 30% (véase gráfico 12).

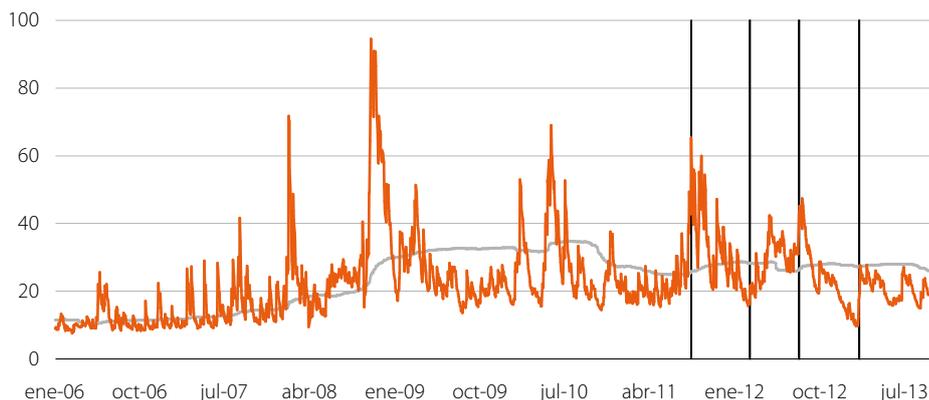
---

12 Según los beneficios previstos a un año.

13 El promedio histórico desde 1999 de este indicador se sitúa en el 3,3%.

## Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 12



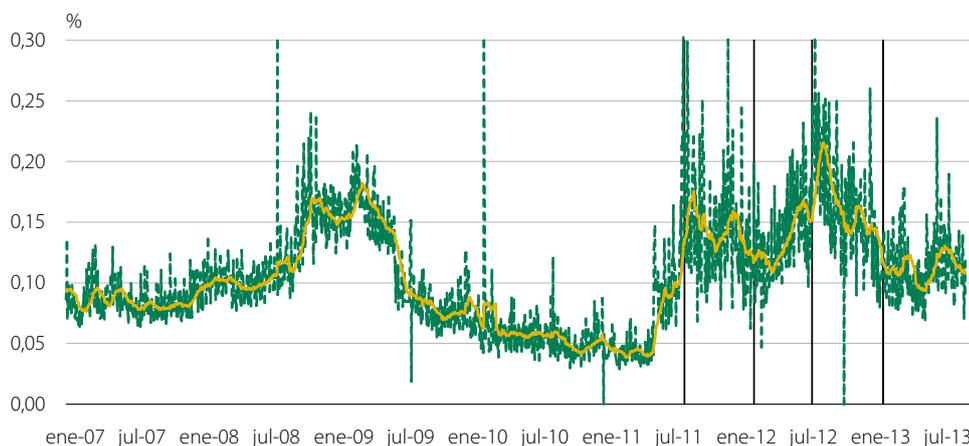
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11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

En cuanto a la liquidez del Ibex 35, el diferencial entre precios de compra y venta (*spread bid-ask*), que había mejorado sensiblemente a lo largo de la segunda mitad del año pasado, prolongó esta tendencia a lo largo de los primeros meses de 2013, si bien con ciertos altibajos (véase gráfico 13). Tras un leve deterioro de la liquidez del índice en junio y julio, el diferencial *bid-ask* se reducía nuevamente hasta el 0,11% a mediados de septiembre, en línea con su promedio desde 2003.

*Las condiciones de liquidez del índice han sido holgadas en los tres primeros trimestres de 2013...*

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

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Se presenta información sobre el *spread bid-ask* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

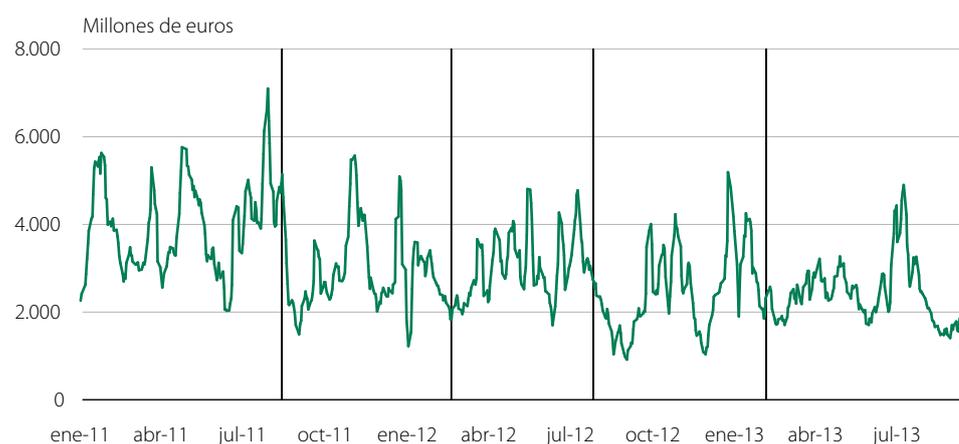
La contratación del mercado bursátil nacional en los tres primeros trimestres de 2013 (hasta el 15 de septiembre) ascendió a 455,9 mil millones de euros, lo que supone un 8,2% menos que en el mismo periodo de 2012. En promedio diario, la

*...pero persiste la contracción de la contratación en el mercado.*

contratación se mantuvo relativamente estable en unos niveles cercanos a los 2.600 millones de euros en la primera mitad del año, pero se incrementó sensiblemente en las semanas centrales del mismo, hasta alcanzar valores ligeramente inferiores a los 5.000 millones, coincidiendo con un cierto aumento de las tensiones en los mercados financieros internacionales. Desde entonces, la contratación ha descendido nuevamente hasta promedios diarios cercanos a los 2.350 millones de euros, que se corresponden con los niveles mínimos de los últimos años<sup>14</sup>.

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

GRÁFICO 14



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

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

### Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2009	2010	2011	2012	I-13	II-13	III-13 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>886.135</b>	<b>1.037.284</b>	<b>925.667</b>	<b>698.987</b>	<b>162.136</b>	<b>164.346</b>	<b>129.393</b>
Mercado continuo	880.544	1.032.447	920.879	694.294	160.793	163.071	128.304
Corros	73	165	48	50	6	4	28
de los que SICAV <sup>2</sup>	20	8	6	0	0	0	0
MAB <sup>3</sup>	5.080	4.148	4.380	4.330	1.238	1.171	993
Segundo mercado	3	3	2	0	0	0	0
Latibex	435	521	358	313	99	100	67
Pro memoria: contratación de no residentes (% s/total bolsas)							
	64,5	75,2	81,2	78,7	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de julio hasta el 15 de septiembre.

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.

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

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos alcanzaron un importe cercano a los 24 mil millones de euros en los tres primeros trimestres de 2013, superando el volumen total emitido en el conjunto de 2012 (21.142 millones). La actividad emisora alcanzó su mayor volumen en el segundo trimestre del año, impulsada por las ampliaciones de capital de una entidad bancaria nacionalizada cuyo importe efectivo superó los 15,5 mil millones de euros. No se produjo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) a lo largo de 2013, frente a las tres que tuvieron lugar en 2012, por un importe de 1.231 millones de euros (véase cuadro 8).

*Las emisiones de renta variable fueron cercanas a los 24 mil millones en los tres primeros trimestres del año, por encima de las del total de 2012, aunque estuvieron concentradas en pocas entidades.*

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

CUADRO 8

	2009	2010	2011	2012	I-13	II-13	III-13 <sup>2</sup>
<b>IMPORTE EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>	<b>11.391</b>	<b>16.017</b>	<b>17.146</b>	<b>21.142</b>	<b>4.996,0</b>	<b>16.372,3</b>	<b>2.580,4</b>
Ampliaciones de capital	11.389	15.407	17.019	19.911	4.996,0	16.372,3	2.580,4
De ellas, mediante OPS	17	959	6.239	2.457	0,0	1.054,8	0,0
Tramo nacional	15	62	5.827	2.457	0,0	1.054,8	0,0
Tramo internacional	2	897	412	0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	610	127	1.231	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	2	79	125	1.231	0,0	0,0	0,0
Tramo internacional	0	530	2	0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>92</b>	<b>105</b>	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>32</b>
Ampliaciones de capital	53	67	91	103	28	37	32
De ellas, mediante OPS	2	12	8	7	0	3	0
De ellas, liberadas	11	15	22	22	9	9	10
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	2	3	0	0	0

Fuente: CNMV.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.
- 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.

## I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores

RECUADRO 2

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) celebró el pasado 27 de junio la I Jornada sobre la Reforma del Sistema de Compensación, Liquidación y Registro de Valores. El objetivo de esta jornada fue dar a conocer el estado de los trabajos en curso, así como discutir el futuro panorama de los sistemas de poscontratación del mercado español. Con la convocatoria de esta Jornada, la CNMV daba cumplimiento al compromiso asumido de informar al sector de los avances alcanzados en el proceso de reforma que se inició en 2010, cuando la CNMV constituyó un Comité de Coordinación presidido por la Vicepresidencia de la CNMV e integrado por representantes del Banco de España, la Asociación Española de Banca (AEB), la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), el Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN), Bolsas y Mercados Españoles (BME) y los principales participantes en las actividades de liquidación.

La Jornada fue inaugurada por la Vicepresidenta de la CNMV, que destacó los importantes avances alcanzados hasta el momento en el proceso de reforma, publicados en el documento del 13 de mayo de 2013 «Reforma del Sistema de Registro, Compensación y Liquidación<sup>1</sup>». Asimismo subrayó que quedan muchas tareas por desarrollar, que requerirán de un trabajo intenso y coordinado para cumplir con el calendario previsto.

A continuación, el Director General de Mercados de la CNMV recordó que se dispone de un horizonte temporal muy ajustado para cerrar los aspectos pendientes de la reforma, entre los que destacó el diseño de las comunicaciones de las entidades participantes con el *Post Trading Interface* (PTI), el detalle de los flujos del modelo opcional de liquidación y la liquidación de las operaciones extrabursátiles con intervención de una cámara. Asimismo, subrayó la necesidad de completar en 2013 la planificación detallada de la migración al nuevo sistema y el análisis de sus riesgos. Por último, mencionó la importancia de las modificaciones normativas, que se deben elaborar en muy breve espacio de tiempo.

Las discusiones se organizaron en cuatro mesas temáticas. La primera mesa se centró en aspectos prácticos relacionados con las oportunidades abiertas por la reforma, cuestión de gran importancia por su impacto potencial sobre el negocio estratégico de las entidades. En particular se debatió acerca de los asuntos pendientes de definir actualmente en relación con el proyecto de reforma que podrían suponer una limitación de la capacidad de adopción de decisiones sobre el modelo de negocio por parte de las entidades. En este sentido, se puso de manifiesto la existencia de algunas incertidumbres –como los requisitos que se exigirán a los diferentes tipos de miembros compensadores de la entidad de contrapartida central (ECC)– que conviene despejar cuanto antes. También se analizaron los esfuerzos que realizarán las entidades para diseñar sus estrategias de posicionamiento y poner en marcha sus planes de adaptación. Los intervinientes destacaron que los requisitos de participación en cada infraestructura afectarán a la decisión de las entidades de ser miembro compensador individual (MCI) o, en su lugar, firmar un contrato con un miembro compensador general (MCG), con el correspondiente efecto en el número de entidades y estructura del mercado.

En relación con el análisis de las ventajas e inconvenientes que traerá la reforma para el inversor final, los participantes en esta mesa subrayaron que la reforma se debe desarrollar de forma que el inversor minorista no note las modificaciones y que deben vigilarse los costes e informar adecuadamente y con la máxima transparencia a los clientes finales. Por último, los participantes destacaron que el diseño flexible de la reforma aportará a las entidades mayores posibilidades operativas y les permitirá elegir los servicios que prestarán: determinadas entidades podrán ampliar la gama de servicios que ofrecen, mientras que se favorecerá la especialización de otras.

La segunda mesa se centró en las funcionalidades de las entidades de contrapartida central (ECC) en el contexto del Reglamento (UE) n.º 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, conoci-

do como EMIR. Se señaló que la introducción de la ECC mejorará la optimización de los procedimientos de liquidación y la información de detalle que recibirán los participantes.

Entre las novedades que traerá el diseño de la cámara se mencionaron las siguientes: la posibilidad de netear operaciones con anterioridad a la generación de las instrucciones de liquidación; la introducción de procedimientos de gestión de operaciones para poder delimitar el alcance del neteo; la posibilidad de que los miembros negociadores puedan ser miembros ordinarios o segregados; y la posibilidad de asignar una operación a una cuenta concreta desde el momento de su ejecución o enviar un *give-up* (traslado de la operación), también desde el momento de la orden, a otro miembro compensador o no compensador. Esta opción permite agilizar el traspaso del riesgo y el consiguiente cómputo de garantías exigidas por la ECC al miembro compensador definitivo.

La mesa se mostró de acuerdo en que los costes de la reforma deberían considerarse en su conjunto, no descartándose la necesidad de acometer algunas inversiones, si bien el neteo en la ECC debería contribuir a su reducción. Se subrayó la importancia de la interoperabilidad y de que el EMIR consolidara en breve la tendencia a materializar en efectivo las garantías aportadas a la cámara. Se señaló asimismo que la inversión internacional ve con simpatía la reforma y espera que traiga una mejora en los procesos actuales de liquidación de las operaciones que provienen de otras ECC no residentes, que se consideran subóptimos. Por último, se indicó la conveniencia de mantener como hasta ahora las operaciones fallidas en un nivel muy moderado.

En la tercera mesa se debatieron aspectos del nuevo sistema de liquidación por saldos que contempla la reforma. La mesa dedicó una particular atención a los desafíos que se derivarán del posterior acortamiento del ciclo de liquidación desde tres hasta dos días hábiles, a contar desde la fecha de contratación, y de la integración de Iberclear en T2S. Se subrayó que la liquidación en T+2, que reforzará el grado de armonización en Europa, puede generar un aumento a corto plazo del nivel de operaciones fallidas, sobre todo por parte de la inversión institucional no residente, pero también reducirá la exigencia de garantías en una tercera parte, al acortarse en la misma proporción el plazo de liquidación y, por tanto, de la exposición al riesgo de que no se liquide la operación.

Asimismo, se discutieron en esta mesa las implicaciones de la reforma en la determinación del momento de la firmeza de las operaciones. Como consecuencia del principio de aseguramiento en la entrega, Iberclear fija actualmente la firmeza de la operativa bursátil desde el momento en el que se acepta la contratación. Con la introducción de las ECC, es necesario su reconocimiento como sistemas a los efectos de la Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores. La firmeza en la cámara tendrá lugar en el momento en el que acepte las operaciones provenientes del mercado, y en Iberclear se desplazará hacia el entorno de la liquidación, una vez que desaparezca el principio de aseguramiento en la entrega.

Igualmente, se valoró positivamente la flexibilidad de la estructura de cuentas prevista en los trabajos preparatorios de la reforma, tanto en la ECC como en el depositario central de valores (DCV). En particular, se destacaron los siguientes aspectos: (i) la posibilidad de abrir cuentas individuales a nombre de un cliente del miembro, por medio de las cuales los clientes puedan aislar sus garantías respecto al resto de las cuentas del miembro compensador; (ii) la posibilidad de que, con carácter general, las cuentas lleven un registro neto o bruto de las operaciones, que determinará el cálculo neto o bruto de las garantías y la aplicación o inaplicación, respectivamente, de los procesos de compensación al cálculo de las instrucciones de liquidación; y (iii) la posibilidad de abrir cuentas a nombre de un ordenante intermediario financiero que permitan la liquidación y registro en el DCV a nombre de un titular final por cuenta del cual actúa el ordenante, siempre dentro del ciclo de liquidación, y en los términos en que lo permitan los respectivos reglamentos internos de los DCV y las ECC.

Por último, se señaló en la mesa que la liquidación por saldos que traerá la reforma hará innecesaria la utilización de la información registral en la fase de mercado, lo que simplificará los procesos y aumentará el atractivo de la operativa, en particular para la inversión no residente, que actualmente representa el 60% del total negociado en bolsa. Este mayor atractivo podría contribuir al aumento de los volúmenes negociados en el futuro.

La cuarta y última mesa de discusión se centró en cuestiones de interés relativas a la llevanza del nuevo sistema de registro de valores. Así, en relación con el nuevo sistema de registro y liquidación gestionado por Iberclear, se explicó que será un registro único para todos los valores (renta variable y renta fija, ya sea pública o privada), si bien su incorporación se realizará en dos fases, conforme a lo previsto en el cronograma del proyecto. Se señaló que se mantendrá el registro de doble escalón, basado en saldos o posiciones agregadas. En referencia a la nueva estructura de cuentas del registro, se aclaró que podrá haber una o más cuentas propias o de terceros de carácter general o individualizadas por cliente, e incluso cuentas individuales especiales para intermediarios financieros que utilicen el procedimiento opcional de liquidación de órdenes.

La mesa comentó los cambios en el modelo de relaciones jurídicas que conlleva la reforma (incluida la firmeza) y su interrelación con otras reformas del marco normativo europeo en materia de derechos sobre valores. Por último, además de analizar las implicaciones de estos cambios para los participantes de las diferentes infraestructuras, se habló del nuevo sistema estandarizado de información de las inscripciones realizadas en el registro de detalle por parte de las entidades participantes. Se destacó que este sistema ofrecerá, a efectos de supervisión, prestaciones equivalentes al actual sistema basado en la referencia de registro (RR).

La clausura de la Jornada estuvo a cargo del Director General de Operaciones, Mercados y Sistemas de Pagos del Banco de España y del Secretario General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad. El primero destacó la utilidad de la I Jornada y el interés suscitado. Calificó la re-

forma como uno de los proyectos prioritarios en la industria financiera española, en el marco de las modificaciones legislativas armonizadoras que se están desarrollando en el ámbito de la poscontratación en Europa, y subrayó la necesidad de que las entidades se adapten al nuevo entorno. Centró su intervención en dos aspectos: la escasez de tiempo debida a unos plazos muy ajustados para el ingente trabajo que queda por hacer y la entrada en funcionamiento de T2S, cuya puesta en marcha y correspondiente migración requieren de un gran esfuerzo por parte del conjunto del mercado. A esto hay que sumar el acortamiento del ciclo de liquidación a tan solo dos días, previsto en el futuro Reglamento para Centrales Depositarias de Valores, que aún se encuentra en proceso de aprobación.

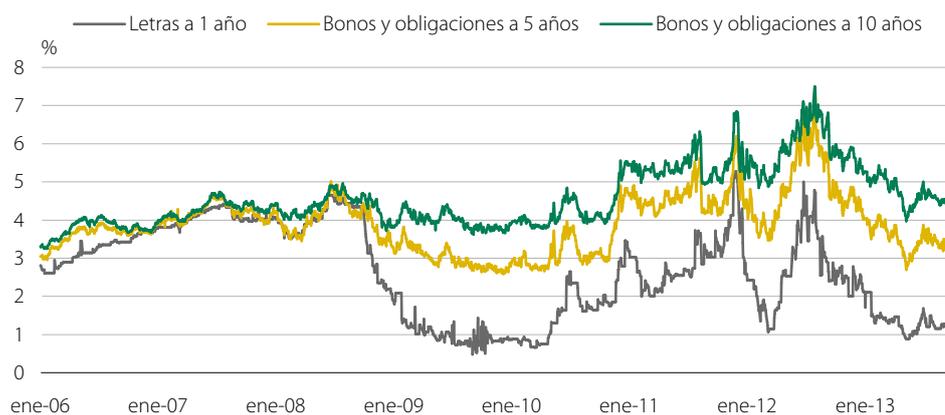
Por su parte, el Secretario General del Tesoro y Política Financiera resaltó que unos mercados eficientes requieren el funcionamiento adecuado de todos los procesos inherentes a la negociación, que culminan con el pago y el cambio de propiedad del valor. Asimismo, enfatizó que la fase de poscontratación, en la que se integran la compensación, la liquidación y el registro de valores, constituye una pieza crucial de cualquier sistema financiero, al permitir el intercambio de valores y de efectivo. Por otro lado, recordó que Europa se encuentra ante un escenario de grandes cambios en la poscontratación, comparable al que experimentó la fase de negociación de valores con la primera directiva MiFID hace ya una década. Destacó que en este contexto de cambios se enmarca la Ley 32/2011, por la que se modificó la Ley del Mercado de Valores y que supuso el inicio en España del proceso de reforma de su sistema de compensación, liquidación y registro de valores, en el que hoy nos encontramos inmersos. Finalmente, clausuró la Jornada señalando que el adecuado desempeño del papel de los reguladores, supervisores e industria hará que la reforma sea una realidad y que la migración al nuevo sistema resulte lo más suave posible.

1 Disponible en <http://www.cnmv.es/docportal/aldia/SituacionReforma090513.pdf>

### 3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija domésticos han reflejado a lo largo de 2013 el sustancial descenso de las tensiones en los mercados de deuda europeos y solo han mostrado una cierta volatilidad en mayo y junio, cuando se produjo un leve incremento de la incertidumbre. En general, los tipos de interés de la deuda pública y, en menor medida, de la deuda privada han descendido de forma notable, rebajando las primas de riesgo hasta niveles que no se observaban desde la primavera de 2011. Sin embargo, persiste un cierto grado de fragilidad en los mercados de renta fija y, por el momento, el sustancial descenso del coste de financiación de los agentes no se ha traducido en unos volúmenes de emisión de deuda notables. La atonía de las emisiones de este tipo de instrumentos financieros podría atribuirse a la disponibilidad de otras alternativas de financiación de menor coste relativo en un marco de desapalancamiento y de escaso dinamismo de la actividad, que estarían reduciendo sensiblemente las necesidades de financiación del sector privado de la economía.

*Los mercados domésticos de renta fija, en términos generales, han mostrado a lo largo de 2013 el sustancial descenso de las tensiones en los mercados europeos de deuda, que comenzó en el verano de 2012. Sin embargo, persiste una cierta fragilidad en los mismos.*



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

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública descendieron entre 75 y 96 p.b., dependiendo del plazo, a lo largo de 2013 y solo se incrementaron de forma notable en mayo y junio.

En este marco, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública, que finalizaban el año en niveles del 1,1%, 1,7% y 2,2% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, prosiguieron a la baja prácticamente a lo largo de todo el ejercicio 2013 y solo mostraron un incremento relevante durante los meses de primavera, en momentos de cierta incertidumbre en los mercados. En la fecha de cierre de este informe (15 de septiembre), los tipos de interés (en promedio mensual) de la deuda pública a corto plazo se situaban en el 0,2%, 0,9% y 1,3% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, unos niveles entre 75 p.b. y 96 p.b. inferiores a los de finales de 2012 (véase cuadro 9). Por su parte, los tipos de interés de los pagarés, que se habían reducido sustancialmente a lo largo del primer trimestre del año, mostraron un comportamiento mucho menos variable en meses posteriores. El descenso acumulado de los tipos de interés de estos instrumentos fue superior al de la deuda pública, pues a mediados de septiembre se situaban en el 1,2%, 1,6% y 1,6% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente, entre 162 p.b. y 224 p.b. menos que a finales de 2012 (2,8%, 3,6% y 3,8%).

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

CUADRO 9

	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13 <sup>3</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	1,60	2,20	1,14	0,29	0,58	0,22
6 meses	2,71	3,47	1,68	0,85	0,79	0,93
12 meses	3,09	3,27	2,23	1,37	1,34	1,27
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>						
3 meses	1,37	2,74	2,83	1,49	1,25	1,21
6 meses	2,52	3,52	3,58	1,72	1,43	1,61
12 meses	3,49	3,77	3,83	1,90	1,67	1,59

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

3 Datos a 15 de septiembre.

Las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo mostraron una tendencia similar a las de la deuda a corto plazo, con descensos pronunciados a lo largo de 2013, interrumpidos únicamente en mayo y en junio. Como se observa en el cuadro 10, el promedio mensual de los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años quedaba en el 2,6%, 3,4% y 4,5%, respectivamente, en septiembre, cerca de 80 p.b. por debajo de los niveles de finales de 2012<sup>15</sup>. Las rentabilidades a largo plazo de la deuda privada, que también mostraron un fuerte descenso en el primer trimestre del año, reflejaron un comportamiento relativamente más estable en los meses siguientes. A mediados de septiembre, el promedio mensual de los tipos de interés de la deuda privada a tres, cinco y diez años se situaba en el 2,9%, 3,7% y 5,3%, respectivamente, unos niveles entre 93 p.b. y 146 p.b. inferiores a las cifras de finales de 2012.

*El descenso de las rentabilidades de la deuda pública de plazos más largos también fue significativo. En el caso del bono a diez años, la rentabilidad se situaba en el 4,5% a mediados de septiembre (5,3% a finales de 2012).*

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

CUADRO 10

	dic-10	dic-11	dic-12	mar-13	jun-13	sep-13 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	3,87	4,01	3,40	2,85	2,86	2,62
5 años	4,65	4,65	4,22	3,65	3,47	3,36
10 años	5,38	5,50	5,33	4,93	4,67	4,49
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	4,39	5,43	4,19	2,81	3,00	2,90
5 años	4,96	5,91	4,66	3,45	3,81	3,73
10 años	6,28	8,06	6,79	5,40	5,38	5,33

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

La prima de riesgo soberano de la economía española, evaluada tanto mediante la prima negociada del CDS del bono español a cinco años como a través del diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán, ha mostrado ciertos altibajos a lo largo del año, pero en líneas generales ha tendido a la baja, lo que refleja el sustancial descenso de las tensiones en los mercados de deuda soberana en Europa. Así, la prima de riesgo del CDS se situaba en 237 p.b. a mediados de septiembre desde los 295 p.b. de finales de 2012 (véase gráfico 16) y el diferencial de tipos de interés entre el bono español y el alemán caía hasta los 255 p.b. desde los 396 p.b. de diciembre de 2012. La reducción de este diferencial fue más intensa a lo largo del tercer trimestre del año, ya que al descenso de la rentabilidad del bono español se unió el aumento de la del bono alemán. El descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano fue relativamente generalizado entre las diferentes economías europeas<sup>16</sup> (solo se incrementó en Portugal), en un marco en el que los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano se mantenían en unos niveles relativamente reducidos (a pesar de su leve aumento temporal en los meses de verano). Únicamente cabe señalar el incremento más elevado del indicador de contagio originado por el riesgo de crédito soberano portugués (véase gráfico 17).

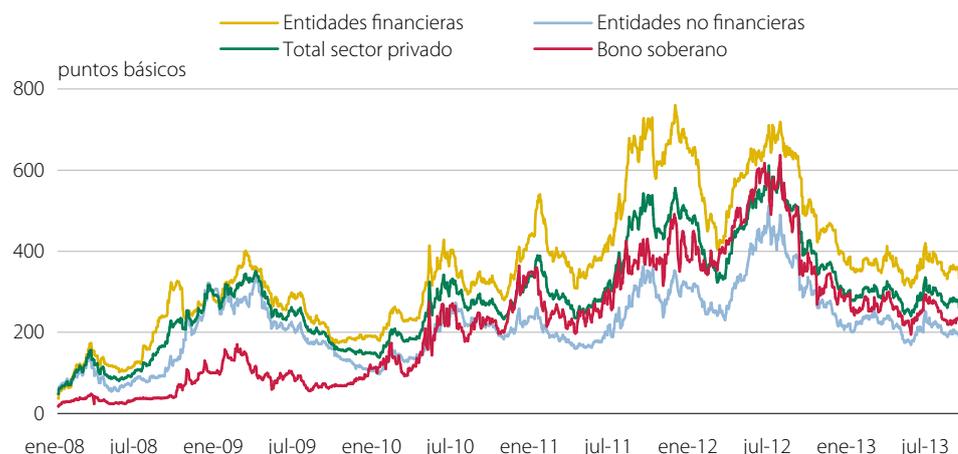
*La prima de riesgo soberano, que había mostrado ciertos altibajos en los primeros meses del año, tendió a la baja, situándose en 255 p.b. a mediados de septiembre, frente a los 396 p.b. de finales de 2012.*

15 Unos niveles que ya se habían reducido sustancialmente desde los máximos históricos alcanzados en el verano de 2012.

16 Cabe señalar a este respecto que la reducción de la prima de riesgo soberano fue algo más intensa en España que en Italia en el periodo considerado. Así, desde el 10 de septiembre, el diferencial entre la rentabilidad del bono soberano español y el bono alemán era inferior al diferencial entre la rentabilidad del bono de deuda italiano y el bono alemán, algo que no ocurría desde marzo de 2012.

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

GRÁFICO 16

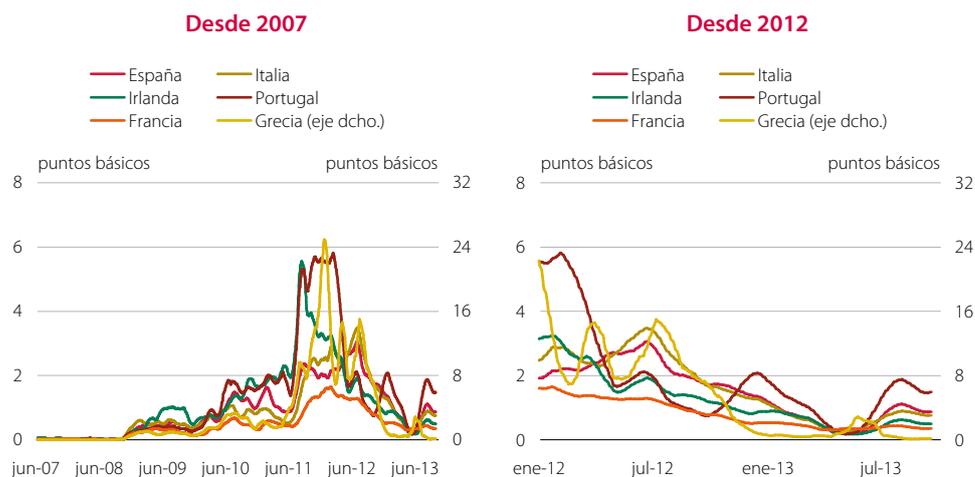


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

<sup>1</sup> Media simple. Datos hasta el 15 de septiembre.

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

GRÁFICO 17



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

<sup>1</sup> 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.

Las primas de riesgo de crédito del sector privado mostraron una evolución similar a la de la deuda pública a lo largo de 2013, con incrementos en el segundo trimestre del año, pero marcando una tendencia general a la baja desde los niveles de finales de 2012. Así, como se observa en el gráfico 16, 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 al situarse, a mediados de septiembre, en 262 p.b. (237 p.b. la prima de riesgo soberano). Sin embargo, y a pesar del notable descenso de la percepción del riesgo de crédito de los emisores domésticos, persiste una diferencia notable entre la prima de riesgo (media) de los pertenecientes al sector financiero, que ascendía a 332 p.b. en septiembre, y la de los del sector no financiero, que se reducía hasta los 191 p.b.

*La prima de riesgo de crédito del sector privado de la economía mostró una reducción similar a la de la prima de riesgo soberano, si bien la prima de riesgo de las entidades financieras permanecía en niveles elevados.*

Entre enero y septiembre de 2013<sup>17</sup>, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV ascendieron a 94.123 millones de euros, lo que supone un retroceso del 65% con relación al volumen de deuda emitido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 11). En valor absoluto, los mayores descensos se produjeron en el segmento de los pagarés (-77.665 millones de euros), de las cédulas hipotecarias (-64.550 millones de euros) y, en menor medida, de los bonos simples (-26.729 millones de euros). La actividad en los mercados primarios de estos instrumentos, que fueron los más dinámicos en 2012, retrocedió como consecuencia de diferentes factores, si bien en todos ellos subyacen las menores necesidades de financiación de las entidades emisoras.

*Entre enero y septiembre de 2013, el volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV descendió un 65%, hasta los 94 mil millones de euros...*

En el caso de las emisiones de pagarés –que en el conjunto de 2012 se incrementaron un 28%–, estas apenas alcanzaron los 32,5 mil millones de euros entre enero y septiembre de 2013, un 71% menos que en el mismo periodo del año anterior. La recuperación del saldo de los depósitos bancarios por parte de los hogares y las empresas y de la inversión en determinadas categorías de fondos de inversión de riesgo reducido habría incidido directamente en el descenso de este tipo de emisiones en lo que va de 2013.

*...debido al retroceso de la emisión de pagarés, afectado por la recuperación de los depósitos bancarios y los fondos de inversión,...*

Por su parte, la emisión de cédulas hipotecarias, que ascendió a 21,8 mil millones de euros, fue un 75% menor en términos interanuales, y la emisión de bonos simples, que alcanzó un importe cercano a los 19,9 mil millones, cayó un 57%. La fuerte contracción del volumen de las emisiones de estos instrumentos en términos relativos se debe tanto a las menores necesidades de financiación de los emisores como a los volúmenes anormalmente elevados, en términos históricos, de las emisiones de estos instrumentos realizadas en 2012 por las entidades financieras con el fin de disponer de activos de calidad elevada que aportar en las operaciones de financiación con el Eurosistema.

*...de las cédulas hipotecarias y de los bonos simples.*

En este marco de retroceso de las emisiones de deuda, cabe señalar el incremento del volumen de las emisiones de bonos de titulización (de un 10%), alcanzando un importe cercano a los 14.000 millones de euros, aunque continúa estando muy alejado de los volúmenes observados antes de la crisis. En cuanto a la emisión de otros instrumentos como las cédulas territoriales, su importe ascendió a 5.615 millones de euros entre enero y septiembre de 2013, un 37% menos que en 2012. No se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.

*Sin embargo, las emisiones de bonos de titulización se incrementaron un 10%, aunque desde niveles reducidos.*

17 Con datos hasta el 15 de septiembre.

Las emisiones de deuda en el exterior también se contrajeron sensiblemente en 2013.

Las emisiones de renta fija en el exterior también mostraron descensos sustanciales entre enero y julio de 2013. Como se observa en el cuadro 11, el volumen total de las emisiones de renta fija en el exterior efectuado por emisores españoles alcanzó en este periodo los 32.885 millones de euros, lo que supone un retroceso del 43% con relación al mismo periodo de 2012. El grueso de este retroceso se produjo en las emisiones de corto plazo que, con un descenso del 73%, se situaron en 8.388 millones. Las emisiones a largo plazo descendieron un 8%, alcanzando un importe cercano a 25.000 millones de euros.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

registradas <sup>1</sup> en la CNMV	2009	2010	2011	2012	2013		
					I	II	III <sup>2</sup>
<b>Número de EMISIONES</b>	<b>512</b>	<b>349</b>	<b>353</b>	<b>334</b>	<b>61</b>	<b>74</b>	<b>47</b>
Cédulas hipotecarias	75	88	115	94	15	14	5
Cédulas territoriales	1	9	42	18	1	2	2
Bonos y obligaciones no convertibles	244	154	87	134	27	47	31
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	3	9	7	3	1	0
Bonos de titulización	76	36	45	35	11	5	3
Programas de pagarés	73	59	53	46	4	5	6
De titulización	2	2	2	1	0	0	0
Resto de pagarés	71	57	51	45	4	5	6
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	37	0	2	0	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>387.476</b>	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>	<b>357.830</b>	<b>44.462</b>	<b>30.406</b>	<b>19.255</b>
Cédulas hipotecarias	35.574	34.378	67.227	102.170	9.195	7.340	5.265
Cédulas territoriales	500	5.900	22.334	8.974	95	1.520	4.000
Bonos y obligaciones no convertibles	62.249	24.356	20.192	86.442	15.595	4.136	166
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.200	968	7.126	3.563	425	15	0
Bonos de titulización	81.651	63.261	68.413	23.800	8.052	4.942	904
Tramo nacional	77.289	62.743	63.456	20.627	6.965	4.309	904
Tramo internacional	4.362	518	4.957	3.173	1.087	633	0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	191.342	97.586	103.501	132.882	11.100	12.453	8.920
De titulización	4.758	5.057	2.366	1.821	180	390	440
Resto de pagarés	186.583	92.529	101.135	131.061	10.920	12.063	8.480
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	12.960	0	200	0	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	20.989	9.154	29.199	7.633	1.557	978	92
Emisiones aseguradas	4.794	299	10	0	0	193	0
					2013		
<b>en el exterior por emisores españoles</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>4</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>	<b>149.686</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>91.882</b>	<b>19.246</b>	<b>11.506</b>	<b>2.133</b>
A largo plazo	47.230	51.107	51.365	50.312	16.076	7.793	628
Participaciones preferentes	3.765	0	0	0	0	1.500	0
Obligaciones subordinadas	2.061	0	242	307	0	0	0
Bonos y obligaciones	41.404	50.807	51.123	50.005	16.076	6.293	628
Bonos de titulización	0	300	0	0	0	0	0
A corto plazo	102.456	76.624	68.677	41.570	3.170	3.713	1.505
Pagarés de empresa	102.456	76.624	68.677	41.570	3.170	3.713	1.505
De titulización de activos	108	248	322	11.590	0	0	0

Fuente: CNMV y Banco de España.

- 1 Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
- 2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.
- 3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
- 4 Datos correspondientes al mes de julio. No se dispone del dato correspondiente a ese mes de las emisiones en el exterior de pagarés respaldados por activos titulizados.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>18</sup>

El patrimonio de los fondos de inversión, después de cinco años de continuos descensos, aumentó un 4,3% durante el primer semestre de 2013, hasta situarse en 135.933 millones de euros (véase cuadro 13). Cerca del 80% del incremento tuvo su origen en las suscripciones netas realizadas durante estos dos trimestres, que superaron los 9.000 millones de euros (véase cuadro 12). Las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en las categorías de renta fija y de gestión pasiva. Por el contrario, los fondos garantizados de renta fija y renta variable, los de retorno absoluto y los fondos globales experimentaron reembolsos netos durante este periodo. Este comportamiento de los flujos de inversión y desinversión supone un cambio de patrón con relación al observado durante los últimos años, cuando las categorías de fondos garantizados de renta fija y renta variable recibían la mayoría de las suscripciones, en detrimento de los fondos de renta fija.

*Tras cinco años de descensos, el patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 4,3% en el primer semestre del año, hasta quedar cerca de 136 mil millones de euros.*

#### Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros				2012		2013	
	2010	2011	2012	III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>-25.580,9</b>	<b>-10.839,0</b>	<b>-11.495,4</b>	<b>-3.176,6</b>	<b>-3.570,7</b>	<b>4.224,4</b>	<b>5.205,5</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-27.150,0	-10.427,7	-5.662,5	-1.880,9	-1.273,4	1.729,5	3.934,9
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1.416,9	-1.925,7	-651,6	-173,6	-116,5	419,0	668,7
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-90,1	-320,5	-281,6	-68,3	-53,3	349,0	315,7
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-696,9	152,0	-109,7	-2,1	-23,9	275,0	104,6
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	1.151,9	-817,6	-370,2	-55,9	-186,5	122,3	133,3
Gar. rta. fija	4.716,0	7.228,3	-334,5	58,5	-974,5	537,8	-602,6
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-2.500,1	-3.061,6	-3.353,1	-805,1	-1.115,8	-651,9	-952,7
Fondos globales	323,7	945,3	-7,8	-101,1	7,5	-61,0	-197,9
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-790,3	-274,5	572,1	67,8	360,4	1.477,0	1.851,1
Retorno absoluto <sup>7</sup>	871,8	-2.337,0	-1.296,5	-215,9	-194,7	27,7	-49,5

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

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

*Cerca del 80% del aumento del patrimonio se debió al volumen de suscripciones netas, mientras que el resto fue producto de la rentabilidad de estos productos (2%).*

La rentabilidad de los fondos de inversión, por su parte, fue positiva durante los primeros seis meses del año (2%), aunque con valores notablemente inferiores a los de 2012 (véase cuadro 13). Las categorías más rentables en el primer semestre fueron las de renta variable euro e internacional (4,4% y 7%, respectivamente). Cabe mencionar, además, que durante el primer trimestre del año, en términos generales, la rentabilidad de las distintas vocaciones estuvo muy por encima de la obtenida en el segundo. A pesar del mejor tono de la industria, el número de fondos siguió reduciéndose en el primer semestre de 2013. A finales de junio había un total de 2.117 fondos, 68 menos que a finales de 2012, siendo los fondos de renta fija los que experimentaron un mayor descenso (46 menos).

*El número de partícipes se incrementó en más de 200.000 en el primer semestre del año.*

El número de partícipes en fondos de inversión se situó a mediados de 2013 en 4.646.619, lo que implica un aumento de más de 200.000 desde diciembre del año anterior. En línea con la evolución del patrimonio, los mayores incrementos se produjeron en las vocaciones de renta fija y de gestión pasiva, con 86.000 y 99.000 respectivamente. Únicamente los fondos garantizados de renta variable y los de retorno absoluto mostraron un descenso en el número de partícipes (72.000 y 2.500, respectivamente).

*La tendencia expansiva de la industria continuó en julio, según los datos preliminares.*

Los datos preliminares correspondientes al mes de julio de 2013 indican que la tendencia expansiva del patrimonio y del número de partícipes ha continuado. También parece que la racionalización del número de fondos no ha llegado a su fin y continúan produciéndose algunas fusiones entre ellos.

*Nuevo descenso del volumen de activos menos líquidos de los fondos de inversión, que en junio representaban el 3,1% del patrimonio total.*

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada siguieron mejorando durante el primer semestre de 2013. Así, el volumen total de activos de liquidez reducida disminuyó un 25%, desde los 5.390 millones de euros a finales de diciembre de 2012 hasta los 4.051 millones en junio de 2013 (véase cuadro 14). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de inversión pasó de representar el 4,3% del patrimonio total de los fondos a finales de 2012 al 3,1% al terminar el primer semestre de este año. En relación con la composición de este conjunto de activos de menor liquidez, no ha habido grandes cambios durante este año. Tan solo cabe señalar el ligero incremento de la importancia de la renta fija no financiera, si bien la partida más voluminosa de liquidez reducida sigue correspondiendo a los instrumentos de renta fija financiera con una calificación crediticia inferior a AA.

Número	2010	2011	2012	2012		2013	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.408</b>	<b>2.310</b>	<b>2.185</b>	<b>2.197</b>	<b>2.185</b>	<b>2.185</b>	<b>2.117</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	537	508	454	459	454	448	408
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	160	140	125	128	125	126	129
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	138	128	117	119	117	120	124
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	172	148	127	129	127	126	116
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	232	220	211	214	211	209	198
Gar. rta. fija	276	351	398	393	398	409	402
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	499	420	361	369	361	348	336
Fondos globales	192	203	192	194	192	182	174
De gestión pasiva <sup>7</sup>	61	59	85	75	85	103	126
Retorno absoluto <sup>7</sup>	141	133	115	117	115	114	104
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>143.918,2</b>	<b>132.368,6</b>	<b>124.039,9</b>	<b>125.108,2</b>	<b>124.039,9</b>	<b>130.295,4</b>	<b>135.933,5</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	56.614,6	46.945,5	40.664,6	41.512,2	40.664,6	42.690,3	46.736,8
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.512,9	5.500,9	5.965,6	6.618,4
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.116,2	3.179,9	3.593,6	3.911,9
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	5.356,8	4.829,2	5.270,2	4.891,7	5.270,2	5.691,8	5.867,8
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.663,2	6.615,0	7.224,0	7.297,3
Gar. rta. fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	36.489,9	36.445,0	37.653,1	37.316,1
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	22.046,5	18.014,5	14.412,7	15.383,0	14.412,7	13.925,5	13.032,2
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.288,4	4.358,6	4.366,9	4.157,3
De gestión pasiva <sup>7</sup>	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.456,2	2.991,2	4.511,4	6.402,4
Retorno absoluto <sup>7</sup>	8.348,1	5.989,7	4.601,9	4.794,4	4.601,9	4.673,3	4.593,4
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>5.160.889</b>	<b>4.835.193</b>	<b>4.410.741</b>	<b>4.531.940</b>	<b>4.410.741</b>	<b>4.523.140</b>	<b>4.646.619</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.297.686	1.261.634	1.283.052	1.347.295
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	270.341	206.938	188.574	193.992	188.574	194.084	203.705
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	171.336	145.150	138.096	140.387	138.096	140.132	141.715
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	266.395	237.815	220.433	220.342	220.433	231.881	239.309
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	501.138	448.539	398.664	417.276	398.664	409.552	427.789
Gar. rta. fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.082.897	1.075.852	1.114.875	1.124.209
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	1.065.426	912.298	727.867	783.203	727.867	703.587	655.760
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	105.824	101.321	104.718	111.567
De gestión pasiva <sup>7</sup>	90.343	100.416	125.003	110.678	125.003	170.399	224.481
Retorno absoluto <sup>7</sup>	277.445	229.097	173.297	179.655	173.297	170.860	170.789
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>0,35</b>	<b>-0,08</b>	<b>5,50</b>	<b>2,72</b>	<b>2,08</b>	<b>1,64</b>	<b>0,37</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	0,11	1,56	3,54	1,35	1,12	0,76	0,31
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-0,54	-1,34	4,95	2,41	1,75	0,83	-0,19
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-0,98	-5,64	7,83	4,12	3,30	2,02	0,17
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-2,94	-11,71	12,31	8,16	7,28	3,05	1,32
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	14,22	-10,83	13,05	5,27	2,32	7,49	-0,45
Gar. rta. fija	-0,67	3,28	4,85	2,42	2,27	1,72	0,68
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-1,79	0,14	5,07	3,89	1,99	1,16	0,42
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	2,95	2,03	1,75	-0,26
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-2,36	-7,33	7,10	5,50	4,04	0,96	0,77
Retorno absoluto <sup>7</sup>	1,53	-1,87	3,84	1,81	1,36	1,01	-0,57

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2010, 2011 y 2012. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

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

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-12	mar-13	jun-13	dic-12	mar-13	jun-13
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	348	330	210	23	29	21
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	4.120	4.018	3.114	19	20	17
Renta fija no financiera	148	175	186	5	7	8
Titulizaciones	774	605	541	42	35	30
Titulización AAA	44	37	35	97	98	99
Resto de titulizaciones	730	568	506	40	34	28
<b>Total</b>	<b>5.390</b>	<b>5.127</b>	<b>4.051</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>17</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>			

Fuente: CNMV.

## IIC inmobiliarias

*El entorno en el que las IIC inmobiliarias desarrollan su actividad continuó siendo complejo...*

El ajuste del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias de nuestra economía, aún inconcluso, continuó condicionando el desarrollo de la actividad de las IIC inmobiliarias en el primer semestre de 2013, aunque se observaron algunas diferencias entre los fondos, cuyas magnitudes principales siguieron retrocediendo, y las sociedades, que experimentaron un cierto avance.

*...lo que dio lugar a nuevos retrocesos en las magnitudes más relevantes de los fondos de inversión inmobiliaria.*

En el caso de los fondos de inversión inmobiliaria (FII), cabe mencionar que el número total de estas instituciones a finales de junio ascendía a seis, igual que en diciembre de 2012. De estos, tan solo cinco se consideraban propiamente activos, ya que un FII estaba en proceso de disolución. Por su parte, tanto el número de participes como el patrimonio gestionado siguieron contrayéndose durante la primera mitad del año. En concreto, el número de participes se redujo un 10,3%, hasta los 21.563, y el patrimonio disminuyó un 2,9%. La rentabilidad de estas IIC volvió a ser negativa y de magnitud similar a la de los últimos años (-1,86% en el primer trimestre de 2013 y -0,76% en el segundo).

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias

CUADRO 15

	2009	2010	2011	2012	2012		2013	
					III	IV	I	II
<b>FONDOS</b>								
Número <sup>1</sup>	8	7	6	6	6	6	6	6
Participes	83.583	75.280	29.735	25.218	27.587	25.218	24.048	21.541
Patrimonio (millones de euros)	6.465,0	6.116,0	4.495,0	4.202,0	4.314,0	4.202,0	4.071,4	3.985,5
Rentabilidad (%)	-8,31	-4,74	-3,23	-5,96	-1,83	-2,17	-2,59	-1,88
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	8	8	8	8	8	8	9	10
Accionistas	928	943	943	937	935	937	1.021	1.017
Patrimonio (millones de euros)	309,0	322,0	313,0	284,1	294,7	284,1	843,8	854,0

Fuente: CNMV.

1 IIC que han remitido estados reservados.

En cuanto a las sociedades de inversión inmobiliaria (SII), su número aumentó de ocho a diez entre enero y junio de 2013. Cabe mencionar que durante el primer trimestre del año, el patrimonio se multiplicó por tres, pasando de 284 millones de euros a más de 800 millones, aunque este incremento se debió exclusivamente a una entidad, que en enero de este año se transformó de sociedad anónima en SII. El número de accionistas se incrementó en 80 durante los primeros seis meses de 2013, hasta situarse en 1.017.

*Sin embargo, las sociedades de inversión inmobiliaria mostraron un cierto avance por el alta de dos nuevas entidades.*

## IIC de inversión libre

En la industria de las IIC de inversión libre se observó una continuidad de las tendencias más relevantes iniciadas durante la crisis. Así, el segmento de IIC de inversión libre siguió profundamente afectado, mientras que el segmento de IIC de inversión libre tuvo un comportamiento positivo, aunque con variaciones más moderadas que en el año anterior. A finales del segundo trimestre de 2013, se observó un número significativo de entidades en proceso de liquidación (ocho IIC de inversión libre y una IIC de IIC de inversión libre).

*En la industria de las IIC de inversión libre se mantuvieron las tendencias de ejercicios anteriores...*

En el caso de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos), el patrimonio a finales de mayo de 2013 se situó en 529 millones de euros, un 2% menos que en diciembre de 2012, y su número de partícipes disminuyó en 153, hasta los 3.185 (véase cuadro 16). El volumen de los reembolsos de los partícipes en estas instituciones fue superior al de las suscripciones durante el primer trimestre del año, igual que durante todo el año anterior (en la fecha de cierre del informe todavía no se dispone de información referente al segundo trimestre).

*...con retrocesos de patrimonio en la modalidad de los fondos de fondos de inversión libre...*

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

CUADRO 16

	2009	2010	2011	2012		2013	
				III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número <sup>1</sup>	38	28	27	26	24	24	22
Partícipes	5.321	4.404	3.805	3.513	3.338	3.211	3.185
Patrimonio (millones de euros)	810,2	694,9	573,0	561,3	540,0	536,2	529,2
Rentabilidad (%)	7,85	3,15	-1,70	1,38	0,60	2,73	0,72
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número <sup>1</sup>	29	33	36	36	36	33	33
Partícipes	1.917	1.852	2.047	2.305	2.427	2.384	2.346
Patrimonio (millones de euros)	652,0	646,2	728,1	828,7	918,6	964,8	995,3
Rentabilidad (%)	14,94	5,37	-2,60	2,85	3,03	3,72	2,34

Fuente: CNMV.

1 Entidades que han remitido estados reservados.

2 Datos hasta mayo de 2013.

En cambio, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) ascendía a finales de mayo de 2013 a 995 millones de euros, lo que supone un 8,3% de crecimiento a lo largo de estos cinco primeros meses del año (frente a más del 26% de incremento durante los doce meses anteriores). Este aumento se debe tanto a las suscripciones de

*...y avances para el conjunto de los fondos de inversión libre de carácter puro.*

fondos efectuadas por los partícipes como a la revalorización de la cartera, que fue de un 6,1% entre enero y mayo de 2013. El número de partícipes, en cambio, que también había crecido de forma sustancial a lo largo de los últimos dos años, se redujo en 81, hasta situarse a finales de mayo de este año en 2.346.

### IIC extranjeras comercializadas en España

*La expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España también fue notable en el primer semestre del año, tanto en términos de volumen de inversión como de partícipes.*

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que se inició en 2012, continuó a lo largo del primer semestre de 2013 tanto con relación a su volumen de inversión como al número de partícipes. Así, el volumen de inversión de estas IIC se incrementó un 26,9% durante los seis primeros meses de 2013, hasta alcanzar más de 48 mil millones de euros, con avances tanto en los fondos (25,6%), hasta casi los 8.000 millones de euros, como en las sociedades (27,2%), hasta superar los 40 mil millones de euros. El número de inversores también se incrementó, concretamente un 16,4%, hasta los 950.000. En relación con el número de instituciones, se produjo un aumento sustancial de las sociedades (14 más, 347 en total) y una reducción de los fondos (15 menos, 406 en total).

### Perspectivas

*Las perspectivas para la industria de la inversión colectiva continúan siendo favorables debido a la menor competencia de otras alternativas de inversión.*

Desde que comenzó la crisis, el patrimonio administrado por la industria de inversión colectiva no ha dejado de contraerse debido al elevado volumen de los reembolsos efectuados por los partícipes, hasta reducirse prácticamente a la mitad. Sin embargo, los datos del primer semestre de 2013 apuntan a un cambio de tendencia. La trayectoria expansiva del patrimonio observada durante este periodo podría consolidarse en los próximos meses como consecuencia del menor atractivo relativo de otros productos de inversión, como los depósitos bancarios o los pagarés, y de la recuperación de la confianza de los inversores en este tipo de productos tras los periodos de turbulencias en los mercados financieros de años anteriores. La estabilización de la renta disponible de las familias es un factor que tenderá a limitar en menor medida la capacidad inversora de este sector. De hecho, la tasa de ahorro de los hogares ya experimentó un ligero ascenso en los primeros meses de 2013.

*En el proceso de toma de decisiones financieras, la recopilación de toda la información relevante para el inversor es un pilar fundamental para la sostenibilidad de la industria.*

Las perspectivas de la industria también están parcialmente condicionadas por las políticas de oferta de productos y las estrategias de comercialización de las entidades financieras. A este respecto, y dada la tendencia al alza observada recientemente en la comercialización de fondos con objetivo concreto de rentabilidad, pero no garantizados, cabe señalar la importancia de que los partícipes reciban toda la información necesaria a la hora de realizar sus inversiones o desinversiones. Solo de esta manera las decisiones financieras se ajustarán a su perfil de riesgo y el inversor será consciente de qué puede esperar de cada producto y cuáles son sus derechos en determinadas ocasiones. En relación con esta cuestión, el recuadro 3 describe las medidas que la CNMV ha establecido recientemente para reforzar la transparencia en la comercialización de determinados fondos de inversión.

El coste del otorgamiento de garantía a los fondos de inversión, unido a la necesidad de las entidades gestoras de seguir lanzando fondos que puedan competir con la rentabilidad ofrecida por otros productos financieros –especialmente los depósitos– ha favorecido una tendencia creciente durante los últimos meses a sustituir los fondos garantizados por otros con un nuevo objetivo de rentabilidad no garantizado. Esta tendencia suscita el riesgo de que el inversor no sea realmente consciente de esta diferencia, toda vez que no se requiere ningún acto expreso de aceptación de la nueva política de inversión, siendo suficiente su aceptación tácita si no se ejerce el derecho de separación por el cambio de política. El temor a que se incurra en este riesgo se apoya en el comportamiento observado de los partícipes en estas situaciones. Así, es frecuente que, al vencer la garantía de un fondo garantizado, una parte de los partícipes se vayan a otro fondo o reembolsen sus participaciones, y que otros partícipes permanezcan en el mismo a la espera de un cambio de la política de inversión que, en estos casos, se traducirá en un fondo muy parecido al anterior, pero sin la garantía de un tercero.

Como consecuencia de lo anterior, la CNMV ha considerado necesario establecer, con una finalidad preventiva, una serie de medidas de refuerzo de la información que se ofrece a los inversores con el objeto de minimizar los riesgos que pueden derivar de la transformación de fondos garantizados en no garantizados. Adicionalmente, algunas de estas medidas, por su naturaleza y contribución a la mejora en la transparencia, se hicieron extensivas a los fondos con objetivos de rentabilidad (garantizado o no) en diferentes situaciones.

El pasado 12 de julio, la CNMV difundió a través de su página web una comunicación sobre esta iniciativa, en la que se indicaba que las entidades deben evitar, en la medida de lo posible, la sustitución de fondos garantizados por fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado y extremar las medidas para asegurar que el inversor del fondo preexistente sea consciente de la ausencia de garantía en el nuevo producto.

Entre las medidas preventivas puestas en marcha por la CNMV destacan:

- Los folletos y el documento de Datos Fundamentales para el Inversor (DFI) de los fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado deberán incluir la siguiente advertencia en letras mayúsculas:

*«ESTE FONDO NO TIENE GARANTÍA DE UN TERCERO, POR LO QUE NI EL CAPITAL INVERTIDO NI LA RENTABILIDAD ESTÁN GARANTIZADOS».*

- Se indicará que el objetivo de rentabilidad no está garantizado, tanto en el folleto como en el DFI así como, en su caso, en la comunicación a remitir a los partícipes. Cuando se indique la TAE, la advertencia de que NO ESTÁ GARANTIZADA se indicará en letras mayúsculas.
- En el escrito a remitir a los partícipes de los fondos garantizados que, al vencer la garantía, establezcan una nueva política no garantizada, se deberá

hacer especial hincapié (en letras mayúsculas) en que el fondo DEJA DE ESTAR GARANTIZADO, debiendo enviarse a la CNMV el borrador de la carta a los partícipes.

Adicionalmente se incluirá, al final de la carta en letras mayúsculas, la siguiente advertencia:

*«SI USTED DECIDE NO REEMBOLSAR, MANTENIENDO SU INVERSIÓN, ESTÁ ACEPTANDO CONTINUAR COMO PARTÍCIPE DEL FONDO CON LAS MODIFICACIONES ANTERIORMENTE DESCRITAS».*

Esta advertencia se hace extensiva a las cartas de derecho de información/separación de cualquier fondo, sea o no garantizado.

- Todos aquellos fondos preexistentes que vayan a modificar su política de inversión para reflejar un objetivo concreto de rentabilidad (garantizado o no), deberán enviar, junto con la carta a los partícipes, el nuevo DFI inscrito en la CNMV. Ello supone un cambio en la práctica del registro del folleto y del DFI que se venía manteniendo hasta la fecha, ya que en lo sucesivo tales documentos deberán registrarse con carácter previo al envío de la citada carta. Con ello, los inversores del fondo preexistente dispondrán de una información más completa.
- Finalmente, en el caso de fondos con objetivo concreto de rentabilidad (garantizado o no garantizado) que admitan suscripciones y/o reembolsos tras la finalización del periodo de comercialización, las entidades gestoras deberán:
  - (i) Adoptar medidas tendentes a evitar posibles conflictos de interés entre los partícipes que suscriban o reembolsen frente a los que permanezcan en el fondo.
  - (ii) Adoptar medidas dirigidas a garantizar que los inversores que suscriban el fondo, una vez finalizado el periodo de comercialización, reciban una información adecuada sobre la rentabilidad esperada de su inversión.

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

*La actividad de las empresas de servicios de inversión continuó afectada por las circunstancias de los mercados. El beneficio del sector descendió un 15%, pero el número de entidades en pérdidas se redujo sustancialmente y las condiciones de solvencia fueron satisfactorias.*

Los beneficios agregados del sector correspondientes al primer semestre de 2013 se redujeron un 15,3% respecto al mismo periodo del año anterior, debido esencialmente al descenso de los ingresos derivados de la tramitación y ejecución de órdenes, que es la principal línea de negocio de estas entidades. Cabe mencionar, no obstante, que este empeoramiento de los resultados se dio únicamente en las sociedades de valores, que concentran más del 95% del total de los beneficios del sector, ya que tanto las agencias de valores como las sociedades gestoras de cartera vieron cómo sus resultados mejoraban durante este periodo de tiempo. En cuanto al número de entidades en pérdidas, la cifra se redujo de forma sustancial, disminuyendo también el volumen total de las mismas. Por su parte, las condiciones de solvencia continuaron siendo holgadas.

Como ya se ha mencionado anteriormente, las **sociedades de valores (SV)** experimentaron una reducción de su actividad entre el primer semestre de 2012 y el primero de 2013, como lo demuestra el retroceso del 15,8% en las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión. En consecuencia, el beneficio agregado antes de impuestos disminuyó un 22,5%, hasta situarse en 78 millones de euros (véase cuadro 17). La causa principal de este retroceso se encuentra en los ingresos asociados a la tramitación y ejecución de órdenes, que representan aproximadamente dos tercios del total de las comisiones percibidas, y que disminuyeron un 15,8%, hasta los 175,7 millones de euros. Cabe mencionar también el fuerte descenso de los ingresos relacionados con el asesoramiento en materia de inversión, que pasaron de 23,7 a 4,5 millones de euros, o de la partida «otras comisiones». Por su parte, las comisiones percibidas por la comercialización de IIC aumentaron ligeramente, en línea con el buen comportamiento de estas instituciones durante el primer semestre de 2013, hasta situarse en 24,4 millones de euros. En cuanto al resto de partidas que componen el margen bruto, que cayó un 10,7% hasta los 271,1 millones de euros, es destacable el buen comportamiento del resultado de las inversiones financieras, que prácticamente se doblaron, y el aumento de las pérdidas originadas por diferencias de cambio (116,2%, hasta los 132,7 millones).

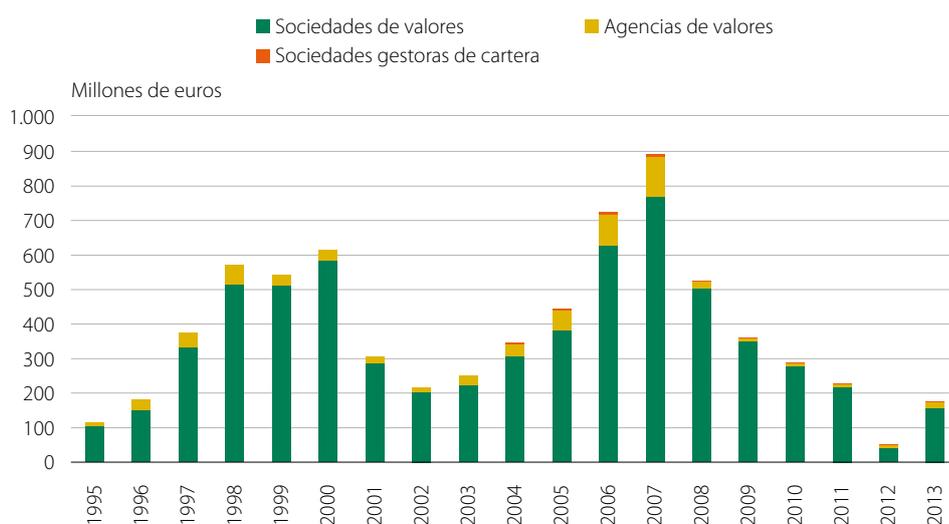
*En el caso de las sociedades de valores, los beneficios retrocedieron un 22% en el primer semestre del año por la caída de los ingresos por comisiones y el fuerte incremento de las pérdidas por diferencias de cambio.*

A pesar de que en términos interanuales el resultado de las sociedades de valores disminuyó de forma notable en el primer semestre del año, si se repitieran estos resultados en el segundo semestre (es decir, si se anualizara el importe), la cifra total sería sensiblemente superior a la del año 2012 (véase gráfico 18). Este resultado se debe al hecho de que una entidad experimentó pérdidas significativas en diciembre de 2012, lo que redujo de forma relevante los resultados del conjunto del sector en aquel año. Sin tener en cuenta la evolución de esta entidad, los beneficios agregados del sector en 2013 (con las cifras hasta junio anualizadas) serían aproximadamente un 6% inferiores a los de 2012.

*Con todo, las cifras anualizadas de resultados de 2013 arrojan un resultado favorable comparadas con las de 2012, debido a las elevadas pérdidas registradas por una entidad el año pasado.*

## Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1,2</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2013 anualizados.

El beneficio agregado antes de impuestos de las agencias de valores se incrementó sensiblemente en el primer semestre del año debido al incremento de los ingresos por comisiones y al descenso de los gastos de explotación.

Las **agencias de valores**, por su parte, mejoraron sensiblemente sus resultados en términos interanuales, al pasar el beneficio antes de impuestos de 2,7 millones de euros entre enero y junio de 2012 hasta los 9,1 millones de euros en los mismos meses de 2013. El hecho de que muchas entidades con pérdidas sustanciales durante 2012 dejaran de tenerlas o las redujeran de forma notable es la causa de este repunte en los beneficios. Como puede observarse en el cuadro 17, las comisiones percibidas ascendieron durante el primer semestre del año a 59,2 millones de euros, un 10,4% más que en el mismo periodo del año anterior. El dinamismo de esta partida fue consecuencia del buen comportamiento de los ingresos relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes, junto con los correspondientes a la comercialización de IIC (los primeros aumentaron un 12%, hasta los 20,2 millones, y los segundos un 56%, hasta los 15,4 millones). En conjunto, el margen bruto de las agencias de valores creció un 8,7% hasta alcanzar los 51,6 millones de euros y los gastos de explotación continuaron disminuyendo (un 4,3%, hasta los 41,9 millones).

### Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-13)

CUADRO 17

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-12	jun-13	% var.	jun-12	jun-13	% var.	jun-12	jun-13	% var.
1. Margen de intereses	32.651	26.865	-17,7	946	924	-2,3	390	341	-12,6
2. Comisiones netas	234.842	187.136	-20,3	46.665	51.267	9,9	3.832	4.102	7,0
2.1. Comisiones percibidas	331.330	278.910	-15,8	53.625	59.204	10,4	8.864	9.384	5,9
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	200.721	175.651	-12,5	17.993	20.178	12,1	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	4.089	8.366	104,6	1.620	1.957	20,8	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	10.091	8.944	-11,4	311	306	-1,6	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	6.881	6.960	1,1	5.487	6.341	15,6	8.115	8.564	5,5
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	23.684	4.508	-81,0	2.445	1.800	-26,4	749	819	9,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	25	30	20,0	0	55	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	6	84	1.300,0	14	11	-21,4	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	23.113	24.433	5,7	9.881	15.401	55,9	0	0	-
2.1.9. Otras	62.720	49.934	-20,4	15.874	13.155	-17,1	0	1	-
2.2. Comisiones satisfechas	96.488	91.774	-4,9	6.960	7.937	14,0	5.032	5.282	5,0
3. Resultado de inversiones financieras	92.439	184.105	99,2	786	35	-95,5	-52	-11	78,8
4. Diferencias de cambio netas	-61.398	-132.712	-116,2	25	-33	-	23	7	-69,6
5. Otros productos y cargas de explotación	5.043	5.737	13,8	-978	-643	34,3	25	-2	-
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>303.577</b>	<b>271.131</b>	<b>-10,7</b>	<b>47.444</b>	<b>51.550</b>	<b>8,7</b>	<b>4.218</b>	<b>4.437</b>	<b>5,2</b>
6. Gastos de explotación	205.085	194.152	-5,3	43.785	41.906	-4,3	3.528	3.378	-4,3
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.705	6.405	12,3	1.022	902	-11,7	53	34	-35,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	501	447	-10,8	45	9	-80,0	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>92.286</b>	<b>70.127</b>	<b>-24,0</b>	<b>2.592</b>	<b>8.733</b>	<b>236,9</b>	<b>637</b>	<b>1.025</b>	<b>60,9</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	8.348	7.843	-6,0	129	390	202,3	0	0	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>100.634</b>	<b>77.970</b>	<b>-22,5</b>	<b>2.721</b>	<b>9.123</b>	<b>235,3</b>	<b>637</b>	<b>1.025</b>	<b>60,9</b>
10. Impuesto sobre beneficios	22.174	15.870	-28,4	361	580	60,7	200	337	68,5
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>78.460</b>	<b>62.100</b>	<b>-20,9</b>	<b>2.360</b>	<b>8.543</b>	<b>262,0</b>	<b>437</b>	<b>688</b>	<b>57,4</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>78.460</b>	<b>62.100</b>	<b>-20,9</b>	<b>2.360</b>	<b>8.543</b>	<b>262,0</b>	<b>437</b>	<b>688</b>	<b>57,4</b>

Fuente: CNMV.

Por último, el beneficio agregado antes de impuestos de las **sociedades gestoras de cartera** se incrementó un 60,9%, hasta algo más de un millón de euros. La causa principal de esta mejora de los resultados se encuentra en la combinación de un incremento de los ingresos y una reducción de los gastos. Así, el margen bruto agregado creció un 5,2% (4,4 millones de euros), debido al buen comportamiento de los ingresos por comisiones, y los gastos de explotación se redujeron un 4,3% (3,4 millones).

*El beneficio agregado antes de impuestos de las sociedades gestoras de cartera también se incrementó en el primer semestre del año, hasta superar el millón de euros.*

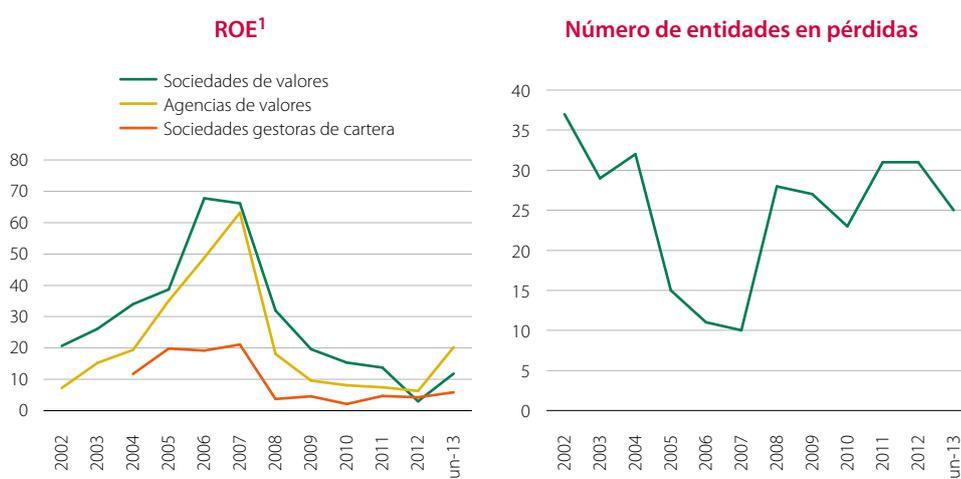
Entre diciembre de 2012 y junio de 2013, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) para el conjunto del sector aumentó de forma sustancial, al pasar del 3,0% al 12,2%, aunque es preciso comentar que el valor del ROE de diciembre de 2012 está notablemente influenciado por las pérdidas sustanciales de una SV, como se comentó anteriormente. Por tipo de entidad, la rentabilidad de las sociedades de valores se incrementó desde el 2,9% hasta el 11,8% si bien, descontando el efecto de la entidad en cuestión, la rentabilidad habría bajado del 12,8% al 11,8%. Por su parte, el ROE de las agencias de valores y de las sociedades gestoras de cartera aumentó, en línea con el comportamiento de los resultados acumulados hasta junio de 2013. Así, la rentabilidad de las agencias de valores se incrementó en 14 puntos porcentuales (hasta el 20,3%), mientras que en el caso de las sociedades gestoras de cartera el aumento fue más moderado (del 4,2% al 5,9%; véase panel izquierdo del gráfico 19).

*Las rentabilidades de los diferentes tipos de ESI tendieron a aumentar en junio de 2013, en línea con la mejoría de los resultados, aunque en el caso de las SV, el incremento con relación a las cifras de 2012 está notablemente condicionado por los malos resultados de una entidad en 2012.*

En este marco, el número de entidades en pérdidas se redujo de forma notable, ya que se situó en 25 a mediados de 2013, frente a las 38 de junio de 2012 y las 31 de diciembre del mismo año. El volumen de las pérdidas también disminuyó sensiblemente, un 10,6% en términos interanuales, hasta los 11,5 millones de euros. Del número total de intermediarios en pérdidas en junio de 2013, 13 eran sociedades de valores (frente a las 15 de diciembre de 2012), diez eran agencias de valores (cuatro menos que en 2012), y se mantuvo en dos el número de sociedades gestoras de cartera en pérdidas.

*El número de entidades en pérdidas y el volumen de dichas pérdidas disminuyeron sensiblemente en 2013...*

**ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas** GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

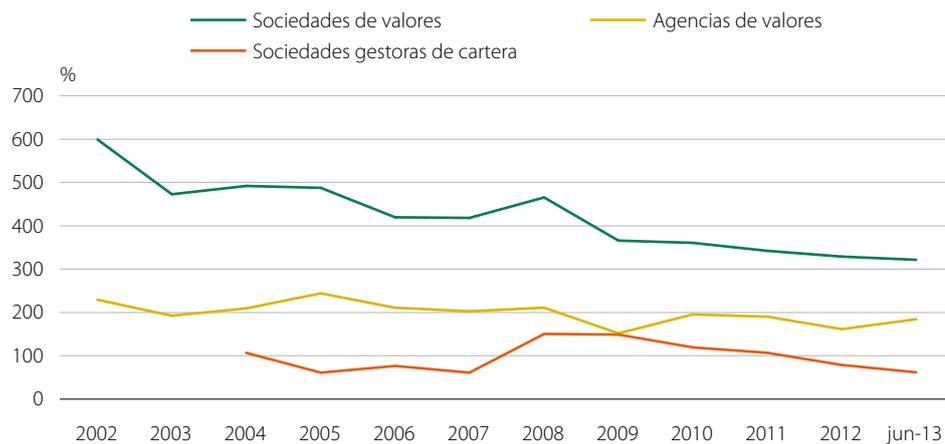
...en un marco en el que las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo muy holgadas.

Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo óptimas en 2013, a pesar de haberse reducido ligeramente el margen de solvencia a lo largo de los seis primeros meses de 2013. Esta disminución, no obstante, no fue generalizada para los distintos tipos de ESI (véase gráfico 20). En particular, entre diciembre de 2012 y junio de 2013, se contrajo el exceso de recursos propios sobre los recursos exigibles de las sociedades de valores (de 3,3 a 3,2) y de las sociedades gestoras de cartera (de 7,9 a 6,2), mientras que aumentó para las agencias de valores (de 1,6 a 1,8).

### Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 20

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



Fuente: CNMV.

El negocio de las EAFI volvió a crecer en los seis primeros meses de 2013, tras los descensos observados en 2012.

La actividad de las **empresas de asesoramiento financiero (EAFI)**, que nacieron en 2009 con la transposición a la legislación española de la MiFID, ha experimentado un cierto impulso a lo largo del primer semestre de 2013, después de los síntomas de ralentización de 2012 (véase cuadro 18). Así, el número de estas instituciones aumentó en 11 entre diciembre de 2012 y junio de 2013 (15 con relación al número de entidades de junio de 2012) hasta una cifra final de 112. Por su parte, el patrimonio asesorado se incrementó en un 5,1% (15.437 millones de euros), y el número de contratos lo hizo en un 12,3% (3.680 millones). Aproximadamente la mitad del patrimonio asesorado –concretamente el 52%– correspondía a contrapartes elegibles<sup>19</sup> (epígrafe «otros»), mientras que el 22% procedía de clientes profesionales y el restante 26%, de clientes minoristas. Cabe mencionar que el patrimonio asesorado correspondiente a estos últimos clientes es el que experimentó un mayor crecimiento (del 62,6%) respecto al primer semestre de 2012. En línea con este marco expansivo, los ingresos percibidos por comisiones de las EAFI aumentaron respecto al primer semestre de 2012 un 6% (14,7 millones de euros), mientras que los beneficios lo hicieron un 5% (3 millones de euros).

Las perspectivas para el sector de ESI continúan siendo complejas por la atonía de la contratación en los mercados, pero se observan signos de recuperación en otras líneas de negocio.

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión continúan siendo algo complicadas, como consecuencia de la prolongada atonía de la contratación en los mercados de renta variable, que es la principal fuente de ingresos de estos intermediarios. No obstante, se aprecian signos de recuperación en otras líneas de

19 Contraparte elegible es la clasificación que la MiFID otorga típicamente a bancos, otras instituciones financieras y gobiernos, y se corresponde con la categoría que precisa de un menor nivel de protección.

negocio, particularmente en la industria de la inversión colectiva y, en menor medida, en la colocación de emisiones, que incidirán positivamente en la cuenta de resultados del sector. Por otra parte, el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido, por el momento, un impacto limitado en cuanto al número de ESI activas. Si bien durante 2012 se produjo alguna baja a causa de la absorción por parte de otra entidad, durante el año 2013 (hasta el mes de agosto), las tres bajas registradas se han debido a transformaciones en otro tipo de entidad. A su vez, durante este mismo periodo se han producido cuatro altas, tres agencias de valores y una sociedad de valores.

## Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 18

Importes en miles de euros	2010	2011	2012	2012		2013	% var. año
				S-1	S-2	S-1	
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	52	82	101	97	101	112	15,5
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>	<b>16.114.880</b>	<b>16.033.108</b>	<b>14.776.498</b>	<b>14.694.319</b>	<b>14.776.498</b>	<b>15.437.210</b>	5,1
Clientes minoristas	1.710.385	2.181.943	3.267.079	2.443.271	3.267.079	3.973.782	62,6
Clientes profesionales	3.854.641	3.151.565	3.594.287	3.396.260	3.594.287	3.472.835	2,3
Otros	10.549.854	10.699.600	7.915.132	8.854.788	7.915.132	7.990.593	-9,8
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>1</sup></b>	<b>2.431</b>	<b>3.673</b>	<b>3.484</b>	<b>3.276</b>	<b>3.484</b>	<b>3.680</b>	12,3
Clientes minoristas	2.345	3.540	3.285	3.097	3.285	3.455	11,6
Clientes profesionales	70	117	175	157	175	194	23,6
Otros	16	16	24	22	24	31	40,9
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>	<b>20.745</b>	<b>31.053</b>	<b>26.177</b>	<b>13.915</b>	<b>26.177</b>	<b>14.685</b>	5,5
Comisiones percibidas	20.629	30.844	26.065	13.833	26.065	14.660	6,0
De clientes	17.132	26.037	20.977	11.642	20.977	12.058	3,6
De otras entidades	3.497	4.807	5.088	2.191	5.088	2.601	18,7
Otros ingresos	116	209	112	82	112	25	-69,5
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>10.062</b>	<b>12.184</b>	<b>13.402</b>	<b>13.123</b>	<b>13.402</b>	<b>12.153</b>	-7,4
Capital social	3.014	3.895	4.365	4.328	4.365	4.820	11,4
Reservas y remanentes	247	950	4.798	5.912	4.798	4.306	-27,2
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	6.801	7.338	4.239	2.883	4.239	3.027	5,0

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

### Nuevas obligaciones de información a los clientes en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad en la prestación de servicios de inversión

RECUADRO 4

El 19 de junio de 2013 se publicó la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

En esta circular se concretan, entre otros asuntos, los términos en los que las entidades deben advertir a los clientes de la no conveniencia o de la ausencia de

evaluación de una operación, las expresiones manuscritas concretas que tendrán que recabarse junto a la firma del cliente y los requisitos de mantenimiento del registro de productos no adecuados para clientes, en consonancia con las modificaciones introducidas en los números 6 y 7 del artículo 79 bis de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV) por la disposición final tercera de la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito.

En lo que al manuscrito se refiere, la nueva normativa pretende asegurar que, cuando un producto no sea adecuado para los clientes o no haya podido ser evaluado por deficiencias en la información, estos sean plenamente conscientes de tal circunstancia. Respecto al mantenimiento del registro de clientes y de productos no convenientes, se pretende que esta medida contribuya a que no se ofrezcan a los clientes, de forma personalizada, productos cuya conveniencia haya sido evaluada previamente con resultado negativo.

En concreto, las novedades más relevantes recogidas en la Circular 3/2013 son las siguientes:

- Obligaciones de información durante el proceso de evaluación de la idoneidad. Se detalla que la descripción del ajuste de la recomendación a las características y objetivos del inversor, contemplada en el número 6 del artículo 79 bis de la LMV, debe referirse, al menos, a los términos en que se haya clasificado el producto o servicio, tanto desde el punto de vista del riesgo de mercado, de crédito y de liquidez, como de su complejidad, así como a la evaluación de la idoneidad realizada al cliente en relación con los tres componentes del riesgo referidos. Se matiza que dicha descripción podrá ser abreviada cuando se realicen recomendaciones reiteradas sobre el mismo tipo o familia de instrumentos. También se especifica que la entidad debe establecer los mecanismos necesarios para poder acreditar el cumplimiento de esta obligación.
- Obligaciones de información durante el proceso de evaluación de la conveniencia.
  - (i) Entrega del documento acreditativo de la evaluación realizada. En la circular se precisa que las entidades deben poder acreditar la entrega al cliente del documento que contenga la evaluación realizada al que se refiere el número 7 del artículo 79 bis de la LMV y que la evaluación debe resultar coherente con toda la información proporcionada por el cliente o con la que disponga la entidad y se utilice en la evaluación.
  - (ii) Contenido de los avisos de ausencia de evaluación y no conveniencia y expresión manuscrita, en el caso de instrumentos complejos. En la circular se establece el texto del aviso que se debe facilitar a los clientes en el caso de no evaluación o de resultado no conveniente y se precisa, igualmente, el texto de la expresión manuscrita a la que se refiere el número 7 del artículo 79 bis de la LMV, que deberá recabarse de los clientes cuando las operaciones se refieran a instrumentos financieros complejos.
  - (iii) Operaciones no asesoradas. La circular precisa que cuando se incluyan manifestaciones relativas a la ausencia de prestación del servicio de

asesoramiento en materia de inversión en la documentación firmada que se recabe de los clientes, dichas manifestaciones deben acompañarse de una expresión manuscrita del cliente mediante la que se ratifique dicho extremo, concretando además el texto de la misma.

- Registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados. La circular precisa que en el registro actualizado de clientes y productos no adecuados a que se refiere el número 7 del artículo 79 bis de la LMV, debe constar la fecha a partir de la cual la entidad consideró no adecuado cada tipo de instrumento para cada cliente concreto, registrándose igualmente, cuando resulte preciso, la fecha a partir de la cual los instrumentos dejaron de tener dicha consideración. Adicionalmente, se establece la obligatoriedad de facilitar el acceso a esta información de manera gratuita a aquellos clientes que lo así lo soliciten.

Todas las obligaciones resultan exigibles a partir de dos meses desde la fecha de publicación de la circular, excepto las relativas al texto concreto al que deben ajustarse las advertencias, así como la llevanza del registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados, que resultarán exigibles transcurridos cinco meses desde dicha fecha.

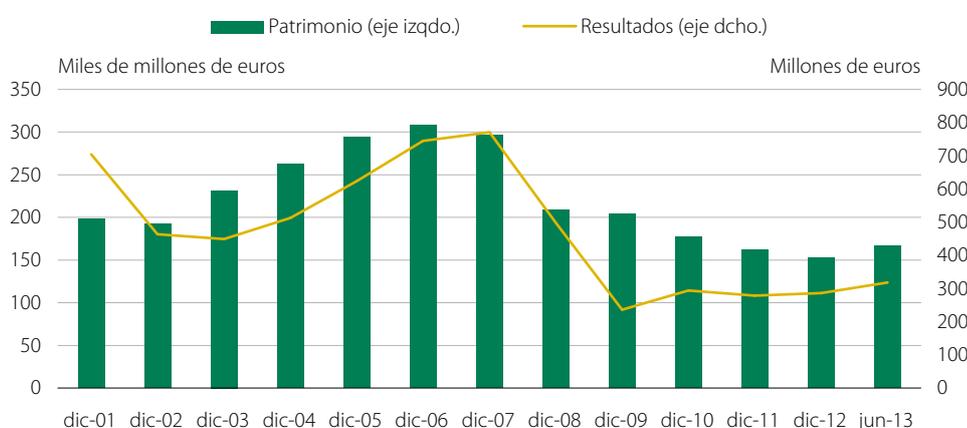
### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

A finales de junio de 2013, el patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) se situó cerca de los 166.700 millones de euros, lo que supuso un incremento del 9% respecto a la cifra de cierre de 2012. Como puede observarse en el gráfico 21, se trata del primer aumento en el patrimonio gestionado por estas entidades desde que empezó la crisis, a mediados del año 2007. La mayor parte de este avance, concretamente el 83%, tuvo su origen en el segmento de los fondos mobiliarios, aunque también experimentaron importantes aumentos en el patrimonio las sociedades de inversión.

*En el primer semestre de 2013 se produjo un incremento en el patrimonio gestionado por las SGIIC del 9% (el primero desde el inicio de la crisis a mediados de 2007)...*

**Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos<sup>1</sup>**

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> El dato de resultados de junio de 2013 ha sido anualizado.

...que permitió avances de los ingresos y de los beneficios del sector, además de una reducción del número de entidades en pérdidas.

El número de SGIIC continuó reduciéndose, en parte como consecuencia del proceso de reorganización del sector bancario español.

El aumento del patrimonio gestionado por las SGIIC se vio reflejado en las principales partidas de la cuenta de resultados de estas entidades. Así, los ingresos por comisiones de gestión de IIC se situaron en 1.445 millones de euros (en términos anualizados), un 2,1% más que en 2012, y los beneficios agregados antes de impuestos (anualizados) aumentaron un 11,1%, hasta alcanzar prácticamente los 318 millones de euros (véase gráfico 21). En esta misma línea, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un ligero incremento desde el 23,1% de finales de 2012 hasta el 23,7% de junio de este año. Por su parte, el número de entidades en pérdidas se redujo sustancialmente desde 28 hasta 19, igual que el volumen total de pérdidas, que ascendía a 10 millones de euros a finales de 2012 y se redujo hasta los 3,7 millones.

Al igual que en los últimos años, aunque a un ritmo mucho menor, durante 2013 ha continuado observándose un cierto proceso reorganizativo en el sector, debido básicamente a la reestructuración que se está produciendo en las entidades de crédito. Así, durante los ocho primeros meses de 2013 se dio de alta una entidad y se produjeron cinco bajas, dos de las cuales se debieron a la mencionada reorganización bancaria. Como consecuencia de estos movimientos, a 31 de agosto de este año, había un total de 101 SGIIC.

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

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC <sup>2</sup>	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2006	308.476	3.281	1,06	71,5
2007	295.922	3.194	1,08	70,5
2008	209.014	2.302	1,10	70,8
2009	203.730	1.702	0,84	68,6
2010	177.055	1.622	0,91	68,1
2011	161.481	1.479	0,90	66,6
2012	152.644	1.416	0,93	64,6
jun-13 <sup>2</sup>	166.669	1.446	0,87	63,9

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

La comercialización de productos financieros complejos entre inversores minoristas se ha incrementado de forma significativa en los últimos años. Esta tendencia supone que los inversores minoristas incurren actualmente en una serie de riesgos que en muchos casos son diferentes de los que habían asumido en otros periodos, por lo que resulta importante identificarlos y analizarlos correctamente.

En este contexto, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha publicado en julio de 2013 un informe en el que se analizan dos tipos de productos complejos que por su naturaleza se comercializan de forma generalizada entre los inversores minoristas de la zona del euro: productos estructurados e instituciones de inversión colectiva que siguen estrategias de inversión alternativas<sup>1</sup>.

### **Estudio sobre productos estructurados**

La comercialización de productos estructurados entraña unos riesgos específicos que deben tenerse en cuenta cuando se analizan los mismos desde el punto de vista de la protección del inversor. En concreto, muchos productos estructurados tienen un perfil de riesgo que es difícil de comprender si no se dispone de conocimientos y herramientas específicos. Asimismo, estos productos con frecuencia presentan una serie de costes implícitos en el precio de venta que generalmente no resultan fáciles de cuantificar.

Con objeto de investigar estos riesgos, el informe de ESMA realiza un análisis del perfil de rentabilidad y riesgo de una muestra de productos estructurados, tanto en la fecha de emisión de cada producto como asumiendo que la inversión se mantuviera hasta su vencimiento:

- *Análisis en la fecha de emisión:* El informe de ESMA analiza una muestra de 76 productos estructurados, comparando en cada caso el valor teórico del producto con el precio al que se vendía a los inversores minoristas. El resultado de la valoración arroja que, en media, los productos estructurados se comercializaron con una prima de emisión del 4,6%. No obstante, cuando se considera el riesgo de crédito de las contrapartidas, la prima de emisión se incrementa hasta el 5,5%. Es decir, para un producto que se comercializará a un precio del 100% del valor nominal, por término medio, su valor teórico se situaría entre el 94,5% y el 95,4% de su precio de venta, según se considere o no el riesgo de crédito de las contrapartidas.
- *Análisis en la fecha de vencimiento:* Por otra parte, el informe de ESMA también analiza la rentabilidad que se habría obtenido en una muestra de 2.760 productos estructurados con garantía de capital, asumiendo que los inversores hubieran mantenido en su cartera estos productos hasta su fecha de vencimiento. En este caso, por término medio, la rentabilidad anual que se habría conseguido invirtiendo en estos productos habría sido un 0,5% inferior al tipo de interés «libre de riesgo» (Euríbor o Libor) que podía obtenerse como alternativa de inversión en la fecha de comercialización.

Este análisis, en el que ha participado de forma activa la CNMV, se ha elaborado considerando productos estructurados emitidos en la zona del euro desde el año 1996 hasta el año 2011.

### Estudio sobre UCITS con estrategias de inversión alternativas

En su informe, ESMA también analiza la rentabilidad obtenida por una muestra de 623 UCITS (*undertakings in collective investments in transferable securities*<sup>2</sup>) que desarrollaban estrategias de inversión similares a las empleadas por los *hedge funds*. En concreto, el informe compara los resultados obtenidos por estas UCITS alternativas con la rentabilidad que consiguieron, durante el mismo periodo, varios índices de mercado y *hedge funds*.

Los resultados del estudio indican que las UCITS alternativas, durante el periodo 2006-2011, lograron un rendimiento superior al de los índices de renta variable, pero inferior al de los *hedge funds*. No obstante, cuando su rendimiento se evalúa en función del riesgo asumido, medido por la volatilidad y el *conditional value-at-risk* (CVaR), las cifras obtenidas indican que la rentabilidad ajustada al riesgo de las UCITS alternativas ha sido próxima a cero y ligeramente inferior a la que obtuvieron, en ese mismo periodo, varios índices de renta variable y renta fija.

### Conclusiones del informe

Las principales conclusiones que obtiene ESMA en su estudio son las siguientes:

- El análisis de los productos financieros complejos requiere un elevado conocimiento en cuanto a herramientas cuantitativas, métodos de valoración y acceso a *inputs* de mercado. Para asegurar una adecuada supervisión de estos productos complejos es importante que las autoridades competentes cuenten con medios específicos que les permitan analizar de forma apropiada estos productos y sus riesgos asociados.
- Dada su elevada complejidad, los inversores minoristas tienen dificultades para analizar el valor teórico, la rentabilidad esperada y los riesgos inherentes a la inversión en productos estructurados. En este contexto, resulta especialmente relevante que los inversores reciban toda la información necesaria para poder evaluar correctamente cada producto. La información que se proporciona a los inversores podría mejorarse incluyendo: (i) mayor transparencia respecto a los costes totales del producto, en particular la relativa a los costes implícitos en el precio de venta, (ii) información detallada sobre los riesgos específicos de la inversión, en especial el riesgo de contraparte y su posible cuantificación.

1 El informe, en inglés, puede consultarse y descargarse en la web de ESMA: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-326\\_economic\\_report\\_-\\_retailisation\\_in\\_the\\_eu\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-326_economic_report_-_retailisation_in_the_eu_0.pdf)

2 Las UCITS son las instituciones de inversión colectiva establecidas conforme a la legislación comunitaria. Una vez registradas en un Estado Miembro pueden ser comercializadas en cualquier otro Estado de la Unión Europea.

#### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

A finales de agosto de 2013, el número de entidades de capital riesgo (ECR) era el mismo que al cierre de 2012, concretamente 340, de las cuales 137 eran sociedades de capital riesgo (SCR), 124 eran fondos de capital riesgo (FCR) y 79 eran gestoras de este tipo de entidades (SGECR; véase cuadro 20). Durante estos ocho primeros meses del año se produjeron doce altas (seis SCR, cinco FCR y una SGECR) y el mismo número de bajas (ocho SCR y cuatro SGECR).

*El número de entidades de capital-riesgo se mantuvo invariable en 2012, aunque con una composición algo diferente (más fondos y menos gestoras).*

#### Altas y bajas en el registro de ECR en 2013

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2012	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2013
Entidades	340	12	12	340
Fondos de capital-riesgo	119	5	0	124
Sociedades de capital-riesgo	139	6	8	137
Sociedades gestoras de ECR	82	1	4	79

Fuente: CNMV.

A lo largo de 2012 el patrimonio de las ECR creció apenas un 0,7%, superando ligeramente los 8.500 millones de euros. El comportamiento de los FCR y las SCR fue dispar, ya que mientras que el patrimonio de los primeros crecía un 9,7%, hasta los 4.742 millones de euros, el de las SCR se contraía un 8,6%, hasta los 6.777 millones (véase cuadro 21). El origen de la mejora del patrimonio de los FCR se debió principalmente al incremento de la inversión realizada por parte de las entidades extranjeras (su patrimonio aumentó un 64,5%, hasta los 927 millones de euros) y, en menor medida, a las ECR nacionales, cuyo patrimonio creció un 126%, hasta los 227 millones. En el caso de las SCR, los principales inversores –bancos y empresas no financieras– redujeron su inversión en este tipo de entidades, concretamente un 27,7% y un 14,9%, respectivamente.

*El patrimonio conjunto de las ECR aumentó ligeramente en 2012 (un 0,7%), con avances en el patrimonio de los fondos y retrocesos en el de las sociedades...*

Los datos preliminares facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) reflejan que durante el primer semestre de 2013 la inversión de las ECR en España fue reducida, concretamente de 508 millones de euros, frente a los 2.525 millones del mismo periodo del año anterior. Es importante destacar, no obstante, que la inversión en las primeras fases de las empresas se mantuvo estable, representando el 63% del volumen total (un 10% en operaciones de semilla y arranque y un 53% en operaciones de expansión). En línea con estos resultados, se observó que el 73% de la inversión se produjo a través de operaciones de menos de un millón de euros. Además, la falta de crédito disponible dio lugar a una reducción de la inversión mediante operaciones apalancadas, que supusieron el 21% del volumen, frente al 54% del primer semestre de 2012. En relación con la presencia de fondos internacionales, cabe señalar que el 47% del volumen total invertido (60% en el mismo periodo del año anterior) se debió a este tipo de instituciones.

*...pero ha vuelto a retroceder en los primeros meses de 2013, afectado por la escasez de crédito bancario.*

## Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 21

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2011	2012	2011	2012
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	212,7	209,3	80,8	73,7
No residentes	2,8	4,0	0,8	1,2
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	526,4	524,6	1.265,4	915,1
Cajas de ahorros	281,8	198,8	102,7	41,5
Fondos de pensiones	417,6	422,0	23,6	14,2
Compañías de seguros	111,2	130,2	26,0	30,4
Sociedades y agencias de valores	0,0	0,0	0,0	0,1
Instituciones de inversión colectiva	27,2	34,9	10,7	6,6
Entidades de capital-riesgo nacionales	100,0	225,7	56,1	32,3
Entidades de capital-riesgo extranjeras	394,0	328,1	3,7	1,1
Administraciones públicas	588,4	574,5	165,2	237,0
Fondos soberanos	38,2	27,1	0,0	0,0
Otras empresas financieras	309,1	358,6	676,0	997,9
Empresas no financieras	594,1	586,3	1.541,1	1.311,9
Entidades extranjeras	563,3	926,5	46,8	40,0
Otros	157,3	191,7	134,8	73,8
<b>TOTAL</b>	<b>4.324,1</b>	<b>4.742,2</b>	<b>4.133,8</b>	<b>3.776,8</b>

Fuente: CNMV.

*A corto plazo, las perspectivas para el sector son complejas y persistirá la escasez de crédito, aunque otros factores pueden ayudar a dinamizar el sector a medio plazo.*

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo continúan siendo altamente inciertas a corto plazo, como consecuencia de varios factores que pueden actuar a favor o en contra de su desarrollo. Por un lado, la escasez de financiación bancaria, que previsiblemente persistirá hasta que concluya el proceso de reestructuración y saneamiento del sector, lastra algunas de las posibilidades de inversión de las ECR, al igual que la difícil situación de la economía doméstica. No obstante, existen otros factores que pueden ayudar a dinamizar el sector, como es la inminente transposición de la Directiva AIFM a la legislación española, que pretende proporcionar un marco favorable para el desarrollo de esta industria, o la creación del fondo de fondos FOND-ICO Global, una iniciativa pública que supondrá una importante inyección de liquidez destinada a promover la creación de fondos de capital riesgo de gestión privada que realicen inversiones en empresas españolas en todas sus etapas de desarrollo.

## II Informes y análisis



# **Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el segundo semestre de 2012**

**Óscar Casado Galán y Juan Ignacio Luengo Crespo (\*)**

(\*) Óscar Casado Galán y Juan Ignacio Luengo Crespo 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> del segundo semestre de 2012 comunicada por los emisores a la CNMV.

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 161 entidades analizadas pertenecen a los siguientes sectores: energía (diez entidades); industria (48 entidades); comercio y servicios (45 entidades); construcción e inmobiliario (29 entidades); bancos (24 entidades); cajas de ahorro (tres 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 segundo semestre de 2012 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 2008, 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, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. La sección décima resume las principales conclusiones.

---

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.

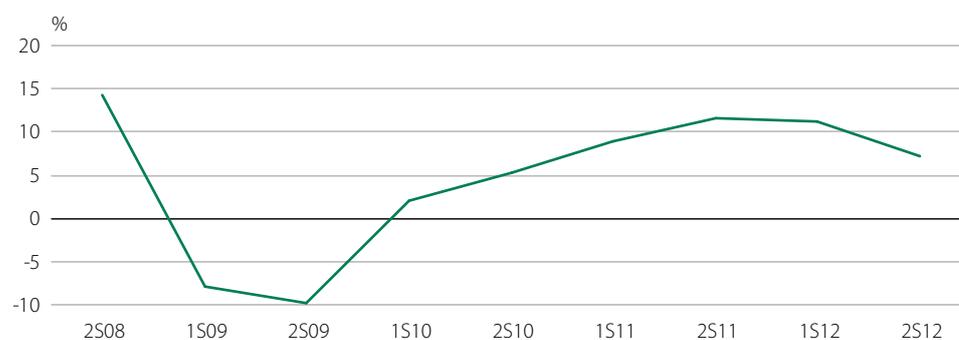
3 Excepto las entidades que hayan emitido participaciones preferentes y otras sociedades instrumentales constituidas para la emisión de valores de renta fija.

## 2 Importe neto de la cifra de negocios

Como se aprecia en el gráfico 1, el importe neto de la cifra de negocios<sup>4</sup> ha mantenido una trayectoria expansiva desde el primer semestre de 2010. Su tasa de variación interanual también resultó positiva en 2012 (7,2%), aunque menor que la registrada durante el ejercicio 2011.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1



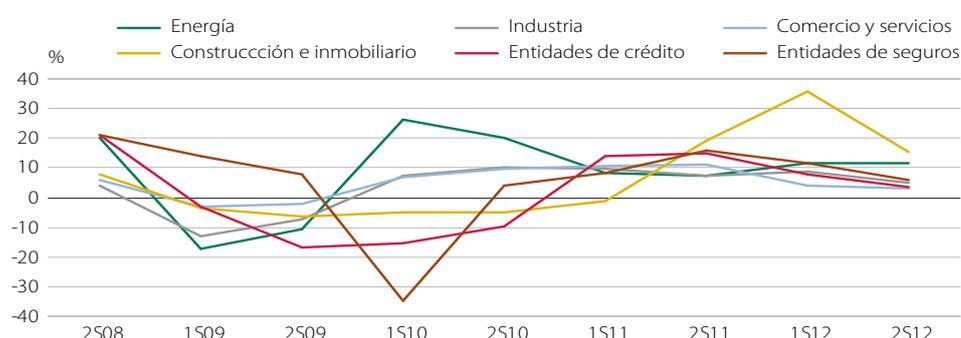
Fuente: CNMV.

El gráfico 2 presenta la evolución del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores. Todos los sectores registraron tasas de variación interanuales positivas en el ejercicio 2012.

Los sectores de la energía y de la construcción e inmobiliario presentaron las tasas de variación más elevadas (11,6% y 15,2%, respectivamente), si bien el fuerte incremento del sector de la construcción e inmobiliario tiene su origen en una operación corporativa. Excluido este efecto, el crecimiento de las ventas de este sector fue del 1,9%, como se comenta más adelante.

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 aseguradoras, el importe de las primas imputadas al ejercicio, netas de reaseguro, de vida y no vida.

Los hechos más destacados en la evolución de los distintos sectores durante el ejercicio 2012 fueron los siguientes:

- **Energía.** El importe neto de la cifra de negocios aumentó un 11,6% durante el ejercicio 2012, a pesar de la contracción de la demanda eléctrica en España (-1,4%), consecuencia de la difícil situación económica. Este incremento de las ventas se debe fundamentalmente al mayor peso de las ventas en el exterior, que alcanzaron un 45,2% en 2012 (42,9% en 2011<sup>5</sup>), y al impacto positivo de la apreciación de otras divisas frente al euro, entre las que destacan la libra esterlina (+6,6%) y el dólar estadounidense (+7,7%).

Debe destacarse que los negocios regulados eléctrico y gasístico –transmisión y distribución de electricidad y gas– vieron reducidos sus ingresos en España tras la publicación del Real Decreto-ley 13/2012, que minorra las retribuciones aplicables a sus activos desde el 1 de enero de 2012. El crecimiento de este negocio fuera del territorio nacional ha compensado parcialmente este efecto.

- **Industria.** La evolución del importe neto de la cifra de negocios de las empresas industriales ha sido desigual, aunque en general positiva, registrándose una tasa de crecimiento en el ejercicio del 5,2%. Destaca el incremento en los subsectores de las manufacturas (12,0%), la alimentación (5,2%) y las gráficas (10,4%), los cuales tienen un peso sobre el total de ingresos industriales del 45%, 13% y 6%, respectivamente. Este incremento se ha debido principalmente a los siguientes factores: (i) la expansión del negocio exterior de las industrias textiles; (ii) el efecto en 2012 de combinaciones de negocio realizadas en el ejercicio anterior; y (iii) la recuperación de ventas en algunas entidades del sector alimentario.

Por el contrario, otros subsectores redujeron sus ventas respecto a 2011, destacando los siguientes: (i) el impacto en las empresas subsidiarias de la construcción de la crisis en el mercado nacional y en el mercado de los componentes para automoción; (ii) el continuo descenso en los precios del níquel, que afecta negativamente a los márgenes de venta de aceros inoxidables; (iii) la reducción de márgenes y volúmenes en el subsector farmacéutico por las medidas de contención del gasto sanitario adoptadas por el Gobierno en agosto de 2011, así como por la competencia de los medicamentos genéricos; y (iv) las menores ventas de parques y componentes de energías renovables, por la debilidad de las economías desarrolladas y los cambios regulatorios adversos, principalmente en el mercado nacional, en el estadounidense y en algunos mercados emergentes.

- **Comercio y servicios.** La evolución del importe neto de la cifra de negocios de las empresas de este sector registró una tasa de crecimiento agregada del 2,9%, debido a que el subsector de las telecomunicaciones, que representa aproxima-

---

5 La aparente discordancia entre este dato y el reflejado en el cuadro 1 para 2011 viene dada por la discontinuidad de una actividad muy relevante para la cifra de negocios de una entidad del sector, generada fuera del territorio nacional. El cuadro 2 muestra los datos históricos, mientras que en la comparación interanual, por aplicación de la NIIF 5, las ventas obtenidas por las actividades discontinuadas no se consideran ni en 2011 ni en 2012.

damente la mitad de los ingresos del sector, experimentó un descenso de sus ventas del 0,5% por las desfavorables condiciones en algunos mercados y por una mayor intensidad de la competencia. Excluyendo el subsector de las telecomunicaciones, el crecimiento agregado de las ventas del resto de subsectores fue del 6,4%.

- **Construcción e inmobiliario.** El importe neto de la cifra de negocios del sector presentó en el ejercicio 2012 un crecimiento del 15,2% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Sin embargo, esta elevada tasa de variación refleja, fundamentalmente, el efecto de una operación corporativa culminada por una empresa constructora en junio de 2011. Utilizando datos comparables en ambos periodos<sup>6</sup>, las ventas del sector de la construcción e inmobiliario se incrementan un 1,9%, que se desagrega en un crecimiento nulo de las empresas inmobiliarias (0,1%) y ligeramente positivo en las constructoras (2%).

Conviene señalar, asimismo, que la mayoría de las empresas inmobiliarias experimentaron descensos en sus ventas y que la tasa de variación de la cifra de negocios agregada de este subsector se ve afectada por las significativas operaciones de venta de activos inmobiliarios realizadas por una entidad a sociedades de gestión de este tipo de activos vinculadas a entidades financieras, como parte del proceso de reestructuración de su endeudamiento con aquellas. Sin considerar estas operaciones, la cifra de negocios de las compañías inmobiliarias disminuyó un 13,4% respecto a 2011, reflejando una fuerte caída de las ventas del negocio de promoción residencial durante el ejercicio.

- **Entidades de crédito.** Los ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito crecieron un 3,6% con respecto al ejercicio 2011. Este aumento se debe fundamentalmente al incremento de los ingresos obtenidos de la financiación al sector público y al aumento de los diferenciales aplicados a las operaciones de crédito, tanto a las nuevas como a las renovaciones de las ya existentes. A pesar de esta tasa de variación positiva, se constata una desaceleración del ritmo de crecimiento respecto a 2011, en un contexto caracterizado por el descenso del Euríbor, el incremento de la tasa de mora y el desapalancamiento de particulares y empresas, consecuencia del difícil entorno económico y de una política crediticia más restrictiva de las entidades.
- **Empresas aseguradoras.** El volumen agregado de las primas netas de reaseguro experimentó un incremento interanual del 4,2% en el ramo de no vida y del 10,9% en el ramo de vida. Los ingresos procedentes del negocio internacional (con un incremento de las primas netas del 16,5%) han compensado la caída de los ingresos por primas en el negocio nacional (del 4,1%).

El gráfico 3 muestra el porcentaje del importe neto de la cifra de negocios generado en el extranjero por las entidades no financieras desde 2008. En 2012 se mantuvo la tendencia al aumento de dicho porcentaje registrada durante los últimos ejercicios, situándose en el 60,3% del importe neto de la cifra de negocios total. El

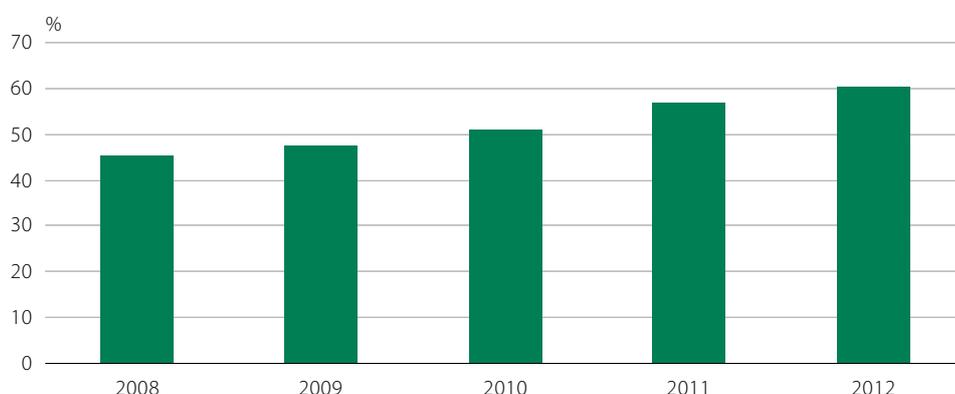
---

6 Para facilitar la comparación, la tasa de crecimiento de la cifra de negocios se ha calculado tomando como referencia el importe de las ventas de la entidad adquirida entre enero y mayo de 2011.

peso de los ingresos generados exclusivamente en España se ha reducido significativamente desde 2003, primer año del que se dispone de este dato, al pasar del 67,7% al 39,7%.

### 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 por las entidades no financieras.

Todos los sectores registraron un incremento del peso relativo de las ventas en los mercados internacionales salvo el sector de la energía, donde la discontinuación de la actividad de un emisor en Argentina ha supuesto un descenso del porcentaje de ventas que obtiene el sector en el extranjero. El resto de entidades de este sector incrementan el peso de las ventas en los mercados internacionales o se mantienen estables.

La aportación de las ventas nacionales al volumen de ingresos del sector de la construcción e inmobiliario se ha reducido en diez puntos porcentuales con respecto al cierre del ejercicio 2011, por la operación corporativa señalada con anterioridad. Excluido este efecto, el peso de la actividad nacional en el sector seguiría disminuyendo en casi seis puntos porcentuales, como consecuencia de la atonía del mercado interior.

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

CUADRO 1

	2008	2009	2010	2011	2012
Energía	42,5	43,3	44,8	47,0	45,2
Industria	59,3	62,6	65,8	69,0	73,1
Comercio y servicios	50,1	51,1	57,1	62,5	67,8
Construcción e inmobiliario	36,2	38,4	44,5	59,1	69,0
<b>Subtotal no financiero</b>	<b>45,5</b>	<b>47,4</b>	<b>51,0</b>	<b>57,0</b>	<b>60,3</b>

Fuente: CNMV.

### 3 Resultados

En el ejercicio 2012, las entidades de la muestra considerada han obtenido pérdidas antes de impuestos por un importe de 41.270 millones de euros, frente a unos beneficios de 33.806 millones de euros en 2011. El porcentaje de entidades de la muestra con pérdidas durante el ejercicio 2012 se situó en el 47,8% (34,7% en el ejercicio 2011) y es el porcentaje más elevado desde que se calcula este dato –ejercicio 2008–. El importe agregado de resultados negativos obtenidos por las entidades de la muestra ascendió a 68.773 millones de euros en el ejercicio 2012, mientras que en el ejercicio 2011 las pérdidas fueron de 5.430 millones de euros.

El sector de las entidades financieras aglutinó el 83,5% de los resultados negativos generados durante el ejercicio 2012 15 entidades experimentaron unas pérdidas de 57.452 millones de euros–. Por su parte, 62 entidades del sector no financiero experimentaron pérdidas antes de impuestos en el ejercicio 2012 por un importe agregado de 11.321 millones de euros.

En el sector de la construcción e inmobiliario hay 22 entidades (73% del sector) que registraron pérdidas durante el ejercicio 2012 por un importe de 7.057 millones de euros, duplicando las pérdidas registradas en el ejercicio 2011.

El porcentaje de entidades emisoras que incrementaron sus resultados en 2012 con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior fue del 29,2%, cinco puntos porcentuales por debajo del obtenido al cierre de 2011, lo que refleja que el deterioro de los resultados del periodo fue generalizado para las entidades de la muestra.

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

CUADRO 2

Millones de euros	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	2011	2012	Var. (%)	2011	2012	Var. (%)	2011	2012	Var. (%)
Energía	26.643	27.949	4,9	17.144	17.588	2,6	10.741	10.421	-3,0
Industria	6.802	7.231	6,3	4.468	4.767	6,7	2.734	2.291	-16,2
Comercio y servicios	29.932	29.243	-2,3	15.651	14.263	-8,9	9.479	4.543	-52,1
Construcción e inmobiliario	5.085	5.027	-1,1	2.197	1.526	-30,5	-176	-5.187	-
Entidades de crédito	-	-	-	14.572	-41.990	-	4.909	-51.595	-
Entidades de seguros	-	-	-	-	-	-	1.461	1.186	-18,8
<b>Total<sup>2</sup></b>	<b>68.693</b>	<b>69.512<sup>3</sup></b>	<b>1,2<sup>3</sup></b>	<b>54.386<sup>4</sup></b>	<b>-3.649<sup>4</sup></b>	<b>-</b>	<b>29.501</b>	<b>-38.107</b>	<b>-</b>

Fuente: CNMV.

1 EBITDA = Resultado de explotación + amortización del inmovilizado.

2 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.

3 Excluidas las entidades de crédito y de seguros.

4 Excluidas las entidades de seguros.

Como se aprecia en el gráfico 1, el incremento del 8,5% de la cifra de negocios de las entidades no financieras no ha podido trasladarse al EBITDA, que mostró una tasa de crecimiento del 1,2%, debido al impacto de los siguientes factores:

- La adecuación de los planes de negocio al entorno económico de diversas compañías industriales, aerolíneas y empresas hoteleras ha supuesto el registro de deterioros de activos materiales, inmateriales y fondos de comercio;
- La partida «otros gastos de explotación» –que incluye, entre otros conceptos, las reparaciones y conservación, servicios profesionales independientes, arrendamientos, gastos de marketing, etc.– crece en mayor medida que el margen bruto.

En el ejercicio 2012, tanto el resultado de explotación como el resultado del ejercicio fueron negativos: -3.649 millones de euros y -38.107 millones de euros. Algunos de los factores que explican esta evolución son:

- El aumento de los gastos financieros por el incremento de los márgenes aplicados por las entidades de crédito para conceder financiación.
- Las pérdidas registradas por el deterioro de la cartera de activos disponibles para la venta.
- Los resultados negativos de las entidades valoradas por el método de la participación.
- La dotación de provisiones y las pérdidas netas por deterioro de los activos financieros registradas por las entidades de crédito.

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

- **Energía.** Si bien la cifra de negocios del sector se incrementó en un 11,6%, a nivel de EBIT el incremento fue solo de un 2,6% respecto al periodo de referencia, por el aumento de los costes de explotación, principalmente aprovisionamientos (12,0%), impulsados por el mix de generación de mayor coste –aumentó la producción térmica convencional frente a la hidroeléctrica– y el incremento del precio de la energía comprada en el mercado mayorista para su venta.

El precio de las materias primas –en concreto el petróleo *brent*– ha sido altamente volátil durante el ejercicio 2012, al sufrir un notable incremento durante el primer trimestre del año que se corrigió durante el resto del periodo –en marzo llegó a cotizar por encima de los 125 dólares por barril, pero la media anual se situó en 111,7 dólares por barril–. Esta volatilidad provocó un incremento en el coste de aprovisionamientos que afectó significativamente al sector durante la primera mitad del ejercicio, lo que motivó una disminución del EBIT del 4,3% en dicho periodo, aunque se corrigió parcialmente durante el segundo semestre de 2012.

El resultado antes de impuestos siguió una senda similar a la del EBIT, con un crecimiento del 2,7%, al compensarse parcialmente el comportamiento positivo de las diferencias de cambio con el mayor volumen de deterioros, de manera que el resultado financiero del sector prácticamente no varió respecto a 2011 (-0,2%).

- **Industria.** El incremento del EBITDA (6,3%) y del EBIT (6,7%) ha sido superior al de las ventas (5,2%), por la contención mostrada en los gastos operativos. No obstante, debe precisarse que el buen comportamiento agregado de este sector refleja principalmente el comportamiento de la principal compañía textil por capitalización bursátil, que incrementó su EBIT en un 23,6%. Excluyendo esta entidad, el sector industria hubiera obtenido una caída de su resultado de explotación del 15,2%.

En cuanto al resultado del ejercicio, este presenta una disminución en 2012 del 16,2%, debido a los siguientes factores: (i) el empeoramiento del resultado financiero neto por los mayores gastos financieros y la valoración de instrumentos financieros; (ii) una disminución en la aportación de las entidades asociadas al resultado consolidado; (iii) un mayor gasto por impuestos, destacando el impacto de la desactivación de créditos fiscales realizada en algunas entidades con pérdidas; y (iv) el incremento de las pérdidas netas por operaciones interrumpidas.

- **Comercio y servicios.** A pesar del incremento de las ventas, el EBITDA disminuyó un 2,3% debido, principalmente, a dos motivos. El primero es el aumento en mayor proporción de los gastos por aprovisionamiento –en particular en las compañías aéreas por la subida del precio del combustible– y por servicios exteriores que las ventas. El segundo es el cambio de signo del epígrafe de «deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado», que pasa de ingresos a gastos, destacando el registro de deterioros en 2012 correspondientes a fondo de comercio y activos intangibles de compañías aéreas, empresas gestoras de aeropuertos y de telecomunicaciones y activos materiales de grupos hoteleros.

La disminución del EBITDA se contuvo por la evolución de los gastos de personal, que disminuyeron en el periodo un 2,7%, como resultado de las reestructuraciones realizadas en ejercicios anteriores.

El resultado antes de impuestos disminuyó un 38,0%, porcentaje superior a la disminución del EBIT, por el aumento de los gastos financieros, principalmente, por un incremento generalizado de los márgenes aplicados a los préstamos. Adicionalmente, hay que considerar el impacto negativo de la devaluación de la moneda venezolana<sup>7</sup> y las pérdidas obtenidas por las entidades puestas en equivalencia.

El descenso mostrado por el resultado neto en 2012 (-52,1%) fue superior al observado por el resultado antes de impuestos debido al aumento de la tasa efectiva del impuesto sobre beneficios, que pasó del 13,4% al 29,0%, así como por el empeoramiento del resultado por operaciones interrumpidas.

- **Construcción e inmobiliario.** El EBITDA del sector se mantiene prácticamente estable, experimentando una ligera reducción del -1,1%. En este caso, la evolu-

---

7 Si bien la devaluación del bolívar venezolano se produjo el 8 de febrero de 2013, su anticipación ha afectado a las estimaciones realizadas sobre el valor de liquidación de la posición neta de las inversiones denominadas en esta moneda.

ción es dispar en la actividad constructora, donde el EBITDA aumenta un 15,5% –sin considerar los datos de la entidad que realizó la operación corporativa señalada con anterioridad, esta subida ascendería únicamente a un 4,3%– y en la actividad inmobiliaria, en la que prácticamente se triplican las pérdidas –570 millones de euros de pérdidas en 2011 frente a 1.506 millones de euros en 2012.

El resultado de explotación presenta una tasa de variación negativa del 30,5%. Al igual que ocurre con el EBITDA, el resultado de explotación aumenta en el caso de la actividad constructora –un 9,0%, que se reduce hasta un 2,7% sin considerar la entidad que realizó la operación corporativa–. Por su parte, las empresas inmobiliarias experimentaron unas pérdidas de explotación en el ejercicio 2012 de 1.587 millones de euros (659 millones de euros de pérdidas en 2011).

El sector ha registrado durante el ejercicio 2012 pérdidas por un importe de 6.462 millones de euros, frente a 1.466 millones de euros de pérdidas en 2011, siendo negativa su evolución tanto en la actividad inmobiliaria como en la constructora. Esta evolución tiene su origen en las fuertes pérdidas incurridas al enajenar participaciones en sociedades cotizadas, así como en las pérdidas registradas por el deterioro de la cartera disponible para la venta.

Por último, el resultado del ejercicio fue también negativo (5.187 millones de euros) aunque ligeramente mejor que el resultado antes de impuestos, gracias a las menores pérdidas registradas por operaciones interrumpidas y al impacto de la activación de créditos fiscales.

- **Entidades de crédito.** El margen de intereses agregado presentó una tasa de variación positiva del 9,1% respecto al ejercicio anterior, y superior al incremento interanual registrado en 2011, que fue del 1,3%. Este incremento se concentró en el primer semestre del año, para suavizarse en el segundo.

La evolución del sector en el primer semestre de 2012 recoge el efecto positivo producido por la provisión de liquidez del Banco Central Europeo (BCE) a través de las dos operaciones especiales de financiación a tres años que tuvieron lugar en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Estas operaciones sirvieron para aliviar las tensiones de liquidez que sufrían algunas entidades, en un contexto en el que los mercados mayoristas de financiación se encontraban casi cerrados. Además, ayudaron a mejorar el margen de intereses, ya que los recursos captados –a un tipo de interés del 1%– se destinaron en su mayor parte a la adquisición de activos emitidos por el sector público, remunerados con tipos de interés más elevados. Asimismo, el alivio de las tensiones de liquidez permitió trasladar el progresivo descenso de los tipos de interés al coste de los depósitos captados, también afectados por las limitaciones vigentes a las remuneraciones de los depósitos, que penalizaban los extratipos.

En el segundo semestre del año se eliminaron las mencionadas limitaciones a las remuneraciones de los depósitos, con lo que se incrementó fuertemente la competencia por la captación de pasivo, ante la necesidad de las entidades de ir disminuyendo su dependencia de la financiación mayorista y sustituirla por financiación minorista. Adicionalmente, la relajación de las tensiones en los mer-

cados financieros como consecuencia de las medidas adoptadas por el BCE ha provocado: (i) una reducción de los diferenciales de la deuda española, (ii) la apertura en los últimos meses del año de una ventana de liquidez en los mercados mayoristas de financiación y (iii) una reducción de la dependencia de las entidades de la financiación del BCE. Todos estos factores han favorecido la desaceleración del crecimiento del margen en el segundo semestre del año.

Por su parte, los ingresos netos por comisiones se incrementaron un 2,9%.

El resultado de la actividad de explotación registró una elevada caída en el ejercicio 2012, hasta presentar unas pérdidas de 41.990 millones de euros frente a un resultado positivo de 14.572 millones de euros en 2011. Este comportamiento se explica por el incremento de todos los gastos de explotación: personal, generales, amortizaciones y, en especial, por la dotación de provisiones y por las pérdidas netas por deterioro de los activos financieros. Estas últimas han ascendido a 82.198 millones de euros, lo que supone un incremento del 197,7% respecto al ejercicio anterior, como consecuencia de la aplicación del Real Decreto-ley 2/2012 y de la Ley 8/2012<sup>8</sup>, y además por el ajuste de valor a su precio de transferencia de los activos traspasados a la SAREB por las entidades clasificadas en los Grupos 1 y 2<sup>9</sup>. La ratio de eficiencia<sup>10</sup> se mantuvo prácticamente constante, siendo del 44,8% en 2011 y del 44,7% en 2012.

Por último, el resultado antes de impuestos fue negativo, arrojando unas pérdidas de 60.898 millones de euros frente a los beneficios de 5.237 millones de euros registrados en 2011. Las mayores pérdidas, respecto al margen de explotación, se deben al deterioro de los activos no corrientes en venta (entre los que se incluyen los procedentes de adjudicaciones) y del resto de activos.

- **Entidades de seguros.** El incremento de los resultados de la cuenta técnica del ramo no vida (5,2%) no fue suficiente para compensar la fuerte caída de los resultados obtenidos en el ramo vida (-21,1%), de modo que el resultado del ejercicio agregado, que fue de 1.186 millones de euros, disminuyó un 18,8% respecto a 2011. El resultado agregado de la cuenta técnica del ramo del seguro no vida aumentó, debido a que el incremento de los ingresos por primas permitió absorber el aumento de los costes de siniestralidad y de los gastos netos de explotación. Sin embargo, en el ramo vida, el incremento producido en los ingresos por primas no fue suficiente para compensar el aumento de los costes y gastos mencionados.

---

8 En 2012, dentro del proceso de reestructuración y saneamiento del sector financiero, se aprobó el Real Decreto-ley 2/2012, que contempla requisitos adicionales de capital y de provisiones para hacer frente al deterioro de los activos vinculados a la actividad de promoción inmobiliaria, y la Ley 8/2012 (que procede de la tramitación parlamentaria del Real Decreto-ley 18/2012), que establece provisiones adicionales para la financiación vinculada a la actividad inmobiliaria clasificada como en situación normal.

9 Oliver Wyman efectuó una auditoría sobre la cartera crediticia del sistema bancario español, como parte del proceso recogido en el Memorando de Entendimiento firmado como consecuencia de la solicitud de asistencia externa realizada por el Gobierno español. En función de sus necesidades de capital las entidades fueron clasificadas en cuatro grupos.

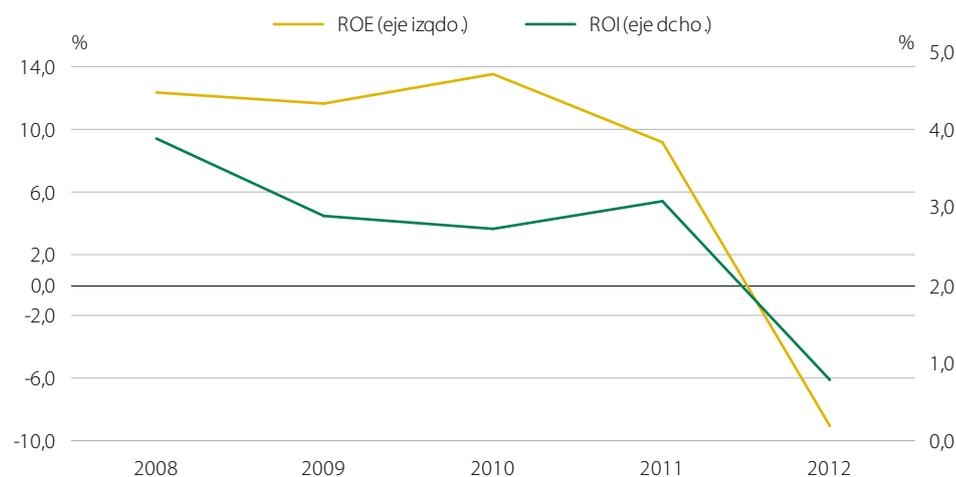
10 Calculada como el cociente de la suma de los gastos de administración y de personal entre el importe del margen bruto.

## 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>11</sup> desde 2008. En 2012 el ROE y el ROI se situaron en el -9,1% y el 0,8%, respectivamente, el nivel más bajo desde que se calculan estas ratios (2004). En concreto, el ROE se situó en 2012 por primera vez en valores negativos debido a las pérdidas obtenidas en este ejercicio, fundamentalmente en el sector financiero y en el sector de la construcción e inmobiliario.

### ROE y ROI

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI, respectivamente, para los distintos sectores.

Para las entidades no financieras, en el ejercicio 2012 se mantuvo la senda descendente del ROE y del ROI iniciada en el ejercicio 2010 en todos los sectores hasta situarse en 2012 en el 5,8% y el 3,9%, respectivamente. Esta disminución de la rentabilidad tuvo su origen en el empeoramiento de los resultados en todos los sectores.

Si se observa la evolución del coste financiero de los recursos ajenos netos de impuestos (cuadro 5), puede apreciarse que en todos los sectores, excepto en el de la construcción e inmobiliario, el coste financiero se mantiene o disminuye. En el sector de la construcción e inmobiliario, el incremento del coste financiero está relacionado con las renegociaciones de su deuda, llegando a ser la rentabilidad sobre las inversiones inferior al coste financiero, lo que se ha traducido en un mayor empeoramiento del ROE.

11 Para las definiciones de ROE y ROI aquí empleadas, véase el artículo de 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>

En el caso de las entidades financieras, la disminución de la rentabilidad sobre el patrimonio y sobre las inversiones en 2012 está igualmente causada por la evolución negativa de los resultados.

### ROE (%)

CUADRO 3

	2008	2009	2010	2011	2012
Energía	19,5	13,2	16,2	10,7	9,9
Industria	10,6	6,3	13,8	10,4	8,4
Comercio y servicios	20,1	19,3	21,9	16,4	7,9
Construcción e inmobiliario	-17,6	3,7	6,6	-0,7	-20,9
Total entidades no financieras	11,8	13,1	16,9	10,9	5,8
Entidades de crédito y seguros	13,0	10,4	10,3	7,1	-24,4
<b>Total</b>	<b>12,4</b>	<b>11,7</b>	<b>13,6</b>	<b>9,2</b>	<b>-9,1</b>

Fuente: CNMV.

### ROI (%)

CUADRO 4

	2008	2009	2010	2011	2012
Energía	10,5	7,2	8,2	6,0	5,8
Industria	7,7	4,9	9,0	7,4	6,2
Comercio y servicios	8,3	7,7	8,5	7,8	4,8
Construcción e inmobiliario	0,4	3,2	4,8	2,9	-0,7
Total entidades no financieras	6,3	6,3	7,7	5,9	3,9
Entidades de crédito y seguros	3,8	2,5	2,0	2,4	0,2
<b>Total</b>	<b>4,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,8</b>

Fuente: CNMV.

### Coste financiero de los recursos ajenos netos de impuestos<sup>12</sup> de entidades no financieras (%)

CUADRO 5

	2008	2009	2010	2011	2012
Energía	3,4	3,1	2,9	2,8	2,8
Industria	4,3	3,4	3,4	3,8	3,6
Comercio y servicios	3,6	3,0	2,8	4,1	3,5
Construcción e inmobiliario	5,0	3,1	4,4	3,8	4,3
<b>Total entidades no financieras</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>

Fuente: CNMV.

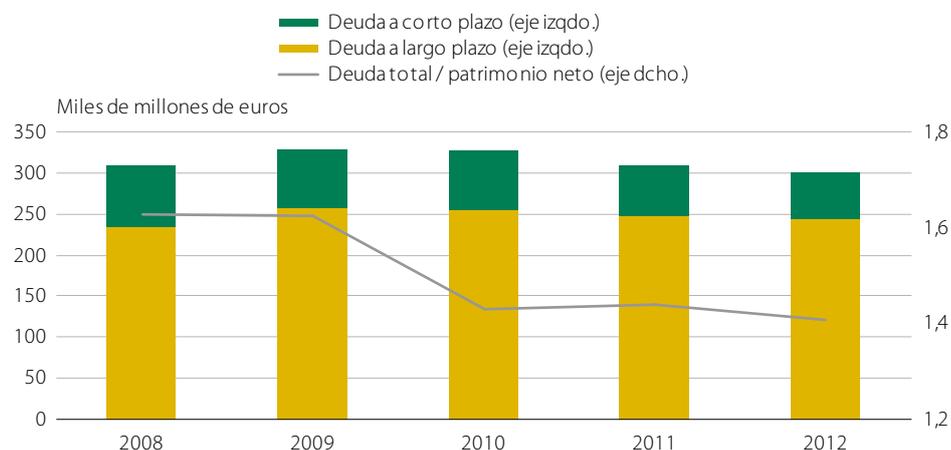
12 Se estima relacionando el gasto financiero por intereses y cargas asimiladas con la deuda media del ejercicio.

## 5 Endeudamiento

El gráfico 5 refleja la evolución del endeudamiento financiero bruto<sup>13</sup> de las entidades no financieras de la muestra.

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

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Al cierre de 2012, el endeudamiento financiero bruto agregado ascendió a 300.633 millones de euros, lo que supone un descenso del 3% respecto al ejercicio anterior. Las desinversiones acometidas durante 2012 han permitido este descenso, destacando en esta tendencia los sectores de la energía y de la construcción e inmobiliario. También se reduce ligeramente el porcentaje de la deuda a corto plazo, que se sitúa en un 18,9% (19,8% en 2011).

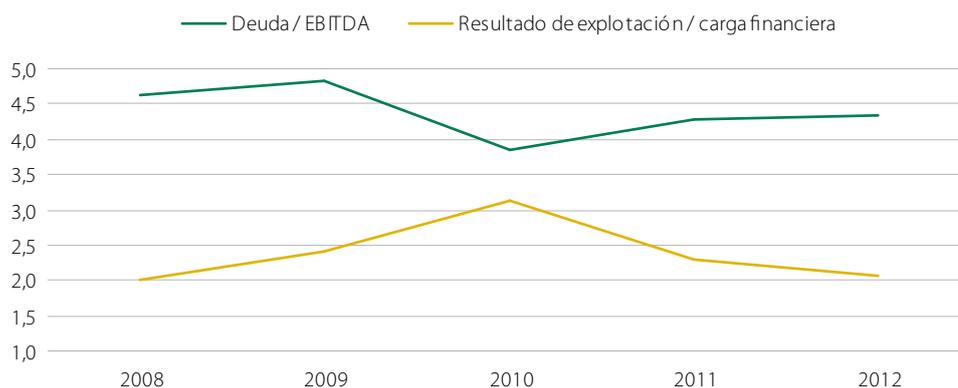
Por su parte, la ratio de apalancamiento experimenta una ligera mejoría, al situar la deuda agregada en 1,41 veces el patrimonio neto (1,44 veces al cierre de 2011). Todos los sectores mejoran esta ratio, salvo el de la construcción e inmobiliario, debido a la reducción del patrimonio neto por las pérdidas incurridas por las compañías del sector.

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. Ambas ratios presentan una evolución negativa debido a la caída generalizada de los resultados de explotación y al aumento de la carga financiera soportada por las entidades. Así, la ratio de cobertura de la deuda (deuda total/EBITDA) ascendió a 4,32 veces (4,29 veces al cierre de 2011) y la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT/gastos financieros) se situó en 2,06 veces (2,30 veces en 2011).

13 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.

## Ratios de cobertura

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

El cuadro 6 muestra la evolución del nivel de endeudamiento y las principales ratios relacionadas por sectores.

## Evolución del endeudamiento por sectores

CUADRO 6

Millones de euros

		2008	2009	2010	2011	2012
Energía	Deuda	82.608	100.572	98.283	95.853	91.233
	Deuda / Patrimonio	0,89	1,08	0,95	0,92	0,85
	Deuda / EBITDA	2,82	3,46	2,81	3,27	3,26
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,67	3,38	4,15	3,30	3,14
Industria	Deuda	15.645	15.953	14.948	17.586	17.232
	Deuda / Patrimonio	0,69	0,69	0,58	0,63	0,63
	Deuda / EBITDA	2,71	3,05	2,11	2,54	2,38
	Rtdo. explotación / Carga financiera	3,41	3,15	5,00	3,90	3,82
Comercio y servicios	Deuda	112.322	108.579	115.413	113.142	117.359
	Deuda / Patrimonio	2,14	1,78	1,60	2,01	2,00
	Deuda / EBITDA	3,58	3,70	3,38	3,78	4,01
	Rtdo. explotación / Carga financiera	2,86	3,28	3,94	2,45	2,02
Construcción e inmobiliario	Deuda	119.788	104.762	99.917	83.716	76.236
	Deuda / Patrimonio	3,77	4,08	3,42	2,98	3,51
	Deuda / EBITDA	31,87	22,48	11,18	15,00	15,17
	Rtdo. explotación / Carga financiera	0,01	0,31	0,98	0,52	0,32
Ajustes*		-20.802	-1.908	-1.792	-1.404	-1.429
<b>Total</b>	<b>Deuda</b>	<b>309.561</b>	<b>327.958</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>300.633</b>
	<b>Deuda / Patrimonio</b>	<b>1,63</b>	<b>1,63</b>	<b>1,43</b>	<b>1,44</b>	<b>1,41</b>
	<b>Deuda / EBITDA</b>	<b>4,63</b>	<b>4,82</b>	<b>3,84</b>	<b>4,29</b>	<b>4,32</b>
	<b>Rtdo. explotación / Carga financiera</b>	<b>2,01</b>	<b>2,42</b>	<b>3,12</b>	<b>2,30</b>	<b>2,06</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.

En 2012 el sector de la energía continuó la tendencia de los últimos años y redujo su endeudamiento un 4,8%. Sin embargo, los datos de este sector se vieron influidos por la discontinuación de actividades muy significativas durante este ejercicio, que incorporaban una deuda neta al cierre de 2011 de aproximadamente dos mil millones de euros. Excluido este efecto, la deuda de este sector descendió un 2,5%.

El endeudamiento del sector industrial presentó una bajada del 2%. Cabe señalar que, en esta evolución, hay que tener en cuenta que una empresa de alimentación no ha remitido su informe financiero anual de 2012, lo que excluye la deuda comunicada por esta entidad para el ejercicio 2011. Así pues, el endeudamiento de este sector se incrementó un 2,7%, por la financiación obtenida por compañías que aumentaron su actividad en el exterior. Se observa una mejora de las ratios de cobertura asociadas a la evolución positiva del EBITDA y de los márgenes de explotación.

La deuda agregada del sector del comercio y los servicios aumentó en el ejercicio 2012 un 4% respecto al cierre de 2011 por las adquisiciones realizadas por algunas compañías de este sector. El aumento de la deuda, unido a la bajada de los resultados de explotación y al incremento de los gastos financieros, deterioró las ratios de cobertura.

En el sector de la construcción e inmobiliario, la entrada de fondos por desinversiones se destinó a reducir deuda, lo que ha permitido disminuir su nivel de endeudamiento en un 9% respecto al del cierre de 2011. Las ratios de cobertura de este sector continúan presentando los mayores niveles de riesgo financiero, con cifras muy alejadas de las del resto y de los niveles existentes en el año 2005.

## **6 Morosidad y solvencia de las entidades de crédito**

Dada la particular situación que vive el sector financiero, es oportuno incluir un apartado específico sobre la evolución de las entidades de crédito y, en particular, sobre las ratios de crecimiento de la inversión crediticia, la morosidad y la solvencia de las entidades.

El volumen de crédito agregado se mantuvo relativamente estable respecto a 2011, disminuyendo solo un 0,6%. Sin embargo, la evolución de este indicador no refleja la corrección real que se ha producido en el nivel de inversión crediticia en las entidades de crédito a lo largo del ejercicio, debido a que los balances de aquellas que se encontraban inmersas en procesos de integración durante 2012 y que forman parte de la muestra se vieron incrementados con la inversión crediticia procedente de las entidades absorbidas. El resto de las entidades, con la excepción de cuatro de ellas, presentaron una disminución de su volumen de crédito, debido al continuado proceso de desapalancamiento del sector privado español, consecuencia de la desfavorable evolución de la situación económica, el encarecimiento de los costes de la financiación concedida por las entidades y de las mayores exigencias regulatorias de provisiones y de capital.

En este contexto, las entidades continuaron realizando esfuerzos de optimización de sus carteras de activos ponderados por riesgo, para cumplir con las exigencias de

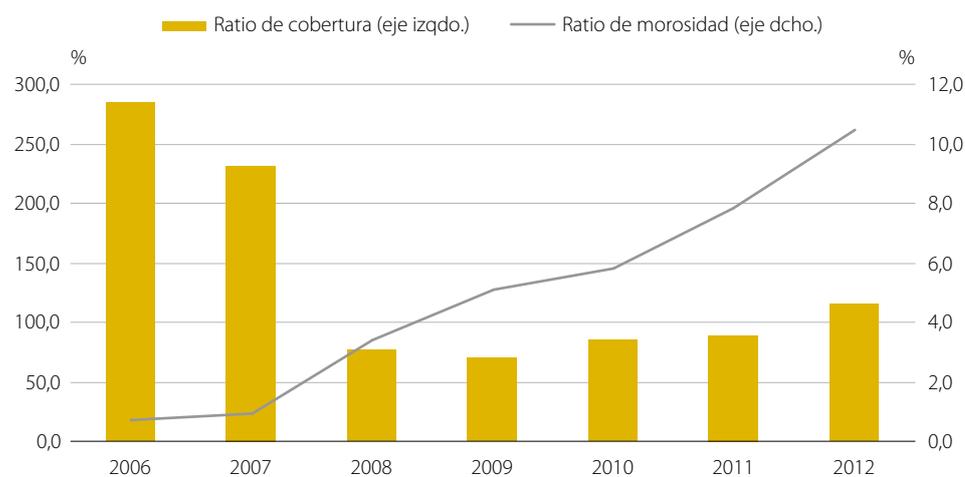
recursos propios de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), del Real Decreto-ley 2/2011 y de la Real Decreto-ley 2/2012.

Por otra parte, hay que señalar el aumento en 2012 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 la información facilitada por las entidades de crédito, el crédito al sector público aumentó en 2012 un 17,5%, hasta alcanzar el 10,0% sobre el total de sus activos<sup>14</sup>. Esta tendencia ascendente se inició en el ejercicio 2008, cuando esta ratio suponía el 4,8% sobre el activo total. Además, 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 ha aumentado un 11,3% en este ejercicio, si bien se ha reducido un 3,7% respecto al primer semestre coincidiendo con la relajación en el último trimestre del año de las tensiones en el mercado de deuda.

El siguiente gráfico 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>15</sup>.

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

GRÁFICO 7



Fuente: Banco de España.

Durante el ejercicio 2012, la morosidad aumentó hasta alcanzar la tasa del 10,4%<sup>16</sup>, continuando con la tendencia iniciada en 2006. Durante 2012, esta tendencia solo se interrumpió en diciembre como consecuencia de las primeras transmisiones de activos problemáticos a la SAREB. Las principales causas de este crecimiento constante, como en periodos anteriores, continúa siendo el deterioro de las principales magnitudes macroeconómicas y, en particular, la contracción de la demanda y la atonía

14 Fuente: *Informe estadístico* del Banco de España.

15 Definida como la ratio del importe de las correcciones acumuladas de valor por deterioro de activos dividido entre el importe de los activos dudosos.

16 Fuente: *Informe estadístico* del Banco de España.

del mercado de trabajo y del mercado inmobiliario, al que las entidades de crédito presentan una elevada exposición<sup>17</sup>.

Respecto a la evolución de la tasa de cobertura, su disminución en 2008 y 2009 fue en paralelo al 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, esta tasa se incrementa en 2012 hasta alcanzar el 114,4%, que es el porcentaje de cobertura registrado más elevado desde el año 2008.

El aumento experimentado en la morosidad desde 2007 ha incrementado el volumen de refinanciaciones y de las adquisiciones o adjudicaciones de activos, especialmente 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 generalmente como «otros tipos de activos» («existencias» e «inmovilizado material», respectivamente). El importe de los activos no corrientes en venta se incrementó en 2012 un 101,8% respecto al ejercicio anterior, hasta alcanzar un importe de 62.578 millones de euros, a pesar de que durante el tramo final del año algunas entidades comenzaron a traspasar sus activos problemáticos a la SAREB.

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 6,2% en 2012 para atender a las nuevas exigencias regulatorias, aunque la ratio de fondos propios sobre el activo disminuyó desde el 5,9% hasta el 5,6%; (ii) las minusvalías netas registradas en el epígrafe de ajustes de valoración aumentaron un 13,5% en el ejercicio, debido a la disminución de los precios de los activos disponibles para la venta como consecuencia de la volatilidad existente en los mercados de capitales y de 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 disminuyeron un 16,8%.

Como parte del proceso recogido en el Memorando de Entendimiento firmado como consecuencia de la solicitud de asistencia externa realizada por el Gobierno español, el 28 de septiembre de 2012, el Banco de España difundió los resultados de la auditoría realizada por Oliver Wyman sobre la cartera crediticia del sistema bancario español, que señaló unas necesidades adicionales de capital de 53.745<sup>18</sup> millones de euros. El 83% de las necesidades se concentraban en las entidades intervenidas por el Banco de España, que necesitaban un total de 46.206 millones de euros para sanearse. Las entidades fueron clasificadas en cuatro grupos, las entidades clasificadas en el Grupo 1 recibieron la aprobación de sus planes de recapitalización y reestructuración por parte de la Comisión Europea el 28 de noviembre de 2012 y estas fue-

---

17 De acuerdo con el último dato disponible, correspondiente a abril de 2013, la tasa de mora se situó en el 10,9%.

18 Considerando los procesos de fusión en marcha.

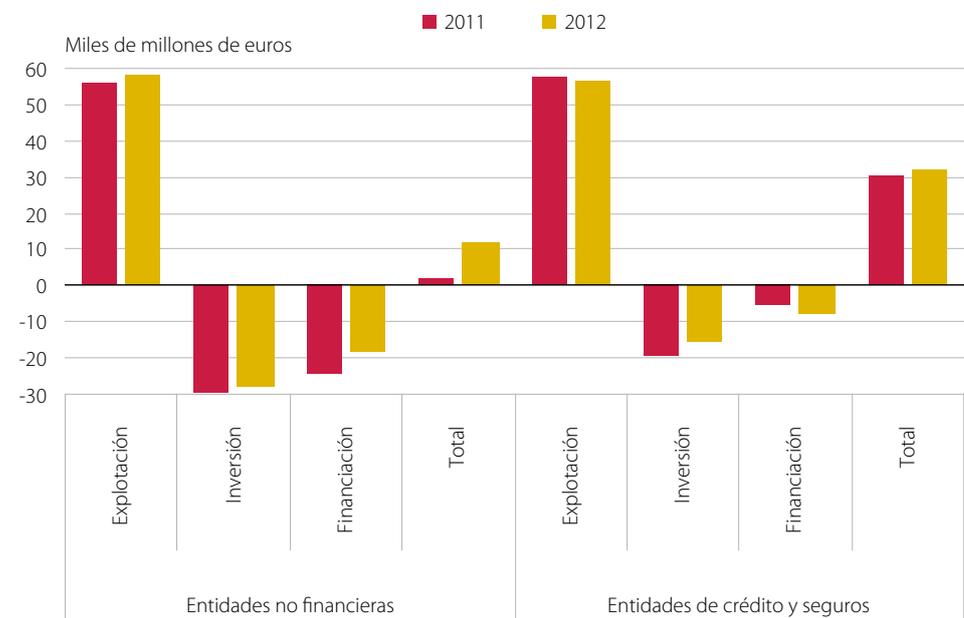
ron instrumentadas por el FROB el 26 de diciembre de 2012. Las necesidades iniciales se han visto reducidas por la transmisión de activos a la SAREB y por la asunción de pérdidas por los tenedores de instrumentos híbridos o subordinados.

## 7 Flujos de efectivo

El gráfico 8 muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en los ejercicios 2011 y 2012 por las entidades de la muestra, distinguiendo entre los flujos derivados de las actividades de explotación, de inversión y de financiación, y correspondiendo los totales a la variación del efectivo y sus equivalentes en dicho periodo. Además, se diferencian las entidades no financieras de las 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 términos agregados, los flujos de caja generados por las actividades de explotación de las entidades no financieras durante 2012 (58.185 millones de euros) aumentaron un 4,2% respecto al ejercicio anterior. Este aumento se produjo en todos los sectores, siendo la excepción el sector del comercio y los servicios, con una reducción del 14,6%.

En el ámbito de las actividades de inversión se produjeron pagos netos por un importe de 27.596 millones de euros, lo que supone un descenso del 6,1% (-1.803 millones de euros) respecto al ejercicio anterior. El descenso se produjo como consecuencia del incremento de los flujos de entrada por desinversiones en un 18,2%. Este incremento permitió a las entidades reducir su apalanca-

miento a costa de limitar en el corto plazo los flujos de caja de explotación que proporcionaban las actividades enajenadas.

Respecto a las actividades de financiación, se produjeron pagos netos por un importe de 18.537 millones de euros, lo que supone una caída del 24,3% respecto a 2011. Debe destacarse la reducción en 6.309 millones de euros en los dividendos abonados en efectivo durante el ejercicio 2012 con respecto al ejercicio anterior y los cobros netos por 1.838 millones de euros por enajenaciones netas de autocartera y efectivo obtenidos de ampliaciones de capital.

El efecto agregado de flujos de efectivo señalados se tradujo en un incremento de 11.718 millones de euros en las tenencias de efectivo y equivalentes de las entidades no financieras durante el ejercicio 2012.

- **Entidades de crédito y seguros.** El efectivo y equivalentes agregados del estado de los flujos de efectivo del conjunto de las entidades financieras cotizadas presentó un aumento neto de 32.474 millones de euros, un 6,5% más que en 2011.

Las actividades de explotación generaron una entrada neta de efectivo de 55.036 millones de euros, un 3,4% menos que en 2011. Estos recursos se destinaron a inversiones netas de 14.501 millones de euros (un 22,1% menos que en el ejercicio anterior) y a la cancelación de la financiación obtenida, que supuso una salida neta de efectivo de 6.925 millones de euros (un 41,8% más que la registrada en 2011). El efecto de las variaciones de los tipos de cambio implicó una disminución neta de efectivo de 1.136 millones de euros.

El estado agregado de flujos de efectivo muestra la política seguida por la mayoría de las entidades de crédito españolas, consistente en la captación de liquidez del BCE, que se refleja en la obtención de recursos de explotación, para: (i) atender a los vencimientos de la financiación mayorista, ante las dificultades de acceso a los mercados de financiación y la disminución de los depósitos; y (ii) invertir en deuda pública.

Por su parte, las compañías aseguradoras presentaron en 2012 una disminución neta de efectivo de 602 millones de euros. El buen comportamiento de los ingresos procedentes de los flujos de efectivo por las actividades de explotación, que se incrementaron en 562 millones de euros (58,4%) respecto a 2011, no ha compensado suficientemente los desembolsos realizados por actividades de inversión y financiación, que supusieron una salida neta de efectivo superior en un 83,0% y 83,1%, respectivamente, a la registrada en el ejercicio anterior.

## 8 Número de empleados

El cuadro 7 muestra la plantilla media agregada para los seis sectores en 2012 y 2011. Como puede apreciarse, en 2012 se observa un incremento interanual de la plantilla media de las compañías incluidas en la muestra del 1,1%.

Número de personas	2011	2012	Variación (%)
Energía	121.356	104.806	-13,6
Industria	248.207	259.670	4,6
Comercio y servicios	720.534	744.223	3,3
Construcción e inmobiliario	401.910	387.006	-3,7
Entidades de crédito	440.406	455.942	3,5
Entidades de seguros	38.609	40.745	5,5
Ajustes*	-3.782	-3.384	-
<b>Total</b>	<b>1.967.240</b>	<b>1.989.008</b>	<b>1,1</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.

Las compañías no financieras incrementaron su plantilla media agregada en un 0,3%. No obstante, el número de entidades que redujeron puestos de trabajo (82 entidades) fue notablemente mayor que el número de las que aumentaron su plantilla (38 entidades).

Las operaciones corporativas de adquisición realizadas por entidades del sector de la industria y el del comercio y los servicios justifican los incrementos de su plantilla en un 4,6% y un 3,3%, respectivamente. Por su parte, la discontinuación de actividades muy significativas y la venta de participaciones durante 2012 en los sectores de la energía y de la construcción e inmobiliario explican el descenso de su plantilla en un 13,6% y 3,7%, respectivamente.

La plantilla media agregada de las entidades de crédito presentó durante el año 2012 un incremento del 3,5%. 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 entidades de la muestra que realizaron operaciones corporativas (adquisiciones). El coste medio por empleado se incrementó un 1,9% (pasando de 57.100 euros en 2011 a 58.165 euros a finales del ejercicio 2012). El número de oficinas disminuyó un 4,9% en el periodo<sup>19</sup>.

## 9 Dividendos

Como se observa en el cuadro 8, los dividendos distribuidos en el ejercicio 2012 disminuyeron un 34,5% con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, situándose en 14.112 millones de euros.

<sup>19</sup> Fuente: *Boletín estadístico* del Banco de España.

## Dividendos distribuidos por sectores

CUADRO 8

Millones de euros	2012	2011	Variación (%)
Energía	2.381	3.336	-28,6
Industria	1.806	1.697	6,4
Comercio y servicios	5.251	9.705	-45,9
Construcción e inmobiliario	1.603	1.488	7,7
Entidades de crédito	2.632	4.811	-45,3
Entidades de seguros	438	521	-15,9
Ajustes*	1	1	0,0
<b>Total</b>	<b>14.112</b>	<b>21.559</b>	<b>-34,5</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.

En 2012, el 51,0% de las entidades repartió dividendos, mientras que en el ejercicio anterior lo hizo el 54,7% de las entidades. De las 80 entidades que repartieron dividendos en 2012, el 40,0% incrementó la remuneración al accionista con respecto al ejercicio anterior, un 41,2% la redujo y el 18,8% restante la mantuvo.

Cabe destacar que el 70,0% de los dividendos distribuidos durante 2012 se realizó con cargo a los resultados, mientras que en el mismo periodo del ejercicio anterior este porcentaje ascendió al 78,5%.

Por otro lado, una parte importante de las compañías del sector del comercio y los servicios y de las entidades de crédito redujeron los dividendos distribuidos, destacando el fuerte descenso, en 3.244 millones de euros, de una de las sociedades de la muestra. Los importes distribuidos por el sector energético se ven afectados, principalmente, por la caída en dos sociedades con peso significativo en la muestra, mientras que el resto de entidades incrementan los dividendos distribuidos respecto a 2011.

Para paliar la disminución de la retribución al accionista vía dividendos, especialmente con cargo a los resultados, las entidades están haciendo uso del *scrip dividend*, que consiste 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 se reduce la salida de efectivo y, a la vez, se instrumenta una fórmula para retribuir a sus accionistas.

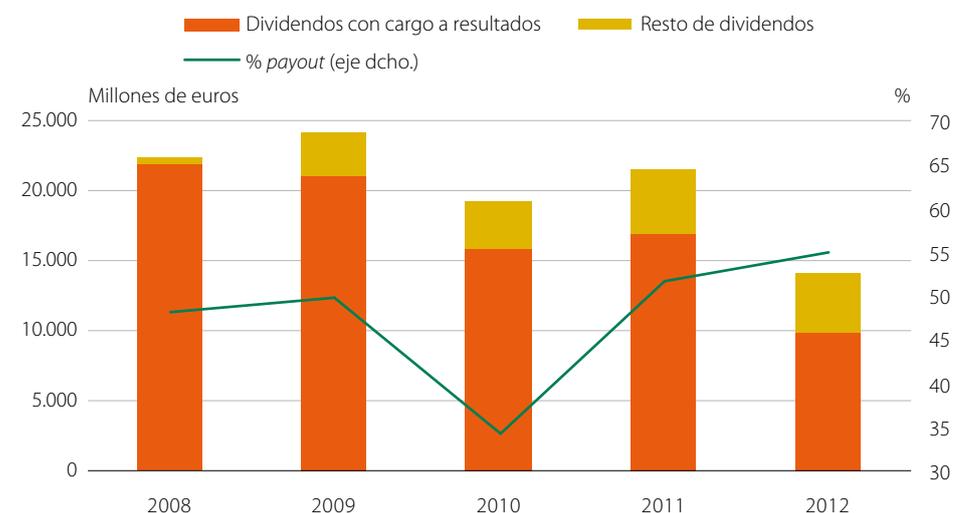
En 2012, once entidades optaron por emplear *scrip dividends*. En este sentido, de la totalidad de los derechos de asignación gratuita emitidos por las once entidades, únicamente un 30,3% de los accionistas escogió vender los citados derechos al emisor, para percibir la retribución en efectivo. El 69,7% restante suscribió las ampliaciones de capital liberadas. Este mecanismo ha permitido a las entidades ahorrarse unos 8.630 millones de euros de pago en efectivo, de los 12.544 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*<sup>20</sup> agregado de las sociedades –corrigiendo los dividendos no repartidos con cargo a los resultados del ejercicio– se situó en el 68,2%, frente al 51,6% de 2011.

En el gráfico 9 se muestra la evolución de los dividendos repartidos en el último lustro<sup>21</sup>, distinguiendo los registrados con cargo a resultados, así como la evolución del *payout*.

### Dividendos distribuidos y *payout*

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

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.

El *payout* se situó en 2012 en el 54,9%<sup>22</sup> (51,6% en 2011), un aumento que se explica por una reducción en el reparto de dividendos con cargo a resultados (41,7%) ligeramente inferior a la caída experimentada en los resultados del ejercicio (45,5%).

Por su parte, para explicar el incremento del *payout* en 2011 hay que tener en cuenta tanto la inclusión de dividendos significativos con cargo al resultado del ejercicio anterior como el descenso de los resultados en el ejercicio 2011 de las entidades que distribuyeron dividendos, cifrado en torno al 30%.

20 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.

21 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.

22 Para calcular el *payout* no se han considerado a dos entidades de crédito que a pesar de incurrir en pérdidas significativas, abonaron un dividendo poco relevante con cargo a los resultados del ejercicio anterior. Incluyendo a estas dos entidades, el *payout* del ejercicio 2012 hubiera sido del 68,2%.

## 10 Conclusiones

En el ejercicio 2012, el conjunto de las entidades incurrió en pérdidas netas por un importe de 38.107 millones de euros, frente al beneficio neto de 29.501 obtenido en el ejercicio anterior. Todos los sectores experimentaron descensos en su beneficio neto, aunque debe destacarse la evolución mostrada por las entidades de crédito, que durante el ejercicio 2012 generaron pérdidas por valor de 51.595 millones de euros.

El EBITDA de las entidades del sector no financiero presentó una tasa de variación positiva del 1,3%, sensiblemente inferior al incremento del 8,5% del volumen de ingresos. Los resultados netos disminuyeron un 46,8% por: (i) el aumento de los gastos financieros de las empresas; (ii) los resultados negativos de las entidades valoradas por el método de la participación o puesta en equivalencia; y (iii) las pérdidas registradas por el deterioro de la cartera de activos disponibles para la venta.

La capacidad de las entidades para incrementar su presencia en los mercados internacionales ha compensado, parcialmente, la evolución negativa de sus negocios en el mercado nacional, aunque no ha evitado que los resultados obtenidos hayan disminuido.

En el entorno actual, cabe destacar que las entidades no financieras han incrementado los flujos de efectivo de explotación generados en el ejercicio 2012 con respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. El incremento de los flujos de entrada por desinversiones en un 18,2% ha permitido a las entidades reducir su apalancamiento, aunque ello supone limitar en el corto plazo los flujos de caja de explotación que proporcionaban las actividades enajenadas.

En cuanto a las entidades de crédito, cabe recordar que durante el pasado año se encontraban inmersas en un proceso de reestructuración y recapitalización del sector bancario español, en el que el Gobierno español solicitó oficialmente y obtuvo asistencia financiera externa, a través del mecanismo de «asistencia financiera para la recapitalización de las instituciones financieras» de la European Financial Stability Facility (EFSF). En este contexto, el resultado neto agregado del sector presentó unas pérdidas netas de 51.595 millones de euros en 2012, frente a unos beneficios netos de 4.909 millones en el ejercicio anterior. Las pérdidas se debieron al deterioro de la cartera crediticia, a los nuevos requisitos de provisiones exigidos por las normativas aprobadas a lo largo de 2012 y a las pérdidas por deterioro de los activos no corrientes en venta (entre los que se incluyen los activos adjudicados) y las del resto de activos. Sin embargo, el margen de intereses y las comisiones netas, que representan los resultados por su negocio recurrente, mejoraron en ese periodo, a pesar del estancamiento de la inversión crediticia y del incremento de la morosidad. Asimismo, cabe señalar también el efecto positivo que tuvieron sobre el margen de intereses del sector las operaciones especiales de financiación del BCE.

La disminución de los resultados, 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 2012, que se redujeron en un 34,5% con respecto a 2011. Las entidades, para intentar compensar la disminución de los dividendos distribuidos con cargo a los resultados, siguieron empleando fór-

mulas alternativas de retribución a los accionistas que suponen una salida de efectivo menor, por ejemplo los denominados *scrip dividends*.

Finalmente, aunque los resultados de las entidades emisoras correspondientes al primer semestre de 2013 serán analizados con detalle en el próximo boletín trimestral, los datos disponibles en la fecha de publicación de este artículo permiten anticipar un cambio de tendencia en su evolución respecto al mismo periodo del año anterior. En particular, el cambio es especialmente significativo en las entidades de crédito, que han pasado de registrar pérdidas en el primer semestre de 2012 por un importe de 3.609 millones de euros a registrar 9.507 millones de euros de beneficios en el mismo periodo de 2013. También destaca que las pérdidas generadas por las entidades del sector de la construcción e inmobiliario se redujeron en 1.421 millones de euros respecto al mismo semestre de 2012, al obtener un resultado consolidado de -516 millones de euros. En conjunto, el resultado agregado de las entidades emisoras durante el primer semestre de 2013 se situó en 18.625 millones de euros, frente a los 4.623 millones de euros obtenidos en el mismo periodo del ejercicio anterior.

# Evidencia empírica sobre el mercado español de fondos de inversión de renta variable: un análisis de las suscripciones y los reembolsos

M<sup>a</sup> Isabel Cambón y Ramiro Losada (\*)

(\*) M<sup>a</sup> Isabel Cambón y Ramiro Losada pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

La industria de los fondos de inversión en España tiene una dimensión importante tanto en términos de patrimonio como de número de inversores. Al cierre del ejercicio 2012 y de acuerdo con los datos de las Cuentas Financieras de la Economía Española, los fondos de inversión representaban el 5,9% de la riqueza de los hogares. Según los datos de la CNMV, su patrimonio alcanzaba en julio de 2013 la cifra de 140.598 millones de euros y el número de inversores era superior a los 4.700.000.

El presente artículo está relacionado con un área relevante de investigación en esta industria: el proceso de decisión de los inversores a la hora de comprar o vender participaciones en fondos de inversión. En concreto, el objetivo de este artículo es presentar algunos resultados de un estudio sobre los determinantes de las decisiones financieras de inversión de los partícipes en los fondos de renta variable en España realizado por los autores. Este artículo será publicado próximamente por la CNMV en su serie Documentos de Trabajo. A lo largo de este artículo, se plantean dos supuestos sobre el comportamiento de estos inversores que van a ser claves para el análisis. El primero de ellos apunta a la capacidad de los inversores de aprender sobre la habilidad de los gestores del fondo a través de los rendimientos que se observan en los fondos de inversión que gestionan. El segundo supuesto es que los inversores incurren en costes de participación cuando invierten en fondos de inversión.

Un gran número de artículos ha estudiado este tema de forma empírica para el mercado de Estados Unidos<sup>1</sup>. Con respecto al primero de los supuestos de este artículo, los resultados de estos estudios sugieren que las decisiones de suscripción y reembolso de los inversores están condicionadas por los rendimientos pasados. Los primeros artículos de esta literatura mostraron una relación no lineal entre las suscripciones netas y los rendimientos de los fondos. Así, los inversores realizaban suscripciones netas positivas cuando los fondos registraban rendimientos altos, pero apenas reaccionaban cuando se observaban rendimientos reducidos. Estos autores argumentaron que ese comportamiento se debía a que los inversores, especialmente los menos sofisticados, estaban sometidos a fricciones que afectaban a sus decisiones de inversión. En concreto, les impedían deshacer de manera adecuada sus posiciones en los fondos con rendimientos bajos. Entre estas fricciones destacarían las recomendaciones de los asesores financieros, que desaconsejan los reembolsos, y la aversión de los inversores a materializar las pérdidas.

---

1 Véanse, por ejemplo, Ippolito, R.A. (1992). «Consumer reaction to measures of poor quality: Evidence from the mutual fund industry», en *Journal of Law and Economics* 35, pp. 45-70; Gruber, M.J. (1996). «Another puzzle: The growth in actively managed mutual funds», en *Journal of Finance* 51, pp. 783-810; y Sirri, E. y Tufano, P. (1992). *Buying and Selling Mutual Funds: Flows, Performance, Fees and Services*. Harvard Business School Working Paper.

La literatura también ha estudiado esta relación desde un punto de vista teórico<sup>2</sup>. Los trabajos más relevantes predicen una relación no lineal entre los rendimientos y los flujos en los fondos de inversión una vez que se introducen fricciones que afectan a los inversores de este mercado como, por ejemplo, los costes de transacción y de supervisión de las inversiones. Estos artículos suponen que existen diferentes tipos de inversores en el mercado que se diferencian, principalmente, por la cantidad y la calidad de la información de que disponen. Esto se debe a que sus habilidades para procesar la información son distintas y a que las gestoras de fondos difieren también entre sí en el esfuerzo realizado por hacer visibles sus fondos. Bajo estos supuestos, se demuestra que es óptimo para los inversores concentrar sus inversiones en un número reducido de fondos. Esta sería la razón por la que los inversores solo suelen comprar participaciones en los fondos con los mejores rendimientos pasados (este resultado se conoce en la literatura como *winner-picking effect*). De acuerdo con esta literatura teórica, la asimetría observada en los flujos de inversión de los fondos tendría su origen en una sobre-reacción de los inversores ante los resultados de los mejores fondos y en una falta de respuesta o en una respuesta insuficiente respecto a los fondos con peores resultados.

Aunque estos artículos han contribuido a entender mejor el comportamiento de los inversores de los fondos de inversión, se han centrado exclusivamente en el análisis de los flujos netos (suscripciones netas de reembolsos). En cambio, otros autores han explotado explícitamente los flujos brutos de inversión para analizar cuáles son los determinantes que conducen a los inversores a realizar suscripciones y reembolsos en estos vehículos de inversión<sup>3</sup>. Algunos de estos artículos encontraron una relación negativa entre el rendimiento y los reembolsos, lo que pone de manifiesto el castigo que sufren los fondos con peores rendimientos en forma de mayores reembolsos<sup>4</sup>.

Con respecto a la importancia del segundo supuesto de este artículo, la existencia de costes de participación en el mercado de los fondos de inversión, algunos autores han señalado que podría no ser adecuado considerar únicamente el rendimiento pasado de los fondos como variable que afecta a las decisiones de inversión en el mercado de

---

2 El artículo seminal de este tipo de literatura es el de Berk, J.B. y Green, R. (2004). «Mutual fund flows and performance in rational markets», en *Journal of Political Economy* 112, pp. 1269-1295. Artículos posteriores como el de Huang, J., Wei, K. y Yan, H. (2007). «Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance», en *The Journal of Finance*, Vol. LXII, pp. 1273-1311; y Dumitrescu, A. y Gil-Bazo, J. (2012). *Market Frictions, Investor Sophistication and Persistence in Mutual Fund Performance*. Midwest Finance Association 2013 Annual Meeting Paper, presentaron extensiones del modelo de Berk y Green (*op. cit.*) mediante la introducción de fricciones para los inversores de fondos de inversión, lo que permitió que los resultados de estos modelos se asemejaran a los encontrados en los estudios empíricos.

3 Véanse, por ejemplo, Cashman, G., Deli, D., Nardari, F. y Villupuram, S. (2007). *Investor Behavior in the Mutual Fund Industry: Evidence from Gross Flows*. Arizona State University Working Paper; y Jank, S. y Wedow, M. (2010). *Purchase and Redemption Decisions of Mutual Funds Investors and the Role of Fund Families*. CFR Working Paper 10-13.

4 La evidencia de esta literatura sobre la relación entre los reembolsos y los resultados pasados de un fondo no es concluyente. En algunos artículos no se encuentra ningún tipo de relación entre estas dos variables. Sin embargo, otros autores sí encuentran una relación negativa entre los reembolsos y los resultados. La mayor crítica que estos últimos artículos hacen sobre los resultados de los primeros es que los datos que utilizan no poseen la calidad adecuada, principalmente porque solo analizan fondos grandes o porque existe un sesgo de supervivencia en las muestras utilizadas.

fondos<sup>5</sup>. Algunos artículos incluyeron en el análisis el papel que juegan los costes de participación en este tipo de inversiones<sup>6</sup>. Estos artículos encontraron evidencia de que las gestoras con mayor cuota de mercado eran a menudo las que realizaban un mayor esfuerzo por hacer sus fondos más visibles, lo que reducía en último término los costes de participación de sus inversores. Al mismo tiempo, eran estas gestoras las que cargaban unas mayores comisiones y las que ofrecían un mayor número de fondos.

Estos autores encontraron que los costes de participación influían en gran medida en el nivel de suscripciones netas registradas. Dado un determinado nivel de rendimiento, los fondos de las grandes gestoras mostraban una relación mucho más intensa entre sus resultados y las suscripciones netas. En cuanto a las suscripciones y los reembolsos, cabe destacar que no se encontró relación entre las primeras y los costes de participación. Sin embargo, sí se encontró evidencia de que los fondos de las grandes gestoras registraban mayores suscripciones y reembolsos debido a su mayor visibilidad.

En la primera parte de este artículo, se realiza un análisis sobre los determinantes de las suscripciones y los reembolsos en fondos de inversión españoles de renta variable entre 1995 y 2011. Este análisis se completa con el estudio de la posible influencia de los costes de participación sobre los flujos de inversión de los fondos. Dado que tales costes no son directamente observables, se utiliza una aproximación a través de la cuota de mercado de las gestoras. En la segunda parte del artículo, dadas las características de los inversores de este tipo de vehículos financieros, se realiza un análisis independiente de los determinantes de las suscripciones y los reembolsos de fondos para los mercados minorista y mayorista. Además, se evalúa el papel de los costes de participación en ambos mercados. Cabe destacar que la posibilidad de analizar el mercado minorista y mayorista de fondos por separado es una novedad en este tipo de literatura sobre los fondos de inversión.

El resto del artículo está estructurado de acuerdo al siguiente esquema: en la sección segunda se describe la base de datos que se ha utilizado en el artículo; en la sección tercera se lleva a cabo un análisis descriptivo de los flujos de suscripciones y reembolsos en el mercado español de fondos de renta variable; en la sección cuarta se analizan los determinantes de las suscripciones y los reembolsos mediante un modelo empírico, incluido el papel que juegan los costes de participación de los inversores en la toma de decisiones; en la sección quinta se ofrece un análisis separado de los determinantes de los flujos de inversión en los mercados minorista y mayorista de fondos; finalmente, en la sección sexta se presentan las conclusiones.

## 2 Datos y variables analizados

El análisis empírico de los datos se ha realizado utilizando la información que la CNMV recibe periódicamente de los fondos de inversión y sus sociedades gestoras. La base de datos contiene información anual sobre los fondos de renta variable exis-

---

5 Véase Capon, N., Fitzsimons, G. y Prince, R. (1996). «An individual level analysis of the mutual fund investment decision», en *Journal of Financial Services Research*, Vol. 82, pp. 59-82.

6 Véanse, por ejemplo, Huang et al. (*op. cit.*), Sirri y Tufano (*op. cit.*) o Cashman et al. (*op. cit.*).

tentes y sus gestoras entre 1995 y 2011, incluidos los fondos fusionados y los que han ido desapareciendo. Para este análisis, la definición de fondos de renta variable abarca los fondos de renta variable puros, mixtos y globales. El patrimonio de este conjunto de fondos representa de media aproximadamente el 25% del patrimonio total de los fondos de inversión.

Esta base de datos contiene, para cada uno de los años considerados, información que bien caracteriza los fondos de inversión, bien caracteriza a las gestoras a las que pertenecen. A partir de esta información se definen las siguientes variables que serán utilizadas en el análisis:

- Suscripciones netas: volumen de suscripciones menos reembolsos efectuados en un fondo a lo largo de un año dividido por el volumen de activos del fondo al inicio de ese año.
- Reembolsos: volumen de reembolsos efectuados en un fondo a lo largo de un año dividido por el volumen de activos del fondo al inicio de ese año.
- Suscripciones: volumen de suscripciones efectuado en un fondo a lo largo de un año dividido por el volumen de activos del fondo al inicio de ese año.
- Medidas de rendimiento:
  - Rendimiento bruto: se define como la variación porcentual del valor liquidativo del fondo a lo largo de un año.
  - Ratio de Sharpe: rendimiento bruto anual del fondo menos el rendimiento del activo sin riesgo, todo ello dividido por la volatilidad anualizada de los rendimientos brutos mensuales.
  - Modelo factorial: se define como la suma a lo largo de un año de la diferencia entre los retornos mensuales del fondo y los estimados mediante el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart<sup>7</sup>.
- Tamaño del fondo: patrimonio del fondo a final de año (en logaritmo).
- Volatilidad: desviación típica anualizada de los rendimientos mensuales del fondo a lo largo de los últimos doce meses.
- Comisiones: se consideran tanto las comisiones periódicas implícitas en los fondos (comisiones de gestión y depósito) como las explícitas (comisiones de suscripción y reembolso).

---

7 El modelo de Fama-French-Carhart es una extensión del modelo CAPM, el cual solo usa una variable para explicar el rendimiento de las acciones (el exceso de retorno de una cartera que es representativa del mercado de renta variable sobre el rendimiento del activo sin riesgo). El modelo de Fama-French-Carhart añade tres factores adicionales al del modelo CAPM: las diferencias de rendimiento entre una cartera de acciones de empresas con gran capitalización y otra de pequeña capitalización, las diferencias de rendimiento entre una cartera de acciones con una ratio valor de mercado/valor en libros alta y otra con una ratio baja y una *proxy* para el *momentum* del mercado de renta variable.

- Cuota de mercado de la gestora: ratio al final de cada uno de los periodos considerados entre el patrimonio total de los fondos gestionados por una gestora y el patrimonio total de los fondos de inversión.
- Fondo minorista/mayorista: un fondo se clasifica como mayorista si el importe conjunto de la participación de los inversores cuya aportación supera un determinado umbral supone más del 50% del patrimonio del fondo. Entre 1995 y 1998, el citado umbral de inversión mínima es de 180.000 euros. Entre 1998 y 2011 es de 150.000 euros. Esta distinción tiene en cuenta cambios regulatorios durante el periodo muestral<sup>8</sup>.

Para realizar el análisis se eliminaron las observaciones cuyas suscripciones netas representaban más del 70% de los activos del fondo con el objetivo de eliminar valores atípicos que podían distorsionar la muestra. En el cuadro 1, se ofrece un resumen de los principales estadísticos descriptivos de las variables más relevantes de la base de datos. Se proporcionan los estadísticos descriptivos tanto para el total de la base de datos como para las submuestras de fondos de los segmentos minorista y mayorista.

Cabe señalar el hecho de que las suscripciones netas en los fondos de renta variable en el periodo 1995-2011 fueron negativas (-6,3%), un resultado que podría deberse al elevado volumen de reembolsos registrado desde el inicio de la crisis en 2007. También hay que destacar que el volumen medio de suscripciones y reembolsos en el mercado minorista fue mayor que el observado en el mercado mayorista.

Con relación a las variables que caracterizan el rendimiento de los fondos, la media de la rentabilidad bruta de los de renta variable entre los años 1995 y 2011 fue del 0,94% (1,29% para los fondos minoristas y 0,55% para los fondos mayoristas). Sin embargo, cuando se comparan los excesos de rendimiento obtenidos mediante el modelo de Fama-French-Carhart, no se encuentran diferencias significativas entre los resultados de los fondos minoristas y mayoristas. Es también interesante señalar que, con la excepción de las comisiones de suscripción, las comisiones que se cargan a los fondos minoristas son superiores a las que se cargan a los fondos mayoristas. En particular, la media de las comisiones de gestión fue del 1,66% en el mercado minorista y del 1,29% en el mercado mayorista.

---

8 Véase Cambón, M.I. y Losada, R. (2012). *Competition and structure of the mutual fund industry in Spain: the role of credit institutions*. CNMV Working Paper 54, para un mayor detalle.

	Muestra total		Fondos minoristas		Fondos mayoristas	
	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar	Media	Desviación estándar
Suscripciones netas <sup>1</sup>	-0,063	0,261	-0,089	0,269	-0,024	0,243
Reembolsos <sup>1</sup>	0,444	2,400	0,497	2,799	0,364	1,610
Suscripciones <sup>1</sup>	0,381	2,414	0,408	2,813	0,341	1,627
Rendimiento bruto (%)	0,943	17,399	1,199	17,893	0,554	16,612
Ratio de Sharpe (%)	-0,222	4,421	-0,112	1,658	-0,389	6,711
Exceso modelo factorial (%)	-0,002	0,107	-0,002	0,104	-0,002	0,113
Patrimonio (millones €)	47,5	113	54,3	123	37,2	94,3
Volatilidad (%)	10,409	8,056	10,924	8,329	9,625	0,002
Comisión de gestión (%)	1,514	0,585	1,659	0,509	1,293	0,624
Comisión de depósito (%)	0,128	0,151	0,136	0,082	0,116	0,217
Comisión de suscripción (%)	0,075	0,555	0,068	0,528	0,086	0,595
Comisión de reembolso (%)	0,647	1,144	0,821	1,237	0,381	0,926
<b>Número de observaciones</b>	<b>13.898</b>		<b>8.384</b>		<b>5.514</b>	

1 Dividido por el patrimonio del fondo.

### 3 Análisis descriptivo

En esta sección se muestra la relación entre el rendimiento y los flujos de inversión en fondos de renta variable españoles desde una perspectiva descriptiva. En este análisis, el potencial efecto de otras variables de interés como la persistencia de los flujos de inversión o el papel de las comisiones no se tiene en cuenta. Para evaluar la relación potencial entre flujos y rendimientos, los fondos se han ordenado cada año de acuerdo con sus diferentes medidas de rendimiento. La muestra se ha dividido en diez grupos, cada uno de ellos compuesto por el 10% de los fondos, y se ha asignado cada una de las observaciones a su decil correspondiente en función de su rendimiento. Finalmente se han calculado las medias ponderadas de las suscripciones, los reembolsos y las suscripciones netas de cada grupo a lo largo de todo el periodo considerado (1995-2011).

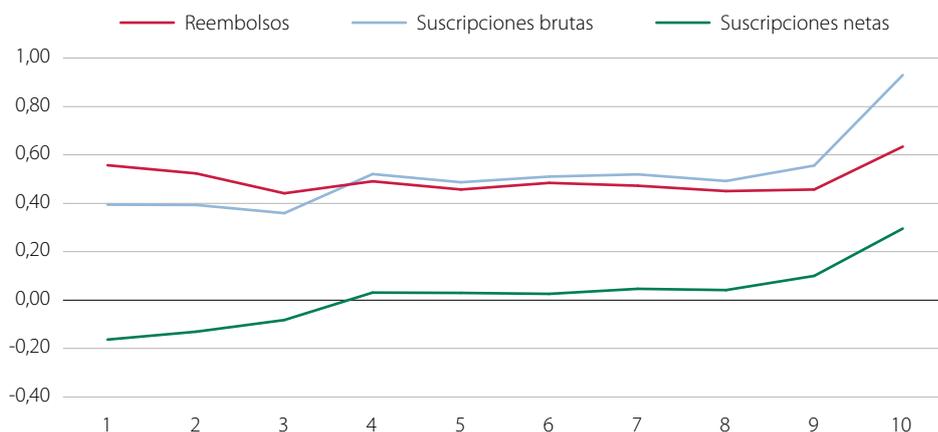
Algunos de los resultados del análisis se presentan en el gráfico 1. Este gráfico sugiere que los inversores reaccionan al rendimiento, especialmente cuando este es extremo (buen o mal rendimiento). En el caso de los fondos que registran un rendimiento medio, parece no existir ninguna relación entre los flujos y el rendimiento, por lo que en términos generales, parece haber una relación no lineal entre estas variables. Sin embargo, el tipo de no linealidad observado es diferente del que se encontró en los primeros artículos de esta literatura y más parecido al de artículos más recientes. Así, en los primeros artículos de esta literatura, los autores encontraron que no existía evidencia empírica de respuesta de los inversores ante los fondos con peor rendimiento<sup>9</sup>.

9 Artículos como, por ejemplo, Ippolito (*op. cit.*), Gruber (*op. cit.*) y Sirri y Tufano (*op. cit.*) muestran una falta de respuesta de las suscripciones netas de los fondos con peor rendimiento. Sin embargo, artículos más recientes como Cashman et al. (*op. cit.*) sí muestran una relación positiva entre rendimientos y suscripciones netas. En estos artículos más recientes se señala que la razón principal por la que en los primeros

Los resultados del análisis de las suscripciones sugieren que los inversores actuales y potenciales responden al buen rendimiento de los fondos incrementando sus suscripciones de forma sustancial a medida que dicho rendimiento mejora. Este efecto, que en la literatura se conoce como *winner-picking effect*, ya fue observado en artículos previos<sup>10</sup>. Por otra parte, no se aprecia una respuesta clara por parte de los inversores a los fondos con rendimientos medios y reducidos.

#### Relación entre rendimiento y flujos de inversión<sup>1</sup>

GRÁFICO 1



1 Cada año se ordenan los fondos de inversión en función del rendimiento que han obtenido (ratio de Sharpe) y se dividen en diez grupos. El grupo 1 incluye los fondos de peor rendimiento y el grupo 10, los fondos de mejor rendimiento. Finalmente se calculan los promedios de las suscripciones brutas, netas y reembolsos (con relación al patrimonio de cada fondo) de cada grupo a lo largo de todo el periodo considerado.

El gráfico 1 sugiere una débil relación negativa entre el rendimiento y los reembolsos para el grupo de fondos con peor rendimiento. Este resultado se puede interpretar como un castigo de los inversores ante el mal rendimiento. Como en los casos anteriores, parece no existir una relación entre los reembolsos y el rendimiento para los fondos que registran un rendimiento medio y, en cambio, sí existe una relación positiva en el caso de los fondos con buen rendimiento. Esta aparente paradoja, en la que los fondos con mejor rendimiento experimentarían más reembolsos, no es nueva en la literatura y podría ser explicada por la necesidad de algunos inversores de liquidar parte de sus beneficios<sup>11</sup>.

## 4 Análisis de los determinantes de los flujos de inversión

En esta sección se realiza un análisis econométrico mediante una ecuación que relaciona los flujos de inversión y el rendimiento de los fondos de inversión. En el aná-

---

artículos de esta literatura no se encontró relación entre rendimientos y suscripciones netas es porque las muestras utilizadas abarcaban un periodo temporal escaso y no recogían de forma adecuada los periodos recesivos en la industria de los fondos de inversión.

10 Véase, por ejemplo, Sirri y Tufano (*op. cit.*).

11 Véase Jank y Wedow (*op. cit.*).

lisis se utilizan las tres medidas de rendimiento presentadas anteriormente: el rendimiento bruto, la ratio de Sharpe y la medida de rendimiento calculada mediante el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart. Cada año, se han ordenado los fondos asignando un valor de cero al fondo con peor rendimiento y de uno al fondo con mejor rendimiento. Esta ordenación de fondos se ha dividido a su vez en tres terciles, lo que permitirá evaluar la posible relación no lineal entre los rendimientos y los flujos de inversión sugerida por el gráfico 1 a través de la estimación de una regresión definida por intervalos<sup>12</sup>. Esta regresión incluye otras variables de control tales como el patrimonio, la volatilidad y las comisiones que carga el fondo. La ecuación que se estima es:

$$Flujo_{it} = \alpha Flujo_{it-1} + \beta_1 Rend\ Bajo_{it} + \beta_2 Rend\ Medio_{it} + \beta_3 Rend\ Alto_{it} + \delta x_{it} + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

donde la variable dependiente es el volumen de suscripciones netas o brutas o reembolsos del fondo  $i$  en el periodo  $t$  dividido por el patrimonio del fondo al final del periodo  $t-1$ . Las variables explicativas son el rendimiento del fondo en el periodo  $t$  (para las diferentes medidas) agrupadas en tres terciles (bajo, medio y alto rendimiento) y un conjunto de variables que caracterizan el fondo (tamaño, volatilidad y comisiones) en el mismo periodo muestral. La posibilidad de que exista persistencia en los flujos de inversión se recoge incluyendo un retardo de la variable dependiente. Finalmente el modelo incorpora *dummies* de tiempo. Se han utilizado dos métodos de estimación: el de Fama y MacBeth y el de MCO con errores estándar agrupados por año<sup>13</sup>. De acuerdo con la literatura econométrica, los coeficientes obtenidos mediante el método de Fama y MacBeth son más precisos que los obtenidos por el método MCO con errores estándar agrupados por año cuando existe correlación serial en el panel considerado. No obstante, hay que señalar que los resultados obtenidos en la muestra considerada son similares.

#### 4.1 Suscripciones netas

Los determinantes de las suscripciones netas anuales se presentan en el cuadro 2. Los resultados sugieren una relación no lineal entre las suscripciones netas y el rendimiento pasado, en línea con lo observado en el gráfico 1. Tanto para las estimaciones MCO como para las realizadas mediante el modelo de Fama-MacBeth, el coeficiente

12 En la regresión, el tercil de bajo rendimiento se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(\text{clasificación}-\text{rendimiento bajo}, 0,33)$  y el tercil de alto rendimiento como  $\text{clasificación}-\text{rendimiento bajo}-\text{rendimiento medio}$ . Esto quiere decir que si un fondo está clasificado por su rendimiento en 0,90, tendrá una puntuación de 0,33 para el tramo de bajo rendimiento, 0,33 para el tramo de rendimiento medio y 0,24 para el tramo de rendimiento alto. Un fondo clasificado por su rendimiento como 0,50 tendrá una puntuación de 0,33 para el tramo de rendimiento bajo, 0,17 para el tramo de rendimiento medio y 0 para el de alto. Finalmente, un fondo con una clasificación de 0,23 tendrá una puntuación de 0,23 para el tramo de bajo rendimiento y de 0 para los tramos de rendimiento medio y alto.

13 Cuando se utiliza el método de Fama y MacBeth, la estimación de los coeficientes se obtiene como la media de las estimaciones de los coeficientes que provienen de calcular el modelo propuesto en cada una de las secciones cruzadas que componen el panel. La utilización de esta metodología tiene como resultado estimaciones que están corregidas por la correlación serial que pueda sufrir el panel considerado. Esta propiedad es muy deseable en paneles como el utilizado, donde las variables tienen una dependencia temporal. Además, cuando se ha utilizado este método, se han calculado errores robustos para corregir cualquier tipo de correlación entre las variables que caracterizan a los individuos que componen el panel.

ciente de la regresión es claramente positivo para los fondos que obtienen los mejores y los peores resultados. Para los fondos con resultados medios, el coeficiente solo es significativo cuando se considera la ratio de Sharpe como medida del rendimiento. Este resultado es relevante al encontrarse que los inversores reaccionan tanto ante los malos como ante los buenos resultados, una evidencia que contrasta con muchos de los artículos de esta literatura, los cuales no encontraban una reacción de los inversores ante los fondos con malos resultados. A la luz de los resultados del cuadro 2, los inversores premiarían los fondos con buenos resultados aumentando sus suscripciones netas en estos fondos, mientras que castigarían los fondos con peores resultados disminuyendo su inversión. Otro punto de interés radica en la potencial asimetría de esta relación no lineal. El nivel del coeficiente para los fondos con peor rendimiento es, en general, mayor que el coeficiente observado para los fondos con mejor rendimiento, aunque la diferencia no es significativa en términos estadísticos.

### Suscripciones netas<sup>1</sup>

CUADRO 2

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Suscripciones netas retardadas	0,215***	0,215***	0,212***	0,211***	0,217***	0,215***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	0,248***	0,331***	0,202***	0,289***	0,144**	0,141*
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	-0,010	0,140*	0,066**	0,082***	-0,030	-0,015
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,170**	0,155	0,215***	0,217***	0,112***	0,122***
Tamaño	0,001	0,006	0,001	0,006	0,004	0,011
Volatilidad	0,004***	0,002	0,002**	0,002	0,004***	0,003**
Comisiones de gestión y depósito	-0,013***	-0,006*	-0,008*	-0,007***	-0,015***	-0,0014***
Comisión de suscripción	0,003	0,004	0,004	0,004*	0,005	0,005**
Comisión de reembolso	-0,001	0,001	-0,001	0,001	-0,002	-0,000

1 Suscripciones en el fondo menos reembolsos a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación}-\text{bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación}-\text{bajo}-\text{medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

Además de la relación entre el rendimiento pasado del fondo y sus flujos de inversión, es interesante comprobar la influencia de otras variables. Así, la presencia de persistencia en las suscripciones netas de fondos de inversión se muestra de forma robusta. El coeficiente asociado a esta persistencia indica que el 21-22% de las suscripciones netas registradas en un año se volvería a repetir a lo largo del siguiente

año. Este resultado está en línea con la evidencia encontrada en otros artículos de esta literatura<sup>14</sup>.

Por su parte, la relación entre las suscripciones netas y las comisiones solo aparece de forma significativa y negativa en el caso de las comisiones de gestión y depósito. Los fondos de renta variable más caros (es decir, con mayores comisiones de gestión y depósito) experimentarían menos suscripciones netas. Sin embargo, los costes asociados a la entrada y salida de un fondo no parecen relevantes a la hora de tomar la decisión de invertir o desinvertir en estos productos. Respecto al resto de las variables analizadas, existe una relación positiva y significativa entre las suscripciones netas y la volatilidad del fondo. Por su parte, el coeficiente asociado al tamaño del fondo no resulta significativo.

## 4.2 Reembolsos

El análisis de los reembolsos se presenta en dos cuadros. En el primero, el modelo tiene en cuenta la posible persistencia que se puede encontrar en los reembolsos. En el segundo cuadro, se presenta una extensión del modelo previo donde se tiene en cuenta también la presencia de un volumen importante de negociación a corto plazo en fondos de renta variable<sup>15</sup>. Para introducir esta negociación a corto plazo se incorporan como variable explicativa las suscripciones que se han producido en el fondo en el mismo periodo muestral que los reembolsos analizados, es decir, los flujos contemporáneos de distinto signo.

En el cuadro 3 se muestran los resultados del modelo donde se contempla únicamente la posible presencia de persistencia en los reembolsos. En general, las estimaciones son coherentes con una relación entre los reembolsos y el rendimiento en forma de U. De acuerdo con este modelo, los inversores penalizan los peores fondos incrementando los reembolsos, lo que resulta novedoso cuando se compara con los resultados de artículos previos. Sin embargo, los inversores no premian los fondos con buenos resultados con unos reembolsos menores. El resultado hallado es el contrario, los inversores incrementan sus reembolsos a medida que los fondos obtienen un mejor resultado<sup>16</sup>.

Los coeficientes relativos a la persistencia de los reembolsos son también positivos y significativos, con valores que oscilan entre el 27% y el 47% dependiendo del método de estimación. La relación entre los reembolsos y las comisiones es negativa para el caso de las comisiones de suscripción. Si se tiene en cuenta que los fondos que presentan comisión de suscripción también suelen presentar comisión de reembolso, este coeficiente podría estar mostrando una relación negativa entre las comisiones de reembolso y el flujo de reembolsos. Así, los fondos en los que es más costoso liquidar la posición presentarían menos reembolsos.

---

14 Véase Cashman et al. (*op. cit.*).

15 Este supuesto ha sido documentado por varios artículos como, por ejemplo, Greene, J. y Hodges, C. (2002). «The dilution impact of daily fund flows on open-end mutual funds», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 131-158; y Zitzewitz, E. (2006). «How widespread is late trading in mutual funds?», en *The American Economic Review*, Vol. 96, pp. 284-289.

16 Este resultado no es novedoso y está en línea con alguno de los artículos de la literatura que estudia la relación entre los flujos de inversión brutos y el rendimiento pasado. Véase Jank y Wedow (*op. cit.*).

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Reembolsos retardados	0,466***	0,271***	0,470***	0,270***	0,472***	0,274***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	-0,069	-0,166**	-0,142**	-0,224***	-0,041	-0,028
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	0,034	-0,066**	-0,000	0,055	-0,035	-0,032
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,231***	0,227***	0,068	0,023	0,169***	0,182***
Tamaño	-0,003	-0,002	-0,001	-0,002	-0,001	-0,003
Volatilidad	0,001	0,004*	0,002	0,006**	0,001	0,004**
Comisiones de gestión y depósito	0,005	0,010	0,004	0,012	0,004	0,013
Comisión de suscripción	-0,019***	-0,015**	-0,020***	-0,018**	-0,019***	-0,016**
Comisión de reembolso	0,002	0,003	0,002	0,003	0,002	0,004

1 Reembolsos a lo largo del año divididos por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación-bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación-bajo-medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

Cuando se introduce en el modelo la negociación a corto plazo, la relación entre el rendimiento y los reembolsos ya no presenta una forma de U (véase cuadro 4). Los inversores mantienen el castigo a los fondos con peor rendimiento al sufrir más reembolsos, pero la relación entre los reembolsos y los fondos con rendimientos elevados se vuelve más débil.

Bajo esta especificación del modelo, la persistencia de los reembolsos continúa siendo significativa, aunque menos intensa. El coeficiente asociado a las suscripciones realizadas durante el mismo año (la *proxy* para la negociación a corto plazo) es significativo y está en un intervalo de entre el 48% y el 52%. La relación entre los reembolsos y las comisiones de suscripción, como en el caso anterior, es negativa, mientras que el coeficiente relacionado con las comisiones de gestión y depósito es, para este modelo, positivo y significativo. Esto quiere decir que los fondos con mayores comisiones de gestión y depósito experimentan más reembolsos. Es posible que los inversores interpreten que los fondos que tienen comisiones de este tipo superiores a la media tendrán en el futuro un rendimiento esperado no superior al de la media del total de los fondos, lo que incentivaría el aumento de los reembolsos en estos fondos.

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Reembolsos retardados	0,284***	0,147***	0,283***	0,144***	0,290***	0,154***
Suscripciones contemporáneas	0,479***	0,521***	0,486***	0,523***	0,476***	0,512***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	-0,146***	-0,254***	-0,174***	-0,270***	-0,086**	-0,082*
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	0,016	-0,116***	-0,032*	-0,019	-0,004	0,001
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,038	0,038	-0,073	-0,114**	0,021	0,003
Tamaño	-0,003	-0,006	-0,002	-0,005	-0,003	-0,009
Volatilidad	-0,002*	0,001	-0,001	0,001	-0,002*	-0,000
Comisiones de gestión y depósito	0,011**	0,010**	0,008*	0,011*	0,012**	0,017*
Comisión de suscripción	-0,011***	-0,010***	-0,012***	-0,012***	-0,012***	-0,011***
Comisión de reembolso	0,001	0,001	0,002	0,001	0,002	0,003

1 Reembolsos a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación-bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación-bajo-medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

### 4.3 Suscripciones

Para analizar los determinantes de los inversores a la hora de suscribir un determinado fondo de inversión, se ha utilizado una metodología similar a la utilizada para los reembolsos. El cuadro 5 muestra los resultados del modelo, que solo tiene en cuenta la posible persistencia que podrían tener los inversores a la hora de realizar sus suscripciones en fondos. En el cuadro 6 se muestra una extensión del modelo anterior donde también se tiene en cuenta la posible presencia de inversores que realizan una operativa de negociación a corto plazo con fondos de inversión.

Cuando la negociación a corto plazo no se tiene en cuenta, los resultados sugieren una fuerte relación positiva entre las suscripciones y el rendimiento pasado en los fondos de mayor rendimiento. Bajo este patrón de comportamiento, conocido en la literatura como *winner-picking effect*, los inversores compran intensivamente los fondos que presentan mejores rendimientos pasados. En cambio, de los resultados se deduce que no existe una relación entre el rendimiento y las suscripciones en el caso de los fondos con rendimientos peores y medios.

El coeficiente asociado a la persistencia es significativo y presenta unos valores que oscilan entre el 25% y el 35%. Los resultados también muestran una relación nega-

tiva entre las comisiones de suscripción y los flujos de suscripción y una relación positiva entre la volatilidad y las suscripciones. De acuerdo con este resultado, los inversores preferirían invertir en fondos con una volatilidad elevada, al asociarlos con una mayor rentabilidad esperada futura.

Cuando se introduce en el modelo la negociación a corto plazo de fondos, se observa que la relación positiva entre los flujos de suscripción y el rendimiento se mantiene en los fondos que presentan un rendimiento alto. También se identifica una relación positiva entre los volúmenes de suscripción de los fondos y los fondos que registran un rendimiento bajo. Este último resultado sugiere que los inversores responden al rendimiento alto aumentando las suscripciones y al rendimiento bajo reduciéndolas. Además, la sensibilidad en los tramos de rendimientos altos y bajos es similar, lo que podría interpretarse como una relación simétrica entre las suscripciones y los rendimientos. Cabe señalar que, en el análisis de los reembolsos, solo se encontró una respuesta significativa para los fondos que registraban un mal rendimiento.

### Suscripciones<sup>1</sup> (con persistencia)

CUADRO 5

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Suscripciones retardadas	0,349***	0,248***	0,352***	0,250***	0,351***	0,249***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	0,157**	0,151***	0,029	0,053	0,092	0,107**
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	0,007	0,069	0,067	0,137*	-0,053	-0,044
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,449***	0,379***	0,292***	0,231**	0,285***	0,297***
Tamaño	-0,002	0,003	-0,000	0,003	0,002	0,007
Volatilidad	0,005***	0,006***	0,004**	0,009***	0,004**	0,008***
Comisiones de gestión y depósito	-0,003	0,007	0,001	0,007	-0,005	0,001
Comisión de suscripción	-0,019***	-0,011*	-0,019***	-0,013*	-0,018***	-0,011
Comisión de reembolso	0,003	0,005	0,002	0,005	0,002	0,004

1 Suscripciones a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación-bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación-bajo-medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

La persistencia en los flujos de suscripciones es también relevante cuando se tiene en cuenta la negociación a corto plazo. La relación entre las suscripciones y la volatilidad se mantiene positiva. Sin embargo, la sensibilidad con relación a las comisiones es diferente. En este caso, las comisiones relevantes para los inversores son las de gestión y depósito. Los inversores invertirían menos en fondos con comisiones

de gestión más elevadas, que en lugar de mostrarse como una señal de una gestión superior, podrían ser asociadas con rentabilidades futuras no superiores a la media.

**Suscripciones<sup>1</sup> (con persistencia y negociación a corto plazo)**

CUADRO 6

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Suscripciones retardadas	0,130***	0,089***	0,126***	0,091***	0,128***	0,090***
Reembolsos contemporáneos	0,749***	0,788***	0,764***	0,791***	0,758***	0,779***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	0,233***	0,305***	0,179***	0,259**	0,135**	0,142**
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	0,006	0,134*	0,065**	0,089***	-0,042	-0,026
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,215**	0,168	0,231***	0,225***	0,159***	0,166***
Tamaño	0,001	0,007	0,002	0,006	0,004	0,012
Volatilidad	0,005***	0,003**	0,003***	0,004***	0,004***	0,005***
Comisiones de gestión y depósito	-0,015***	-0,008*	-0,010**	-0,008**	-0,017***	-0,015***
Comisión de suscripción	-0,001	0,002	0,000	0,002	0,001	0,003
Comisión de reembolso	-0,001	0,001	-0,001	0,001	-0,001	0,000

1 Suscripciones a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación-bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación-bajo-medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

#### 4.4 El efecto del poder de mercado de las gestoras

Algunos autores han destacado el efecto de los costes de participación de los inversores sobre la relación entre los flujos de inversión y el rendimiento de los fondos<sup>17</sup>. Estos autores argumentaban que los inversores exhibían dos tipos de costes de participación a la hora de invertir en el mercado de los fondos de inversión. El primero de ellos estaría relacionado con el coste de conseguir y evaluar la información relativa a las características de los fondos en los que podrían tener interés. El otro tipo de coste estaría asociado a los costes de transacción a los que se enfrentan los inversores cuando deciden suscribir o reembolsar las participaciones de un fondo. En este análisis, estos últimos costes ya fueron incorporados en el modelo utilizado.

17 Véase, por ejemplo, Huang et al. (*op. cit.*).

En cuanto a los costes de búsqueda, diversos autores trataron de mostrar si una reducción en los costes de búsqueda de los inversores se traduciría realmente en un incremento de la sensibilidad de los flujos de inversión con respecto al rendimiento pasado de los fondos. Al no ser los costes informativos en que incurren los inversores directamente observables, estos estudios utilizaron como *proxies* algunas características de los fondos o de sus gestoras que están relacionadas con la visibilidad de los fondos (los gastos en publicidad, el tamaño de la gestora del fondo o el número de fondos que ofrece la gestora...). Bajo estas hipótesis, los fondos con menores costes de participación deberían mostrar una mayor sensibilidad de sus flujos con respecto al rendimiento, especialmente en el segmento de los rendimientos medios. Los resultados de estos artículos no son concluyentes. Algunos de los artículos no encuentran ninguna diferencia entre los fondos con menores y mayores costes de participación, mientras que otros encuentran que los flujos de inversión de los fondos con menores costes de participación son más sensibles a los resultados medios y superiores.

En este artículo, el efecto de la visibilidad se ha introducido por medio de varias *proxies*, como las comisiones cargadas por los fondos, la cuota de mercado de la gestora y la variedad de vocaciones o de fondos ofrecidos por la gestora del fondo. Debido a la similitud de los resultados, solo se muestran aquellos obtenidos cuando se ha considerado la cuota de mercado de las gestoras como *proxy* para la visibilidad de los fondos.

El cuadro 7 muestra los resultados para el análisis de los reembolsos (las conclusiones para el análisis de las suscripciones son similares). Como se puede observar en el cuadro, el efecto de la visibilidad parece ser significativo para el grupo de fondos con peores resultados. Este resultado contrasta con resultados teóricos que señalan que los fondos donde más debería aumentar la sensibilidad al rendimiento a medida que su visibilidad se incrementa son los fondos con rendimientos medios. Además, el cambio en la sensibilidad de los inversores al resultado de los fondos más visibles no se corresponde con el esperado. Los inversores deberían invertir con más intensidad en los fondos más visibles debido a sus menores costes de transacción.

De acuerdo con la evidencia mostrada, en el grupo de fondos con peor rendimiento, los reembolsos efectuados en fondos con mayor visibilidad (generalmente los que pertenecen a gestoras con mayores cuotas de mercado) son menos intensos que los reembolsos del resto de fondos. De forma similar, las suscripciones de los fondos más visibles son menos intensas que las del resto de los fondos. Esto podría interpretarse como un indicio de que el castigo de los inversores a los fondos con mal rendimiento (mayores reembolsos y menores suscripciones) es menor para los fondos más visibles. Este resultado, en principio contraintuitivo, podría ser explicado en términos del poder de mercado. En Cambón y Losada (2012)<sup>18</sup> se muestra evidencia empírica de cómo las gestoras ejercen un cierto poder de mercado sobre los inversores de fondos, en especial las gestoras con mayor cuota de mercado. A través de su poder de mercado, las grandes gestoras podrían colocar una parte sustancial de sus peores fondos a inversores minoristas que, en general, tienen menos recursos para conocer si el fondo en el que han invertido o quieren invertir es idóneo para ellos y, por tanto, se muestran menos sensibles al rendimiento pasado de los fondos.

---

18 Véase Cambón y Losada (*op. cit.*).

**Efecto de la visibilidad sobre los reembolsos<sup>1</sup> (con persistencia y negociación a corto plazo)**

CUADRO 7

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	-0,170***	-0,276***	-0,192***	-0,283***	-0,118**	-0,107*
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	0,018	-0,118***	-0,032	-0,031	0,011	-0,031
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,011	0,016	-0,083*	-0,123**	0,007	0,004
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup> * cuota de mercado <sup>7</sup>	0,089***	0,078	0,095***	0,067	0,134***	0,110*
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup> * cuota de mercado <sup>7</sup>	0,008	0,022	-0,011	0,021	-0,063*	0,005
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup> * cuota de mercado <sup>7</sup>	0,084*	0,059**	0,035	0,030	0,065	0,057

1 Reembolsos a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como min(clasificación, 0,33), el tercil de rendimiento medio se define como min(0,33, clasificación-bajo) y el tercil de rendimiento alto se define como clasificación-bajo-medio.

7 La cuota de mercado es una variable *dummy* que toma el valor de uno cuando la cuota de mercado de la gestora es mayor que la media y de cero en caso contrario.

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

## 5 Análisis de los mercados minorista y mayorista

### 5.1 Suscripciones netas. Mercados minorista y mayorista

El hecho de que *a priori* las características del inversor minorista y del mayorista sean diferentes justifica el análisis de la sensibilidad de los flujos de inversión al rendimiento de los fondos para cada tipo de inversor. Con este análisis se podrá comprobar si efectivamente los determinantes de cada tipo de inversor a la hora de invertir y su contribución al mercado de los fondos de renta variable son distintos.

Como se muestra en los cuadros 8 y 9, el análisis pone de manifiesto una persistencia notable en el comportamiento de las suscripciones netas en ambos mercados, si bien, esta es mayor en el mercado minorista, donde el 21-22% de las suscripciones netas registradas en un año se repiten durante el año siguiente. Este porcentaje se sitúa entre el 16% y el 18% en el mercado mayorista. El mayor nivel de persistencia identificado en el mercado minorista podría estar reflejando una mayor incidencia en este

mercado del sesgo conocido en la literatura como sesgo de *statu quo*<sup>19</sup>. Este sesgo refleja cómo a los inversores les resulta más cómodo invertir en fondos que ya conocen, lo que da lugar a la adopción de decisiones financieras que pueden ser subóptimas.

### Suscripciones netas<sup>1</sup>. Mercado minorista

CUADRO 8

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Término independiente	-0,256***	-0,419***	-0,236***	-0,387***	-0,090	-0,447***
Suscripciones netas retardadas	0,215***	0,212***	0,212***	0,211***	0,218***	0,214***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	0,344***	0,375***	0,294***	0,351***	0,145*	0,122
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	-0,038	0,191*	0,074*	0,113	-0,041	0,050
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,184***	0,183	0,248***	0,248**	0,095	0,099
Tamaño	0,003	0,010*	0,003	0,009*	0,007**	0,017**
Volatilidad	0,004***	0,001	0,002*	0,001	0,004***	0,003
Comisiones de gestión y depósito	-0,004	0,003	-0,0009	0,0006	-0,003	-0,002
Comisión de suscripción	0,006	0,020***	0,008**	0,017**	0,006	0,016***
Comisión de reembolso	0,002	0,004	0,001	0,004	0,001	0,002

1 Suscripciones en el fondo menos reembolsos a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación-bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación-bajo-medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

Con relación a la sensibilidad con respecto al rendimiento de los fondos en el mercado minorista, cabe señalar que este tipo de inversores muestra una sensibilidad positiva con respecto a los fondos de peor y mejor rendimiento<sup>20</sup>. En el tramo intermedio, como es de esperar, los inversores no muestran ninguna reacción, probablemente como consecuencia de los costes de participación a los que se enfrentan.

Entre los resultados asociados al resto de las variables de control solo resulta significativo el coeficiente asociado a la comisión de suscripción, con signo positivo. Es posible que los inversores interpreten la existencia de este tipo de comisiones como una señal de mayor habilidad por parte del equipo gestor y, por tanto, de un mayor rendimiento esperado para el fondo.

19 Este resultado aparece de modo recurrente en esta literatura. Véase, por ejemplo, Cashman et al. (*op. cit.*).

20 Estos resultados están en línea con los que aparecen en artículos previos de esta literatura. Véase, por ejemplo, Jank y Wedow (*op. cit.*).

	Rendimiento bruto		Ratio de Sharpe <sup>2</sup>		Modelo factorial <sup>3</sup>	
	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>	MCO <sup>4</sup>	Fama-MacBeth <sup>5</sup>
Término independiente	0,042	-0,094	0,040	-0,077	-0,067	-0,106
Suscripciones netas retardadas	0,188***	0,179***	0,190***	0,169***	0,189***	0,165***
Tercil rendimiento bajo <sup>6</sup>	0,068	0,144***	0,0577	0,174**	0,117***	0,129***
Tercil rendimiento medio <sup>6</sup>	0,025	0,101	0,004	0,029	-0,054	-0,016
Tercil rendimiento alto <sup>6</sup>	0,112	0,129*	0,164***	0,169**	0,137***	0,142***
Tamaño	-0,0005	0,00005	-0,0006	-0,001	0,001	0,002
Volatilidad	0,002***	0,0008	0,002**	0,002	0,002**	0,002*
Comisiones de gestión y depósito	0,003	-0,003	0,005	-0,004	0,001	-0,010
Comisión de suscripción	0,003	-0,009	0,002	-0,013	0,004	-0,011
Comisión de reembolso	0,003	0,002	0,003	0,002	0,002	0,002

1 Suscripciones en el fondo menos reembolsos a lo largo del año dividido por el tamaño del fondo al inicio del año.

2 La ratio de Sharpe anual se calcula restando la rentabilidad del activo sin riesgo al rendimiento bruto del fondo y dividiendo el resultado por la volatilidad del fondo.

3 La medida del rendimiento se ha calculado como la diferencia entre el rendimiento del fondo y el rendimiento que predice el modelo de cuatro factores de Fama-French-Carhart.

4 MCO con errores estándar agrupados por año.

5 Estimación mediante el procedimiento de Fama-MacBeth con errores estándar robustos a correlación serial.

6 El tercil de rendimiento bajo se define como  $\min(\text{clasificación}, 0,33)$ , el tercil de rendimiento medio se define como  $\min(0,33, \text{clasificación-bajo})$  y el tercil de rendimiento alto se define como  $\text{clasificación-bajo-medio}$ .

\*\*\* Significativo al 1%.

\*\* Significativo al 5%.

\* Significativo al 10%.

Como se desprende del cuadro 9, en el mercado mayorista los inversores también muestran sensibilidad al rendimiento con respecto a los fondos que presentan tanto buenos como malos resultados. No obstante, las sensibilidades halladas son claramente menores a las encontradas para los inversores del mercado minorista. Además, los inversores mayoristas tampoco muestran sensibilidad con respecto a los fondos con resultados medios, lo que podría indicar que estos inversores también incurren en costes de participación cuando invierten en fondos de renta variable. Con respecto a las otras variables de control, solo aparece como significativa y de signo positivo la variable que recoge la volatilidad de los fondos, lo que apunta al mayor apetito por el riesgo de los inversores mayoristas.

## 5.2 Reembolsos. Mercados minorista y mayorista

En el análisis de los reembolsos, se ha supuesto para el caso de los inversores minoristas que la presencia de la negociación a corto plazo con fondos de inversión no es significativa. En cambio, sí se ha considerado la negociación a corto plazo como una variable relevante en el caso de los inversores mayoristas. Aunque es difícil establecer *a priori* cuál es el comportamiento de cada uno de los dos segmentos de inverso-

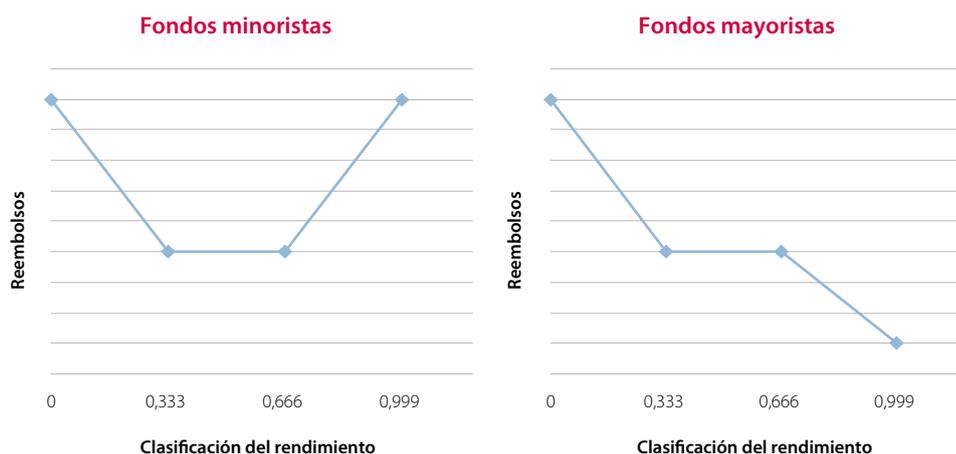
res, sí se puede considerar la negociación de fondos a corto plazo como una estrategia de inversión compleja, muy alejada de los conocimientos y experiencia al alcance de la mayoría de los inversores minoristas.

Como se puede apreciar en el gráfico 2, que recoge una representación de los resultados de las regresiones del modelo estimado para el caso de los fondos de los mercados minoristas y mayoristas, la relación entre los reembolsos y el rendimiento pasado presenta, para los inversores minoristas, una forma de U. Los inversores de los peores fondos penalizan estos fondos incrementando sus reembolsos y, al mismo tiempo, los inversores de los mejores fondos también deshacen sus posiciones en estos fondos con más intensidad.

Del análisis de este mercado se han derivado también otros dos resultados importantes. El primero es que existe una proporción elevada de los reembolsos que se producen anualmente que no pueden ser explicados ni por las características del fondo, ni por la persistencia que presentan los flujos de reembolso. El segundo resultado es que las decisiones de reembolso por parte de los inversores minoristas están influenciadas por las comisiones que cargan los fondos. En este segmento, los fondos con comisiones de gestión y depósito más altas registrarán menos reembolsos. De alguna manera, estos dos resultados podrían apuntar nuevamente a la existencia de un cierto poder de mercado que las gestoras ejercen sobre este tipo de clientes, especialmente aquellas que cargan comisiones más altas. Cuando las gestoras pertenecen a conglomerados financieros, el primer resultado se podría interpretar como un signo de la habilidad de estas sociedades para que los inversores minoristas cambien sus inversiones de los fondos de renta variable a otro activo vinculado con el conglomerado financiero. El segundo resultado podría reflejar la habilidad de las gestoras para reducir los reembolsos de los inversores minoristas que pudieran pensar en trasladar su inversión a otro activo no vinculado al conglomerado de la gestora.

**Relación entre los reembolsos y el rendimiento<sup>1</sup>**

GRÁFICO 2



<sup>1</sup> Representaciones de la relación entre los reembolsos y el rendimiento basadas en los resultados del modelo presentado en la sección 4 para los mercados de fondos minoristas y mayoristas.

Como se observa en el gráfico 2, en el mercado mayorista se identifica una relación negativa y significativa entre los reembolsos y el rendimiento para los fondos que obtienen buenos y malos resultados. Además de los resultados del fondo, las varia-

bles clave que determinan el flujo de reembolsos son la persistencia de dichos flujos —que se estima entre el 14% y el 22%— y la negociación a corto plazo, pues cerca del 60% de los reembolsos en un año pueden explicarse en el modelo estimado por las suscripciones producidas durante ese mismo año.

Si se comparan los resultados de ambos mercados, se puede observar que la persistencia en los reembolsos es una variable clave para entender los determinantes de los reembolsos de los dos tipos de inversores. Otra similitud entre ambos mercados radica en la identificación de una relación negativa y significativa entre los reembolsos y el rendimiento para los fondos peores, si bien esta es más intensa en el mercado minorista.

También existen diferencias entre ambos mercados, en especial en relación con los fondos que obtienen buenos resultados. Los inversores minoristas prefieren retirar parte de su inversión, mientras que los inversores mayoristas prefieren prorrogar su inversión (véase gráfico 2). Esta diferencia podría reflejar que los inversores minoristas tienen mayores restricciones financieras y optan por retirar parte de sus ganancias de sus fondos. Otro resultado que refleja la diferencia entre ambos tipos de inversores reside en el hecho de que los inversores minoristas son más aversos al riesgo que los mayoristas. Finalmente, los resultados apuntarían a que los inversores minoristas están más expuestos al poder de mercado que ejercen las grandes gestoras de fondos, como así lo reflejan los resultados sobre las variables: tamaño, comisiones y términos independientes.

### 5.3 Suscripciones. Mercados minorista y mayorista

En el análisis de los flujos de suscripción, al igual que con los flujos de reembolso, se ha supuesto que la negociación a corto plazo con fondos de inversión no es relevante para los inversores minoristas, pero sí para los mayoristas.

Como se puede apreciar en el gráfico 3, se ha identificado una estrecha relación entre las suscripciones y los resultados para los fondos que obtienen los mejores y los peores resultados en el mercado minorista, más intensa para los primeros. En el caso de los fondos con resultados medios, no se observa relación entre las suscripciones y el rendimiento pasado de los fondos. También se identifica un grado notable de persistencia en el mercado minorista: los fondos reciben un volumen de entre el 22,6% y el 35,3% de las suscripciones realizadas el año anterior.

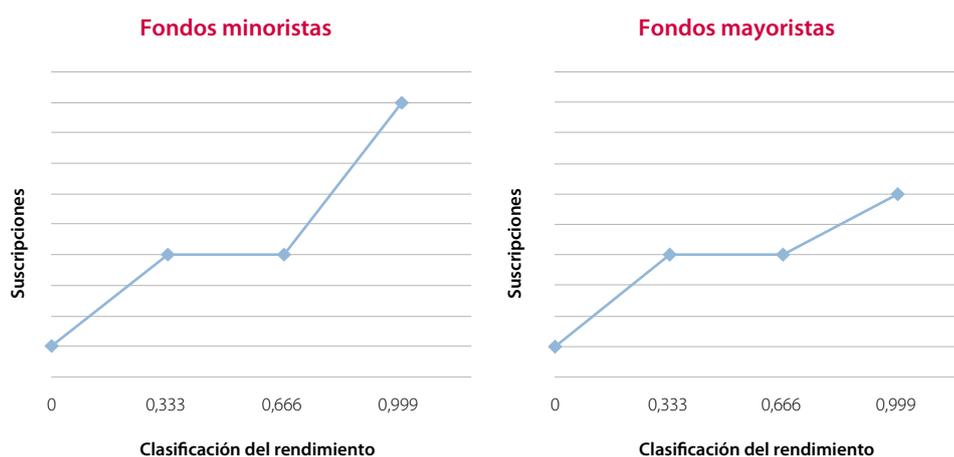
Otros resultados adicionales están relacionados con la volatilidad y con las comisiones del fondo. Del primero se deduce que los inversores minoristas que invierten en fondos de renta variable prefieren los que tienen mayor volatilidad. Este resultado, que resulta llamativo a la luz del perfil medio de los inversores minoristas, mayoritariamente aversos al riesgo, podría explicarse bien porque su decisión de invertir en fondos de riesgo alto está condicionada por el consejo de terceros (normalmente asesores de una entidad de crédito), bien porque los inversores minoristas que invierten en este tipo de fondos son los que presentan el perfil más arriesgado. El segundo resultado apunta a que los fondos con comisiones de suscripción altas registran menores suscripciones. En este caso, los inversores minoristas podrían considerar este tipo de comisiones como una barrera a la inversión en estos fondos.

Cuando se analiza el mercado mayorista, también se puede observar una fuerte relación entre los flujos de suscripciones y los resultados de los fondos cuando estos son buenos o malos. Al igual que en el mercado minorista, la persistencia es una variable clave para conocer los determinantes de los flujos de suscripción. En este mercado, entre el 9,8% y el 11,7% de las suscripciones realizadas en un año se repiten en el año siguiente. Además, la evidencia sugiere de forma robusta que los inversores mayoristas que deciden participar en este mercado no presentan aversión al riesgo.

Cuando se realiza una comparación entre ambos mercados, se encuentran dos diferencias relevantes. La sensibilidad con respecto al rendimiento de los fondos mejores y peores es mucho más intensa en el mercado minorista. Además las respuestas a los resultados mejores y peores son asimétricas en el mercado minorista, mientras que en el mercado mayorista se pueden considerar simétricas. Este resultado está en línea con los obtenidos en esta literatura para el mercado de fondos de renta variable de EEUU<sup>21</sup>. Estos autores argumentan que los fondos más visibles que obtienen buenos resultados pueden ser más fácilmente observados por los inversores minoristas, quienes compran estos fondos más intensamente.

### Relación entre las suscripciones y el rendimiento<sup>1</sup>

GRÁFICO 3



1 Representaciones de la relación entre las suscripciones y el rendimiento basadas en los resultados del modelo presentado en la sección 4 para los mercados de fondos minoristas y mayoristas.

### 5.4 El efecto del poder de mercado de las gestoras. Mercados minorista y mayorista

Con el objetivo de evaluar el efecto del poder de mercado de las gestoras sobre los flujos de suscripción y reembolso de los inversores minoristas y mayoristas, se ha analizado la interacción entre dichos flujos y la cuota de mercado de las gestoras a las que pertenecen los fondos. En estos análisis se han utilizado los mismos supuestos que en los análisis de los determinantes de los flujos de inversión para el mercado total de fondos. Así, se ha supuesto que la negociación a corto plazo era un factor determinante en el mercado mayorista, pero no en el mercado minorista.

21 Véase Sirri y Tufano (*op. cit.*).

De los resultados del análisis de los reembolsos del mercado minorista se deduce que las gestoras con cuotas de mercado elevadas ejercen un cierto poder de mercado sobre esta clientela. Esto se debe a que la relación entre los reembolsos y el rendimiento se vuelve menos intensa para los fondos con peores resultados que pertenecen a gestoras con cuotas de mercado superiores a la media. Este resultado pondría de manifiesto el hecho de que los inversores minoristas sufren unos costes de participación más elevados.

Con respecto a los resultados del análisis de los reembolsos en el mercado mayorista, se observa que los fondos con rendimiento peor sufren más reembolsos que los de sus rivales. Por otra parte, los inversores de los fondos con mejor rendimiento retiran cantidades mayores de su inversión cuando los fondos pertenecen a gestoras con una cuota de mercado alta, por lo que estas gestoras se verían en cierta manera penalizadas por los inversores mayoristas.

Cuando el análisis se refiere a las suscripciones, en el mercado minorista se registran mayores suscripciones en los fondos con buen rendimiento cuando estos pertenecen a gestoras con cuotas de mercado altas. Una explicación para este resultado podría estar relacionada con el hecho de que estas gestoras se encargan de la gestión de la mayoría de fondos con más visibilidad. Otro resultado importante de este mercado es que, al igual que para los reembolsos, la sensibilidad a los rendimientos de los fondos peores es menor para los fondos de las gestoras con una cuota de mercado elevada, a pesar de la mayor visibilidad de estos fondos. Este resultado es otro indicio de que los inversores de estas gestoras sufren unos mayores costes de participación.

Por último, en el mercado mayorista se encuentra evidencia de que los fondos con rendimientos altos que pertenecen a gestoras con una cuota de mercado superior registran menores compras. Este resultado está en consonancia con los resultados obtenidos en artículos previos, donde se ponía de manifiesto que los inversores mayoristas prefieren realizar sus inversiones en fondos con poca visibilidad<sup>22</sup>.

Por tanto, la evidencia empírica sugiere que las gestoras de fondos con cuotas de mercado elevadas muestran un cierto grado de poder de mercado en el mercado minorista que no se observa en el mercado mayorista. En este último, los fondos de las gestoras de mayor tamaño registran mayores reembolsos en los fondos con peores rendimientos y menores suscripciones en los fondos con buenos rendimientos.

## 6 Conclusiones

La posible relación entre los flujos de inversión y el rendimiento pasado de los fondos de inversión ha sido ampliamente analizada en la literatura financiera. La mayoría de los artículos sugiere algún tipo de asimetría en esta relación. En este artículo se ha evaluado la sensibilidad de los flujos de inversión (netos y brutos) al rendimiento en el segmento de fondos de renta variable españoles en el periodo 1995-2011. Se ha identificado una relación no lineal entre ambas variables, que contrasta

---

22 Véase Dumitrescu y Gil-Bazo (*op. cit.*).

con los resultados encontrados en artículos previos, donde no se detectaba ninguna reacción por parte de los inversores a los fondos que presentaban malos resultados. Estos artículos justificaban esta falta de respuesta por medio de diversas características de los inversores o de los mercados financieros como, por ejemplo, la existencia de costes de participación para los inversores y su heterogeneidad, así como su aversión a la materialización definitiva de pérdidas. En el mercado español, en cambio, los inversores premian los fondos con buenos resultados aumentando sus suscripciones netas y también penalizan los fondos con peores resultados mediante menores suscripciones netas. Al igual que en los otros artículos de esta literatura, no se ha encontrado ningún tipo de sensibilidad entre las suscripciones netas y el rendimiento para los fondos con resultados medios.

En el análisis realizado sobre flujos brutos de inversión, se ha tenido en cuenta la posible existencia de persistencia en los flujos, así como la presencia de negociación a corto plazo en estos mercados. Ambas características de estos mercados han sido documentadas en la literatura reciente. De los resultados sobre los reembolsos se deduce que los inversores penalizan los fondos que obtienen malos resultados aumentando las desinversiones en estos productos, pero no se observa que los inversores reaccionen a los fondos con rendimientos medios y buenos. Con relación a las suscripciones, el análisis empírico identifica una relación simétrica para los fondos que registran malos y buenos resultados.

También se ha realizado un análisis sobre la potencial influencia que los costes de participación a los que se enfrentan los inversores puede ejercer sobre la sensibilidad de estos al rendimiento. En teoría, los fondos con menores costes de participación para sus inversores deberían mostrar un mayor grado de sensibilidad a sus resultados. Sin embargo, en nuestro análisis empírico los resultados indican lo contrario: en los fondos con mayor visibilidad la sensibilidad al rendimiento es menor. Este resultado, en principio contraintuitivo, podría explicarse en términos de poder de mercado. En este mercado, las grandes gestoras podrían colocar una parte sustancial de sus fondos con peores rendimientos a inversores poco sofisticados que, en general, son menos sensibles a las características relevantes de los fondos, entre ellas su rendimiento pasado.

El análisis de la relación entre los flujos y el rendimiento para los mercados minoristas y mayoristas de fondos puso de manifiesto diversas semejanzas y diferencias de interés. Así, en ambos mercados se detectó una persistencia significativa en los flujos de inversión, algo mayor en el mercado minorista, y se encontró una respuesta simétrica de los flujos a los resultados de los fondos, también con una sensibilidad mayor en el mercado minorista.

Cuando se incorporó al análisis la posibilidad de que las gestoras pudieran ejercer un cierto grado de poder de mercado a través de sus cuotas de mercado, se pudo observar que la reducción del castigo a los fondos con peor rendimiento proviene del segmento minorista. En ese segmento, una gran proporción de los inversores presenta un nivel de educación financiera relativamente reducido y, en muchos casos, muestra un grado elevado de fidelidad a la gestora que le vendió el fondo (y, en general, a su grupo financiero). Por otra parte, la evidencia relacionada con el comportamiento inversor del segmento mayorista invita a pensar que este tipo de inversores prefiere invertir en fondos de gestoras pequeñas que, en general, tienen poca visibilidad.



### III Novedades regulatorias



# Informe final de IOSCO sobre principios para la regulación de los fondos de inversión cotizados (ETF): una reseña

Elías López Blanco (\*)

(\*) Elías López Blanco pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

En este artículo se resume y comenta el informe final de IOSCO sobre principios para la regulación de los fondos de inversión cotizados (*exchange traded funds*, ETF), publicado en junio de 2013<sup>1</sup>. Los ETF son instituciones de inversión colectiva (IIC) cuyas acciones o participaciones representativas pueden ser negociadas en un mercado secundario. Aunque estos vehículos de inversión representan todavía una pequeña parte de los activos gestionados por la industria de inversión colectiva a nivel global (1,9 billones de dólares estadounidenses, en torno al 7% del mercado global de fondos a principios de 2013, según el informe de IOSCO citado como referencia), su crecimiento durante los últimos años ha sido notable y han merecido una atención creciente por parte de los reguladores, debido tanto a cuestiones relacionadas con la protección del inversor como a su posible impacto en términos de riesgo sistémico.

Como se indica en el informe de IOSCO que aquí se comenta, la oferta de ETF ha evolucionado notablemente desde sus inicios. Los primeros ETF ofrecían simples estrategias de réplica de índices conocidos, integrados por un amplio número de componentes, que se basaban en la creación de una cartera similar a la composición del índice. Hoy en día, aunque el grueso de la oferta sigue centrándose en la réplica de un índice, se ofertan numerosas alternativas, entre las que se incluyen el uso de derivados OTC en la réplica del índice (ETF sintéticos), índices cada vez más específicos (incluso exclusivamente diseñados para el fondo), objetivos de réplica inversa, técnicas de apalancamiento y un amplio abanico de objetivos distintos a la réplica, a su vez con diversas variaciones estratégicas<sup>2</sup>.

La complejidad potencial de las estructuras y el hecho de que se facilita de modo notable la participación de los inversores minoristas a través de la cotización en el mercado secundario subyacen en la atención dedicada por los reguladores. Aunque los ETF son instituciones de inversión colectiva, algunas de sus características específicas no estaban, hasta hace poco, recogidas en la regulación en materia de IIC. A través del informe que se comenta, IOSCO establece una serie de estándares con la finalidad de que sirvan de referencia para la industria y los reguladores. Como suele ser habitual, los principios enunciados por IOSCO son, en su mayoría, muy generales, dejando en manos de los reguladores su implantación concreta. No obstante, IOSCO sugiere algunas alternativas para abordar su implantación, basándose

---

1 IOSCO, *Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds. Final Report*, junio de 2013. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf>

2 En relación con las características y riesgos asociados a los ETF, puede consultarse González Pueyo, J. y Aparicio Roqueiro, C. (2012). *Fondos cotizados: características y desarrollos recientes*. Documento de Trabajo de la CNMV n.º 55. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT55\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT55_web.pdf)

en gran medida en la experiencia de los reguladores que ya han abordado esta cuestión. En este sentido, cabe destacar que en diciembre de 2012 ESMA emitió unas directrices que afectan a las ETF reconocidas como UCITS y, en diversos asuntos compartidos, también al resto de las UCITS<sup>3</sup>.

El informe de IOSCO supone la culminación de un proceso iniciado en 2008 con un trabajo preliminar sobre la industria de los ETF, llevado a cabo por el comité de expertos de la organización en materia de gestión de inversiones. A este trabajo lo siguió, en 2010, un mandato del antiguo Comité Técnico de IOSCO al citado comité de expertos, para desarrollar un conjunto de principios destinados a reguladores, la industria y los inversores.

En cuanto a la organización del artículo, las distintas secciones revisan los principios enunciados y las sugerencias de IOSCO para su implantación, agrupándolos según su contenido. Así, en la sección segunda se revisan los Principios 1 y 2, destinados a facilitar la distinción de los ETF respecto a otros productos y entre ETF con distintas características. La sección tercera se centra en los Principios 3 y 4, cuyo objetivo es promover la transparencia respecto a la cartera de los ETF que replican índices. La sección cuarta se ocupa de los Principios 5 y 6, centrados en la transparencia respecto a los costes soportados por los ETF y el tratamiento de los ingresos originados por la actividad de préstamo de valores. La sección quinta se refiere al Principio 7, cuya finalidad es promover una mayor información a los inversores sobre la estrategia del fondo. En la sección sexta se comenta el Principio 8, centrado en los conflictos de interés potencialmente asociados a la vinculación a través de un grupo financiero de los gestores y determinados intermediarios que prestan servicios relevantes para el fondo. Finalmente, la sección séptima se ocupa del Principio 9, dedicado a la mitigación del riesgo de contraparte.

## 2 Distinción respecto a otros productos de inversión y entre ETF

Con la finalidad de que se ayude al inversor a distinguir las características de un ETF de las de otros productos de inversión cercanos y a clasificarlos atendiendo a su estrategia, el informe de IOSCO enuncia los dos principios siguientes:

- Principio 1: Los reguladores deberían promover la difusión de información que ayude a los inversores a diferenciar claramente los ETF de otros ETP.
- Principio 2: Los reguladores deberían tratar de asegurar una diferenciación clara entre los ETF y otras IIC, así como una difusión de información apropiada para los ETF, tanto para los que se basan en índices como para los que no lo hacen.

Los ETF forman parte de una amplia familia de vehículos de inversión cuyas acciones o participaciones pueden negociarse a través de un mercado secundario. Dentro de esta familia –conocida por las siglas ETP (*exchange traded products*)– se encuen-

---

3 ESMA, *Guidelines on ETFs and other UCITS issues*, diciembre de 2012. Disponible en [http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-832en\\_guidelines\\_on\\_etfs\\_and\\_other\\_ucits\\_issues.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-832en_guidelines_on_etfs_and_other_ucits_issues.pdf)

tran vehículos que invierten en índices o activos muy diversos. De ahí que el Principio 1 de IOSCO abogue por proporcionar al inversor información que le permita distinguir los ETF de otros ETP, tanto en lo que se refiere a las características del producto como a su tratamiento regulatorio. El informe de IOSCO subraya especialmente la necesidad de que los reguladores se aseguren de que el proveedor de ETF informa adecuadamente a los inversores de los requisitos relativos a diversificación, liquidez y gestión de riesgos previstos en la regulación.

Asimismo, el informe sugiere que los reguladores adopten un esquema de clasificación en relación con este tipo de vehículos y que el proveedor distinga los ETF de otros vehículos mediante el uso de un identificador que acompañe su denominación. Así lo hace, por ejemplo, la Unión Europea, a través de las directrices de ESMA señaladas anteriormente. En concreto, estas directrices contemplan el uso del identificador UCITS ETF para distinguir los ETF que revisten esta condición de los que no se consideran UCITS.

En cuanto al Principio 2, su propósito es resaltar similitudes o diferencias respecto a otras IIC que resulten relevantes para el inversor. En particular, el informe de IOSCO destaca explícitamente la conveniencia de que se informe claramente a los inversores minoristas sobre si estos pueden o no solicitar directamente de un vehículo suscripciones o reembolsos de participaciones o acciones emitidas por este, como ocurre con el resto de las IIC, o si solo pueden hacerlo a través del mercado secundario. Lo usual es que los inversores minoristas deban recurrir a la segunda vía, pero los reguladores pueden requerir que los vehículos atiendan directamente a estos inversores en circunstancias excepcionales, por ejemplo, en situaciones de estrés del mercado secundario, cuando se produzca una interrupción de una cierta duración de la negociación o cuando deje de operar un creador de mercado. Estas situaciones están explícitamente contempladas en las Directrices de ESMA. Finalmente, la implementación del Principio 2 de IOSCO debería también facilitar el reconocimiento por parte del inversor de la estrategia básica de un ETF, en particular si utiliza o no una estrategia de réplica de un índice o, con carácter más general, de vinculación a su rendimiento.

### 3 Información relativa a la cartera

Los principios contemplados en este apartado son los siguientes:

- Principio 3: Los reguladores deberían requerir una descripción apropiada de la manera en que un ETF basado en índices replicará el índice de referencia.
- Principio 4: Los reguladores deberían considerar la imposición de requisitos respecto a la transparencia de la cartera de un ETF y/u otras medidas apropiadas destinadas a proporcionar información adecuada respecto a: (i) cualquier índice referenciado y su composición, y (ii) el comportamiento de la operación de réplica.

Ambos principios están centrados en los ETF que vinculan su rendimiento al de un índice y están ya recogidos en las directrices de ESMA en vigor, donde se particularizan para las UCITS que siguen estrategias de réplica apalancadas y no apalancadas.

El Principio 3 preconiza la exigencia de información apropiada en el folleto, en los documentos distribuidos en la comercialización y en cualquier otro documento descriptivo del fondo, sobre el modo en que se efectuará la réplica del índice o su seguimiento y sobre los riesgos asociados a la metodología elegida. Esta recomendación de transparencia, que está plenamente recogida en las Directrices de ESMA, resulta perfectamente trasladable a las IIC que, coticen o no en un mercado secundario, vinculan su rendimiento al de un índice.

El Principio 4 contempla la imposición, a criterio del regulador, de requisitos concretos en relación con la información relativa a la composición de la cartera del ETF y, en su caso, a las características del índice vinculado y el desempeño de la operación de réplica. Se trata, por tanto, de recomendaciones sobre aspectos que pueden resultar relevantes para que los inversores realicen un seguimiento del fondo y evalúen su comportamiento.

IOSCO subraya que la implantación de requisitos de transparencia respecto a la composición de la cartera del fondo puede favorecer el establecimiento de mecanismos de arbitraje eficientes entre el valor de mercado de sus acciones o participaciones representativas y el valor de la cartera que representan. De acuerdo con el informe, una manera de favorecer el arbitraje es exigir que los ETF faciliten diariamente la identidad de los valores representativos de la cartera del fondo. De este modo, se facilita que los participantes en el mercado puedan aproximar durante la sesión de negociación en el mercado secundario el valor liquidativo del fondo y comparar esta estimación con el precio de mercado de las acciones o participaciones del fondo.

Una manera relativamente sencilla de estimar el valor liquidativo intradía consiste, por ejemplo, en añadir las variaciones del índice de referencia al último valor liquidativo oficial publicado por el fondo. De hecho, los principales mercados, entre ellos BME, ya suelen difundir a lo largo de la sesión un valor liquidativo indicativo estimado de esta forma, junto con el precio de mercado (o los precios ofrecidos por los creadores de mercado) de los valores emitidos por los fondos. La disponibilidad de información intradía del valor de mercado de la cartera del índice y la cotización de los valores del fondo facilitará, a través del arbitraje, el alineamiento de ambas valoraciones. No obstante, en caso de que se produzcan divergencias importantes entre ambos precios, los mercados pueden recurrir a los mecanismos típicos de estabilización de los mercados secundarios de renta variable. Así, por ejemplo, como ocurre en Euronext y BME, se puede suspender temporalmente la negociación, para reiniciarla posteriormente mediante una subasta de volatilidad.

IOSCO, a través del Principio 4, también recomienda a los reguladores que consideren la conveniencia de exigir algún tipo de normalización en la información relativa al resultado de las estrategias de réplica de un índice, con la finalidad de asegurar su consistencia y calidad. En última instancia, se trata de que el inversor esté en condiciones de evaluar los aspectos clave de las estrategias de réplica, entre los que destacan especialmente la diferencia en el rendimiento respecto al índice (*tracking difference*) y el error de seguimiento (*tracking error*), definido como la volatilidad de las diferencias en el rendimiento, medida por su desviación típica en un periodo determinado. En concreto, el informe sugiere que la información incluya los siguientes apartados: (i) información relativa a la composición, metodología de cálculo y ponderaciones aplicadas a los componentes del índice de refe-

rencia, con una frecuencia temporal apropiada; (ii) información sobre la evolución pasada de la diferencia de rendimientos en la réplica y del error de seguimiento; (iii) la descripción de la metodología para la estimación del error de seguimiento, junto con una descripción de la política del fondo para minimizar el error de seguimiento que especifique, entre otros aspectos, el nivel mínimo razonable que debería esperarse para dicho error; (iv) una descripción de los problemas que pueden afectar a la habilidad del fondo para replicar plenamente el comportamiento del índice referenciado.

## 4 Transparencia respecto a costes, gastos y compensaciones

En este apartado, IOSCO establece los dos principios siguientes:

- Principio 5: Los reguladores deberían promover la transparencia en materia de comisiones y gastos asociados a la inversión en ETF de modo que se permita a los inversores adoptar decisiones informadas sobre si desean invertir en un ETF y aceptar, en consecuencia, un nivel dado de costes.
- Principio 6: Los reguladores deberían promover requisitos de difusión que aumenten la transparencia de la información disponible respecto al préstamo de valores (por ejemplo, sobre los costes relacionados).

Como en cualquier otra IIC, los partícipes o accionistas de un ETF pueden estar sujetos a diversos tipos de costes directos e indirectos, como las comisiones percibidas por los gestores y los depositarios o los costes de transacción asociados a la operativa del fondo (gastos asociados a la compra y venta de activos y a otras operaciones). La estructura de costes del ETF puede variar notablemente con su estrategia. Así, por ejemplo, puede esperarse que determinadas estrategias de gestión activa generen mayores costes de transacción que otras, o que los ETF que replican índices de forma sintética, esto es, mediante derivados, incurran generalmente en costes de transacción menores que los ETF físicos, esto es, los que se basan en transacciones con los componentes del índice objetivo. Pero los partícipes y accionistas de los ETF soportan, además, otros costes que no están presentes en las IIC no cotizadas, debido a que generalmente deberán acudir al mercado para adquirir o vender sus participaciones o acciones. En particular, los inversores minoristas en ETF deberán hacer frente a los diferenciales de compraventa requeridos por los creadores de mercado y a posibles primas y descuentos en relación con el valor liquidativo del fondo que se reflejarán en el precio de mercado.

Respecto al modo de implementar el Principio 5, el informe de IOSCO señala que la información facilitada debería describir la estructura de costes (costes percibidos por gestores y depositarios y costes operativos, incluidos los asociados a la operativa mediante *swaps* y otros derivados) y permitir a los inversores evaluar el impacto de comisiones y gastos en el rendimiento del producto. IOSCO sugiere a los reguladores que consideren la conveniencia de establecer, además, requisitos de transparencia en materia de comisiones satisfechas por mediación, fiscalidad del fondo y tratamiento de los dividendos e intereses derivados de los activos del fondo.

El Principio 6 se centra en la transparencia de la actividad de préstamo de valores, una actividad que, en el caso de los ETF físicos, como en otras IIC de este tipo, puede comportar ingresos relevantes para el fondo. En este punto, el problema básico que se pretende paliar es que los inversores no dispongan de información suficiente sobre los ingresos generados por esta actividad y el modo en que se distribuyen entre el ETF y las otras partes que intervienen en el préstamo, como el gestor del fondo y las entidades financieras que custodian e invierten el colateral aportado por el prestatario hasta el momento en que deba ser devuelto<sup>4</sup>. Se trata, por tanto, de permitir que el inversor disponga de los elementos de información necesarios para evaluar la contribución del préstamo de valores al rendimiento del fondo y a los riesgos asociados. Asimismo, se pretende paliar un problema potencial de conflicto de intereses, dado que la manera en que se distribuyan los ingresos generados por la actividad podría condicionar las decisiones del gestor al respecto.

Entre las opciones contempladas para implementar el Principio 6, IOSCO señala la posibilidad de que se haga explícito el riesgo de conflicto de intereses. Así, por ejemplo, se señala que, en Estados Unidos, los consejos de administración de las IIC autogestionadas deben valorar explícitamente la inclusión de cláusulas de compensación por actividades de préstamo a la hora de aprobar contratos de asesoramiento. Asimismo, los consejos de administración deben aprobar las comisiones a satisfacer a los agentes de préstamo. Otra posible aproximación es requerir que el ETF informe sobre los rendimientos brutos generados por la actividad de préstamo, distinguiéndolos de otras fuentes de ingreso. Este enfoque está en línea con las directrices de ESMA en Europa. En este caso, el préstamo de valores es tratado en el contexto más amplio de las técnicas de gestión eficiente de cartera a las que se refieren el artículo 51 bis de la Directiva de UCITS y el artículo 11 de la Directiva de Activos Aptos<sup>5</sup>. ESMA señala que el prospecto debería detallar la política del fondo respecto a los costes y comisiones, directos e indirectos, asociados al uso de dichas técnicas que pueden ser deducidos de los ingresos obtenidos por el fondo. Estos costes y comisiones no deberían incluir ingresos ocultos. Asimismo, ESMA señala que las UCITS deberían informar sobre la identidad de las entidades a las que se satisfacen estos costes y comisiones, indicando además si se trata de partes relacionadas con el gestor o con el depositario.

## 5 Transparencia respecto a las estrategias

El Principio 7 se refiere a la calidad de la información suministrada a los inversores sobre la estrategia de los ETF y sus riesgos, especialmente cuando los fondos adoptan estrategias de notable complejidad. El principio se enuncia del siguiente modo:

- 
- 4 Por ejemplo, la entidad financiera que actúa como agente del préstamo podría recompensar al gestor del fondo haciéndole participe de una parte de sus ingresos por la operación.
  - 5 Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), y Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones.

- Principio 7: Los reguladores deberían alentar a todos los ETF, en particular a los que utilizan o tienen intención de utilizar estrategias de inversión más complejas, a evaluar la precisión y exhaustividad de la información que difunden, incluyendo si tal información se presenta de una forma comprensible y si aborda la naturaleza de los riesgos asociados con las estrategias del ETF.

IOSCO subraya la importancia de este principio en un contexto caracterizado por una complejidad creciente de las estrategias asumidas por los ETF. Aunque los ETF físicos, orientados hacia la réplica de índices de capitalización de amplio espectro dentro de la renta variable, tienen un peso predominante en el mercado, la oferta de ETF sintéticos ha crecido de modo significativo durante los últimos años. Además, se observa una mayor sofisticación en la selección de los índices de referencia, con frecuencia índices sectoriales o basados en bonos o *commodities*, junto a una utilización mayor de índices específicamente diseñados para esta industria. Por otra parte, las estrategias de réplica también se han hecho más complejas, con una mayor presencia de las estrategias apalancadas mediante derivados y de las estrategias de réplica inversa.

En cuanto al modo de implantar este principio, IOSCO sugiere varias líneas de acción. Así, por ejemplo, se indica que se podría requerir una adecuada información en los folletos y los documentos distribuidos por el ETF o sus promotores en la comercialización que reflejase la utilización de las estrategias complejas, especialmente la materializadas mediante operaciones con productos derivados o contratos de préstamo de valores. También se apunta que los reguladores podrían requerir que, en las actualizaciones de sus documentos informativos, los fondos revisasen sus estrategias de inversión y anticipasen a los inversores los cambios organizativos o de otro tipo previstos. Asimismo, se apunta la conveniencia de exigir que el ETF identifique a las contrapartes cuando el uso de derivados sea significativo, informe de la naturaleza y alcance del riesgo de contrapartida y dé cuenta de los acuerdos sobre colateral asumidos para reducir dicho riesgo. Todas estas sugerencias están en línea con las directrices de ESMA en relación con la utilización de instrumentos derivados financieros por parte de las UCITS.

## 6 Conflictos de intereses

El Principio 8 de IOSCO se refiere a los conflictos de intereses específicos que pueden emanar de la estructuración de un ETF. Su enunciado es el siguiente:

- Principio 8: Los reguladores deberían evaluar si la legislación de valores y la regulación aplicable a las bolsas dentro de su jurisdicción abordan de modo apropiado los conflictos de intereses potenciales suscitados por los ETF.

En su motivación de esta recomendación, IOSCO destaca como fuente básica de conflictos de intereses la afiliación a un mismo grupo financiero del gestor o promotor de la IIC y de determinadas entidades que desempeñan una función relevante para el fondo. Así, por ejemplo, en el caso de índices expresamente diseñados para su utilización por parte del fondo, puede generarse un riesgo en relación con la comunicación de información relevante no pública cuando la entidad que compila y

revisa el índice está vinculada al gestor o al promotor del fondo a través de un grupo financiero. Del mismo modo, pueden presentarse riesgos de conflicto de intereses en presencia de participantes autorizados (*authorised participants*, AP) vinculados al grupo financiero del gestor o el promotor, especialmente cuando el número total de AP es reducido. Como se ha indicado, los inversores minoristas no suelen poder acceder directamente a los ETF para efectuar suscripciones y reembolsos, debiendo operar en el mercado secundario. Los AP son los participantes del mercado autorizados a ejecutar directamente estas transacciones. Cuando el número de AP es reducido, aumenta el riesgo de que una parte sustancial de las operaciones del fondo se canalice a través del AP vinculado, lo que podría afectar negativamente al proceso de formación de precios. También existe el riesgo de que el AP vinculado presione sobre el ETF para que este retire la autorización a otros AP. Las vinculaciones por pertenencia a un mismo grupo financiero también pueden dar lugar a conflictos de intereses en relación con las contrapartes de los derivados OTC utilizados por los ETF sintéticos.

En relación con los conflictos de intereses potenciales suscitados por la utilización de un índice expresamente diseñado para ser utilizado como referencia de un ETF, el informe de IOSCO sugiere las siguientes medidas: (i) hacer públicas, con un calendario apropiado, todas las reglas relativas a la composición del índice, la inclusión de nuevos componentes y las ponderaciones aplicables; (ii) limitar la capacidad para modificar las reglas de compilación del índice y requerir que se informe anticipadamente de los cambios; (iii) establecer, donde resulte apropiado, cortafuegos (*firewalls*) entre el personal responsable de la elaboración, desarrollo y modificaciones de las reglas de compilación del índice y los responsables de la gestión de la cartera del fondo. Debe señalarse que las Directrices de ESMA contienen un amplio apartado de medidas centrado en la utilización de índices financieros como referencia por parte de las UCITS.

Respecto a los conflictos potenciales de intereses que pueden surgir en las operaciones con *swaps* y otros derivados OTC de los fondos sintéticos, IOSCO señala que los reguladores deberían considerar el establecimiento de requisitos que aminoren este riesgo en los acuerdos con contrapartes vinculadas, por ejemplo informando públicamente de ello o estableciendo que tales contratos solo se puedan celebrar si ambas partes están jerárquicamente separadas. Asimismo, IOSCO sugiere otras líneas de acción en relación con los conflictos de intereses asociados a intermediarios vinculados, como asegurar una mayor transparencia sobre las comisiones y otras condiciones de los servicios ofrecidos a los ETF o armonizar las reglas aplicables a los creadores de mercado en el mercado secundario.

## 7 Riesgos de contrapartida

En este apartado, IOSCO se refiere a la gestión de los riesgos de contrapartida en que pueden incurrir los ETF en las estrategias de réplica (asociados especialmente a la utilización de derivados) o con una finalidad de apalancamiento, y al préstamo de valores. Se trata, por tanto, de riesgos generalizables a otras IIC que utilicen este tipo de estrategias. En relación con estos riesgos, IOSCO efectúa la siguiente recomendación de carácter general:

- Principio 9: Los reguladores deberían considerar la imposición de requisitos para asegurarse de que los ETF abordan apropiadamente los riesgos suscitados por la exposición a contrapartes y la gestión de colateral.

El riesgo de contrapartida puede ser relevante tanto para los ETF sintéticos como para los físicos. En el primer caso, el riesgo surge esencialmente porque los derivados desempeñan un papel central en la estructura del fondo. Las estrategias de réplica mediante el uso de derivados OTC pueden reducir notablemente los costes de ajuste o reequilibrio de la cartera en comparación con los fondos físicos, pero generan riesgos de contrapartida que pueden llegar a ser importantes. En el segundo caso, el riesgo puede generarse tanto por el uso de derivados, por ejemplo, en estrategias apalancadas para incrementar el rendimiento, como por el préstamo de valores (véase la sección cuarta).

El informe de IOSCO subraya el papel central que debe desempeñar el tratamiento del colateral, a la hora de implementar el Principio 9, en la mitigación del riesgo de contrapartida soportado por los accionistas o partícipes de estos vehículos de inversión. De acuerdo con IOSCO, para que el colateral mitigue de forma efectiva el riesgo de contrapartida, los instrumentos financieros aceptados como tal deben ser suficientemente líquidos y tener una elevada calidad crediticia. Se señala, además, que deben valorarse de forma prudente, en concreto con una frecuencia diaria, de forma independiente y con aplicación de recortes (*haircuts*) y tasas de descuento adecuadas que tengan en cuenta la incertidumbre.

Cabe destacar que las Directrices de ESMA contemplan un amplio abanico de medidas destinadas a reforzar el papel del colateral en la mitigación del riesgo de contrapartida, entre ellas las siguientes: (i) que, además de efectivo, solo se acepten como colateral instrumentos financieros de elevada liquidez y cotizados en un mercado regulado o en un sistema multilateral de negociación; (ii) que se valore, como mínimo, diariamente, con aplicación de recortes en presencia de una alta volatilidad; (iii) que no sean instrumentos emitidos por la contraparte ni exhiban una elevada correlación con estos; (iv) que se diversifique por mercados, países y emisores, con limitación de la exposición máxima a un mismo emisor del 20% del patrimonio neto del fondo; (v) que sea exigible en cualquier momento y que no pueda venderse, reinvertirse ni rehipotecarse; (vi) que el efectivo se invierta sujeto a ciertas condiciones; y (vii) que se realicen *stress tests* cuando el colateral represente el 30% o más del patrimonio neto del fondo.

IOSCO sugiere a los reguladores que adopten medidas proporcionadas al riesgo de contraparte generado por las operaciones con derivados, en las que se tengan en cuenta la naturaleza, la amplitud y la escala de estas operaciones. Así, por ejemplo, debería tenerse en cuenta si la operativa se realiza con contratos negociados en un mercado organizado, que cuenta con una cámara de contrapartida central que mitiga el riesgo de contrapartida, como es habitual en la negociación de futuros, o si se realiza en mercados OTC. En el segundo caso, un elemento que habrá que tener en cuenta es el impacto de la nueva regulación que promueve la liquidación de estos instrumentos a través de una cámara de contrapartida central.

Los riesgos de contrapartida suscitados por el préstamo de valores no constituyen un problema exclusivo de los ETF, ni siquiera de las IIC, como se pone de manifies-

to, por ejemplo, en las iniciativas recientes del Financial Stability Board para promover el seguimiento y la regulación de las actividades de la denominada «banca en la sombra» (*shadow banking*)<sup>6</sup>. IOSCO sugiere algunas líneas de acción en relación con los ETF para mitigar este riesgo. Así, por ejemplo, apunta a la posibilidad de que los reguladores establezcan límites. Esto ocurre ya en Estados Unidos, donde el préstamo de valores está limitado, como máximo, al 33% del patrimonio del ETF sin contar el colateral o al 50% teniéndolo en cuenta. Además, podría considerarse la exigencia de una colateralización plena o, incluso, de una sobrecolateralización (garantías por encima del 100%) de los préstamos. Otras posibles medidas a considerar por los reguladores son el establecimiento de requisitos de transparencia respecto a las políticas de gestión de los riesgos derivados de esta actividad y la publicación periódica de las mayores contrapartidas, del importe de los préstamos en vigor y del montante y composición del colateral asociado.

---

6 Véase la nota de prensa del Financial Stability Board. Disponible en [http://www.financialstabilityboard.org/press/pr\\_130829a.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_130829a.pdf)

## **IV Anexo legislativo**



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

## Normativa nacional

- **Circular 3/2013, de 12 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros.

Esta circular tiene por objeto desarrollar el contenido de las obligaciones de información incorporadas en el artículo 79 bis de la LMV mediante la modificación introducida por la disposición final tercera de la Ley 9/2012 de reestructuración y resolución de entidades de crédito, en lo que se refiere a la evaluación de la idoneidad y conveniencia que deben practicar las entidades cuando ofrecen productos y servicios, o bien cuando los inversores directamente los adquieren, así como en lo que se refiere al registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados.

Respecto a la obligación de evaluación de la idoneidad de los clientes en el caso de que las entidades presten un servicio de asesoramiento, estas deben proporcionar a sus clientes, por escrito o en otro soporte duradero, una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a sus características y objetivos de inversión. Para ello, la circular obliga a que las entidades acrediten el cumplimiento de esta obligación, admitiendo como válida una copia firmada por el cliente del documento entregado en el que deberá figurar la fecha de la entrega, bien a través del registro de la comunicación por medios electrónicos, bien por cualquier otro medio que resulte fehaciente.

Cuando las entidades presten un servicio de inversión distinto del de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de cartera, pero estén obligadas a evaluar la conveniencia, también deben entregar al cliente un documento con la evaluación realizada. Esta circular detalla el contenido de las expresiones manuscritas que deben firmar los clientes en los siguientes supuestos: (i) en caso de falta de información para evaluar la conveniencia; (ii) en caso de un producto o servicio evaluado como no conveniente; (iii) en caso de operaciones ordenadas por el cliente pero sin asesoramiento previo. Aunque las entidades están obligadas a recabar de sus clientes estas expresiones manuscritas a los dos meses desde la entrada en vigor de la circular, las advertencias concretas que desarrolla esta norma no serán exigibles hasta pasados tres meses.

Igualmente, esta circular detalla los requisitos que deben reunir los registros que las entidades deben mantener de los clientes evaluados y productos no adecuados, los cuales deberán estar operativos a los tres meses de la entrada en vigor de la circular e integrados en el registro de clientes a que hace referencia la Resolución de 7 de octubre de 2009 de la CNMV. En ellos deberá quedar constancia para cada cliente de la fecha a partir de la cual la entidad valoró negativamente la conveniencia de un producto.

Finalmente, se detalla el cumplimiento de estas obligaciones de información cuando se presten los servicios por vía electrónica o telefónica.

- **Circular 4/2013, de 12 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece 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.

La Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, en su disposición final quinta, apartado 3, introdujo el artículo 61 ter de la LMV por el que se obliga a las sociedades cotizadas a presentar un informe anual sobre las remuneraciones (IAR) de sus consejeros y altos directivos. Igualmente, este artículo exige a las cajas de ahorros que elaboren un informe anual sobre las remuneraciones de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control.

En desarrollo de esta obligación se dictó la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, en la que se habilitaba a la CNMV a detallar el contenido y estructura de los informes de remuneraciones mediante modelos o impresos que las entidades afectadas deberán hacer públicos.

De esta manera, en cumplimiento de esta habilitación, la CNMV desarrolla en esta circular el modelo de IAR de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas en el Anexo I, y el modelo de IAR 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 en el Anexo II. Dichos informes deberán ser objeto de votación en las juntas generales ordinarias de accionistas o asambleas generales ordinarias que se celebren a partir del 1 de enero de 2014 y publicados como hechos relevantes.

- **Circular 5/2013, de 12 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo (IAGC), del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, que desarrolla los requisitos exigidos en el artículo 61 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y en el artículo 3 (apartado 23) del Real Decreto-ley 11/2010, de 9 de julio, de órganos de gobierno y otros aspectos del régimen jurídico de las cajas de ahorros, habilitaba a la CNMV a detallar el contenido y estructura de los informes de gobierno corporativo mediante modelos o impresos que las entidades afectadas deberán hacer públicos.

De esta manera, en cumplimiento de esta habilitación, la CNMV desarrolla en esta circular los siguientes modelos:

- (i) Anexo I: Modelo de IAGC de las sociedades anónimas cotizadas. Las sociedades que no cumplan determinadas recomendaciones del Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas no estarán obligadas a cumplimentar ciertos apartados del anexo, sin perjuicio de que tengan que aclarar por qué no las siguen o las siguen parcialmente (en el Capítulo G).
- (ii) Anexo II: Modelo de IAGC de otras entidades –distintas a las cajas de ahorros– que emitan valores que se negocien en mercados oficiales.
- (iii) Anexo III: Modelo de IAGC de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Las cajas de ahorros que no emitan cuotas participativas que se negocien en mercados oficiales de valores no están obligadas a cumplimentar determinados apartados del anexo.

Estos modelos serán exigibles a los informes anuales de gobierno corporativo que las entidades deban presentar a partir del 1 de enero de 2014.

Por otro lado, es también importante tener en cuenta que esta circular deroga las siguientes disposiciones: (i) las normas 1.1, 1.2 y 2 en cuanto a las disposiciones establecidas para el IAGC y las normas 3, 4, 5 y 6 de la Circular 1/2004 de la CNMV, de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas; (ii) la Circular 4/2007 de la CNMV, por la que se modifica el modelo de IAGC de las sociedades anónimas cotizadas; y (iii) las normas 1.1, 1.2, 2, 3, 4 y 5 y las disposiciones adicionales primera y segunda de la Circular 2/2005 de la CNMV sobre el IAGC y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

- **Ley 8/2013, de 26 de junio**, de rehabilitación, regeneración y renovación urbanas.

Se consideran de interés las siguientes disposiciones finales:

- La disposición final decimotercera incorpora la disposición adicional trigésimo cuarta en el texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre. Con esta disposición se pretende que tengan el tratamiento de modificaciones previstas en la documentación que rige la licitación de contratos ejecutados, aportando de forma sucesiva bienes y servicios de precio unitario, las demandas de la Administración que sobrepasen el presupuesto máximo que fue objeto de licitación para adjudicar el contrato.
- Las disposiciones finales decimocuarta, decimoquinta y decimoséptima modifican, respectivamente, el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos;

la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito; y la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social. En los tres casos se incluyen mejoras técnicas.

- La disposición final decimosexta modifica la Ley 17/2012, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013 para introducir elementos adicionales de transparencia que, además, resultan acordes con la práctica habitual existente en la actualidad.
- **Real Decreto-ley 8/2013, de 28 de junio**, de medidas urgentes contra la morosidad de las administraciones públicas y de apoyo a entidades locales con problemas financieros.

La disposición final quinta de esta ley modifica el texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre, con el objeto de avanzar en el proceso de racionalización administrativa de acuerdo con las pautas marcadas por la Comisión de Reforma de las Administraciones Públicas, considerándose prioritario impulsar y extender el sistema de contratación centralizada para el aprovisionamiento del sector público.

- **Orden ECC/1556/2013, de 19 de julio**, por la que se autoriza a «MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados, S.A.U.» para separar las funciones de negociación, contrapartida, compensación y liquidación que actualmente lleva a cabo.

En primer lugar, esta orden autoriza a MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados, S.A.U a separar las funciones de negociación de las de contrapartida, compensación y liquidación asignando la primera función a una nueva sociedad rectora que provisionalmente se denominará «MEFF Exchange» (al amparo de los artículos 44 ter y 59 de la LMV). La autorización determina que los recursos propios de esta sociedad no pueden ser inferiores a 7.980.000 euros.

En cuanto a las funciones de contrapartida, compensación y liquidación de la actual MEFF las seguirá prestando «MEFF Clearing» (artículo 44 ter de la LMV).

Para ello ha sido preciso, a su vez, la autorización de:

- (i) El Reglamento del mencionado mercado y los Estatutos Sociales de su sociedad rectora.
- (ii) Las Condiciones Generales del Grupo de Contratos de Activos Subyacentes de carácter financiero, objeto de la actuación de «MEFF Exchange».
- (iii) La conversión de MEFF en entidad de contrapartida central regida por el artículo 44 ter de la LMV, respecto de los instrumentos financieros para los que MEFF presta actualmente funciones de contrapartida, compensación y liquidación. Provisionalmente, pasa a denominarse «MEFF Clearing».
- (iv) El Reglamento de «MEFF Clearing» y sus Estatutos Sociales.

- (v) Las Condiciones Generales del Grupo de Contratos de Activos Subyacentes de carácter financiero, objeto de la actuación de «MEFF Clearing», cuya copia se acompaña sellada.
  - (vi) Las Condiciones Generales del Grupo de Contratos de Activos Subyacentes de Energía, objeto de la actuación de «MEFF Clearing», cuya copia se acompaña sellada.
  - (vii) Las Condiciones Generales del Grupo de Contratos de Operaciones con Valores de Renta Fija, objeto de la actuación de «MEFF Clearing», cuya copia se acompaña sellada.
- **Ley 11/2013, de 26 de julio**, de medidas de apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo.

Entre las medidas contenidas en esta ley para apoyar al emprendedor y estimular el crecimiento y la creación de empleo se encuentran las dirigidas a desarrollar la Estrategia de Emprendimiento y Empleo Joven, así como las destinadas a fomentar la financiación empresarial a través de mercados alternativos o a luchar contra la morosidad en las operaciones comerciales.

Con relación a las medidas adoptadas para fomentar la financiación empresarial, se modifica en el Título II el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, Real Decreto 2486/1998, para permitir a las entidades aseguradoras invertir en valores admitidos a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil o en otro sistema multilateral de negociación que se concrete mediante real decreto. Así mismo, se permite que dichas inversiones sean consideradas aptas para la cobertura de provisiones técnicas, siempre que la inversión realizada en valores emitidos por cada entidad no supere un 3% de las provisiones técnicas a cubrir.

Igualmente, en este título II se modifica el Reglamento de planes y fondos de pensiones –Real Decreto 304/2004–, permitiendo, igualmente, a los fondos de pensiones invertir en valores admitidos a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil o en otro sistema multilateral de negociación que se concrete mediante real decreto, siempre que la inversión no supere un máximo de un 3% del activo del fondo en cada entidad.

También se da una nueva redacción a los artículos 30 ter y 30 quáter de la LMV. Esta última disposición fue introducida por el artículo 19 del Real Decreto Ley 4/2013 y, en virtud de la misma, no es de aplicación la limitación incluida en el artículo 405 de la Ley de Sociedades de Capital, por la que el importe total de las emisiones de las sociedades no puede superar el capital social desembolsado más las reservas, pero solo en el caso de que las emisiones vayan dirigidas a inversores institucionales o sean por importes superiores a los 100.000 euros. Por otro lado, se indica expresamente que no se requerirá el otorgamiento de escritura pública ni su inscripción en el Registro Mercantil o publicación en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, cuando se trate de emisiones de obligaciones o de otros valores que creen deuda que vayan a ser admitidos a negociación en un sistema multilateral de negociación.

Finalmente, se hace preciso mencionar que esta ley, en su disposición final séptima, modifica diversos artículos de la Ley de Contratos del Sector Público. Entre ellos, los artículos 216 y 222 para tratar de precisar el momento de devengo de los intereses de demora. También modifica la disposición adicional decimosexta de la mencionada ley para excluir de la regulación general de los usos de medios electrónicos, informáticos y telemáticos, las facturas electrónicas que se emitan en los procedimientos de contratación. Además, añade la nueva disposición adicional trigésima tercera en la que se articula un nuevo itinerario de presentación de facturas ante el órgano administrativo con competencias en materia de contabilidad pública, a efectos de asegurar que la Administración tiene un conocimiento exacto de todas las deudas que tiene contraídas por la ejecución de los contratos.

## Normativa europea

- Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia.

Este reglamento modifica la normativa europea en materia de agencias de calificación crediticia (Reglamento (CE) n.º 1060/2009) con el objetivo de mejorar la integridad, la transparencia, la responsabilidad, la buena gobernanza y la independencia de las actividades de calificación crediticia. Para ello, establece condiciones para la emisión de calificaciones crediticias y normas relativas a la organización y actuación de las agencias de calificación crediticia a fin de evitar conflictos de intereses y aumentar la protección de los consumidores e inversores.

Entre las medidas que introduce, cabe destacar las siguientes:

- Con el fin de reducir el exceso de dependencia en las calificaciones crediticias externas de las entidades financieras, obliga a estas a realizar y perfeccionar sus valoraciones de riesgo de crédito y a no recurrir automáticamente a las calificaciones crediticias para evaluar la calidad crediticia de la entidad o de un instrumento financiero. También la norma introduce limitaciones en el empleo de las calificaciones crediticias por parte de las Autoridades Europeas de Supervisión y de la Junta Europea de Riesgo Sistémico.
- En materia de conflictos de intereses se introducen nuevas normas relacionadas con inversiones en agencias de calificación crediticia. Así, los accionistas o socios de las agencias de calificación crediticia con el 5% o más de los derechos de voto o de capital (o en una sociedad que tenga la facultad de ejercer control o una influencia dominante sobre tal agencia de calificación crediticia) no podrán, entre otros supuestos, poseer un 5% o más de capital o de derechos de voto en cualquier otra agencia de calificación crediticia.
- En materia de retitulizaciones, las agencias de calificación crediticia no emitirán calificaciones crediticias sobre nuevas retitulizaciones con acti-

vos subyacentes de la misma entidad originadora durante un periodo de más de cuatro años. También se introducen nuevos requisitos de información para los instrumentos de financiación estructurada.

- Con relación a las calificaciones soberanas de los Estados Miembros, se introducen normas con las que se pretende mejorar su calidad. Por ejemplo, las agencias de calificación crediticia deberán fijar en su calendario, con un máximo de tres fechas, la publicación de las calificaciones soberanas no solicitadas, así como las fechas de publicación de las mismas, las cuales deberán caer en viernes. Los inversores y los Estados Miembros recibirán información de las razones de cada calificación.
- Se introduce un título que regula la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia. Estas quedan obligadas a responder en caso de incumplimiento intencionado o con negligencia grave de la normativa de agencias de calificación crediticia.

Además de este reglamento, es necesario tener en cuenta en esta materia la Directiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013, que modifica la Directiva 2003/41/CE, relativa a las actividades y la supervisión de fondos de pensiones de empleo; la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM); y la Directiva 2011/61/UE, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, en lo que atañe a la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias.

- **Reglamento Delegado (UE) n.º 876/2013 de la Comisión, de 28 de mayo de 2013**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central.

Este reglamento delegado de la Comisión garantiza un funcionamiento uniforme y coherente de los colegios de entidades de contrapartida central en toda la Unión, por lo que se facilita el ejercicio de las tareas que se especifican en el artículo 18 del Reglamento (UE) n.º 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 (procedimientos de concesión y denegación de la autorización de entidades de contrapartida central, ampliación de actividades y servicios, revisión de modelos, pruebas de resistencia y pruebas retrospectivas y acuerdos de interoperabilidad).

Entre los temas que trata, se encuentran: organización operativa, participación, gobernanza, intercambio de información entre las autoridades, delegación y atribución voluntaria de tareas.

- **Reglamento Delegado (UE) n.º 759/2013 de la Comisión, de 30 de abril de 2013**, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 809/2004, en lo que respecta a los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles.

Con relación a los requisitos de información aplicables a los valores de deuda canjeables y convertibles, el citado reglamento delegado de la Comisión recoge los siguientes puntos:

- El esquema del documento de registro de acciones debe aplicarse a las acciones y otros valores mobiliarios equivalentes, pero también a otros valores que den acceso al capital del emisor mediante conversión o canje, cuando las acciones subyacentes no estén ya admitidas a cotización en un mercado regulado.
- Si el emisor de las acciones subyacentes pertenece al mismo grupo que el emisor de los valores de deuda canjeables o convertibles, pero las acciones subyacentes no están admitidas a cotización en un mercado regulado, se exige que el esquema de registro de acciones sea aplicable a dichas acciones subyacentes.
- En el supuesto de que los valores con *warrants* o valores derivados den derecho a adquirir las acciones del emisor o del grupo, y dichas acciones no estén admitidas a cotización en un mercado regulado, se obliga a proporcionar a los inversores la información pertinente establecida en el esquema de la nota sobre los valores derivados.
- Cuando los valores de deuda sean canjeables o convertibles en acciones que hayan sido o vayan a ser emitidas por el emisor del valor considerado o por una entidad perteneciente a su grupo, y estas acciones subyacentes no estén ya admitidas a cotización en un mercado regulado, se facilitará a los inversores una declaración sobre el capital circulante y una declaración sobre la capitalización y el endeudamiento del emisor de las acciones subyacentes.
- Si las acciones subyacentes han sido emitidas por un tercero y no están admitidas a cotización en un mercado regulado, se añade a las combinaciones utilizadas para elaborar la nota sobre los valores del folleto el módulo adicional que describe la acción subyacente.
- Se aclara en el cuadro que figura en el anexo XVIII del Reglamento (CE) n.º 809/2004, cómo deben combinarse los esquemas y módulos al elaborar un folleto –incluso cuando solo se requieran determinados elementos de información de los esquemas y módulos– cuando determinados elementos de información puedan no ser aplicables debido a las combinaciones específicas de esquemas y módulos que se utilicen en casos particulares, y cuando el emisor, el oferente o la persona que solicite la admisión a cotización en un mercado regulado puedan elegir entre diferentes esquemas y módulos en función de determinados umbrales, como la denominación mínima de los valores de deuda, o determinadas condiciones que se establecen en el Reglamento (CE) n.º 809/2004.
- Los valores de deuda canjeables o convertibles pueden proporcionar acceso a nuevas acciones del emisor cuando sus titulares ejercen el derecho de suscripción; por ello, también han de poder acogerse al régimen pro-

porcionado de información establecido en el artículo 26 bis del Reglamento (CE) n.º 809/2004, siempre que las acciones subyacentes sean nuevas acciones emitidas por la misma entidad que emita los valores de deuda. El folleto relativo a la oferta o admisión a cotización en un mercado regulado de valores de deuda canjeables o convertibles en acciones del emisor emitidos por pequeñas y medianas empresas o por empresas con reducida capitalización de mercado también incluye en el anexo XVIII la combinación de esquemas y módulos aplicables a las emisiones de derechos sobre valores de deuda canjeables o convertibles en acciones del emisor, o a los valores de deuda canjeables o convertibles emitidos por pequeñas y medianas empresas o por empresas con reducida capitalización de mercado.

- **Directrices y recomendaciones para establecer evaluaciones coherentes, eficientes y eficaces de los acuerdos de interoperabilidad** (Autoridad Europea de Valores y Mercados, 10 de junio de 2013).

Estas directrices y recomendaciones desarrollan en cinco puntos qué es lo que tienen que analizar las Autoridades Nacionales Competentes para evaluar un acuerdo de interoperabilidad.

La primera recoge cómo la Autoridad Nacional Competente (ANC) debe valorar, antes de celebrar un acuerdo de interoperabilidad y periódicamente, que el acuerdo esté claramente definido y sea transparente, válido y aplicable en todas las jurisdicciones pertinentes, y que la entidad de contrapartida central haya establecido un marco para evaluar estos factores.

La segunda desarrolla cómo la ANC debe valorar que el acuerdo de interoperabilidad garantice el acceso no discriminatorio y que la negativa o las restricciones a la celebración del acuerdo de interoperabilidad se basen únicamente en razones de riesgo.

La tercera desarrolla cómo la ANC valorará que la entidad de contrapartida central haya establecido un marco general para identificar, supervisar y gestionar, antes de celebrar un acuerdo de interoperabilidad y periódicamente, los riesgos que puedan derivar del acuerdo de interoperabilidad.

La cuarta trata el depósito de garantías, de tal manera que la ANC debe valorar que, al depositar estas la entidad de contrapartida central interoperable proteja del incumplimiento de cualquier entidad de contrapartida central interoperable.

Finalmente, la quinta desarrolla el tipo de cooperación que debe regir durante la fase de evaluación de un acuerdo de interoperabilidad, con puesta en común de información a lo largo de todo el proceso y puesta en común de sus respectivos informes de evaluación del riesgo antes de finalizarlos y de presentarlos a sus respectivos colegios.

También se fomenta establecer acuerdos de cooperación entre la ANC y la autoridad pertinente de un tercer país, cuando el acuerdo de interoperabilidad sea entre una entidad de contrapartida central autorizada y otra reconocida.

- **Directrices sobre las políticas remunerativas adecuadas con arreglo a la DGFIA** (Autoridad Europea de Valores y Mercados, 3 de julio de 2013)

Con estas directrices se pretende garantizar la aplicación común, uniforme y coherente de las disposiciones sobre remuneración del artículo 13 y del artículo 22.2, letras e) y f) de la Directiva 2011/61/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, así como del anexo II de dicha directiva.

Entre los temas que trata, cabe destacar los siguientes:

- Se especifica qué remuneraciones entran dentro de su ámbito de aplicación.
- Se indica cómo identificar las categorías de empleados a las que resulta aplicable.
- Desarrolla el criterio de proporcionalidad que debe aplicarse.
- Indica qué gestores de fondos de inversión alternativa (GFIA) forman parte de un grupo y cuál es su situación financiera.
- Desarrolla directrices sobre el gobierno corporativo de las remuneraciones y la política remunerativa general, incluida la política de pensiones.
- Recoge requisitos específicos de alineación del riesgo.
- Desarrolla directrices relativas a la transparencia.

Estas directrices deben ser aplicadas a partir del 22 de julio de 2013.

## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	16.016,5	17.145,9	21.142,1	5.695,3	6.961,9	4.996,0	16.372,3	1.780,2
Ampliaciones de capital	15.407,0	17.018,9	19.910,7	5.290,5	6.185,9	4.996,0	16.372,3	1.780,2
De ellas, mediante OPS	958,7	6.238,8	2.457,3	75,0	0,0	0,0	1.054,8	0,0
Tramo nacional	61,6	5.827,1	2.457,3	75,0	0,0	0,0	1.054,8	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	404,8	776,0	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	79,1	124,7	1.231,4	404,8	776,0	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	1.008,8	1.209,2	4.987,2	12.092,6	734,7
Ampliaciones de capital	6.309,3	5.698,8	4.595,2	977,3	1.132,8	4.987,2	12.092,6	734,7
De ellas, mediante OPS	6,8	2.070,6	613,1	8,2	0,0	0,0	568,2	0,0
Tramo nacional	6,4	1.888,4	613,1	8,2	0,0	0,0	568,2	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	31,5	76,4	0,0	0,0	0,0
Tramo nacional	8,9	5,9	110,6	31,5	76,4	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	27	30	28	37	27
Ampliaciones de capital	67	91	103	26	29	28	37	27
De ellas, mediante OPS	12	8	7	1	0	0	3	0
De ellas, liberadas	15	22	22	10	4	9	9	10
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	2	3	1	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>								
Total	46	46	38	20	17	17	20	19
Ampliaciones de capital	45	45	38	19	16	17	20	19
De ellas, mediante OPS	12	8	7	1	0	0	3	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	2	3	1	1	0	0	0

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

2 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b>								
Total	958,7	6.238,8	2.457,3	75,0	0,0	0,0	1.054,8	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	75,0	0,0	0,0	1.054,8	0,0
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>								
Total	609,5	127,0	1.231,4	404,8	776,0	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	404,8	776,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2013.

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

CUADRO 1.3

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	129	130	127	127	127	127	125	123
Sin Nuevo mercado	129	130	127	127	127	127	125	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	7	8	8	8	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	4	5	6	5	6	6	6	6
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	28	27	23	24	23	23	23	23
Madrid	13	13	11	11	11	11	11	11
Barcelona	18	17	13	14	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	3.034	3.015	3.011	3.029	3.051
Latibex	29	29	27	27	27	27	27	27

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	531.194,2	498.148,1	532.039,7	490.027,9	532.039,7	539.926,0	539.860,2	574.919,0
Sin Nuevo mercado	531.194,2	498.148,1	532.039,7	490.027,9	532.039,7	539.926,0	539.860,2	574.919,0
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	89.988,0	99.072,0	108.982,0	109.934,0	116.428,7
Ibex 35	322.806,6	320.672,5	324.442,0	302.019,9	324.442,0	321.700,5	318.272,0	344.707,0
Segundo mercado	109,9	59,7	20,6	46,3	20,6	72,8	74,6	71,5
Madrid	22,8	25,5	20,3	23,6	20,3	23,6	25,3	22,3
Barcelona	87,1	34,2	0,3	22,7	0,3	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	3.257,6	3.233,0	3.165,6	3.027,3	2.882,8
Madrid	1.454,7	833,3	667,1	673,4	667,1	629,0	584,5	556,5
Barcelona	3.580,2	3.242,3	2.945,9	2.953,6	2.945,9	2.874,6	2.781,9	2.693,0
Bilbao	45,9	328,8	77,8	78,9	77,8	248,7	320,2	286,1
Valencia	760,4	240,2	350,9	369,4	350,9	344,6	347,1	282,0
Corros SICAV <sup>5</sup>	126,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB <sup>5</sup>	24.718,6	23.646,0	23.776,0	24.188,7	23.776,0	24.669,2	24.812,8	25.576,7
Latibex	210.773,5	402.008,5	350.635,5	369.568,3	350.635,5	342.939,4	283.689,4	277.366,9

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	I	III <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	151.267,7	168.208,0	160.019,8	162.326,4	108.077,3
Sin Nuevo mercado	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	151.267,7	168.208,0	160.019,8	162.326,4	108.077,3
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	851,6	780,8	1.168,9	1.197,1	884,4
Segundo mercado	3,0	2,3	0,4	0,2	0,0	0,0	0,4	0,5
Madrid	2,8	1,7	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3
Barcelona	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
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	8,3	17,7	5,6	3,9	26,5
Madrid	15,7	16,1	3,0	0,8	0,3	2,5	0,4	0,4
Barcelona	135,7	26,4	37,7	7,4	9,0	3,1	3,5	26,1
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,0	8,5	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	947,0	1.060,0	1.238,1	1.170,9	888,3
Latibex	521,2	357,7	313,2	89,5	88,7	98,9	100,2	53,5

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
En sesión	983.584,5	873.485,4	658.891,4	143.171,9	159.082,8	153.802,1	157.392,4	105.452,9
Órdenes	541.879,8	505.870,1	299.022,0	61.468,6	52.601,8	85.760,3	82.041,4	51.609,5
Aplicaciones	58.678,1	69.410,4	80.617,0	21.441,3	16.986,8	13.449,6	15.845,9	7.684,8
Bloques	383.026,6	298.204,9	279.252,4	60.262,0	89.494,2	54.592,1	59.505,1	46.158,6
Fuera de hora	17.209,5	9.801,8	9.630,0	3.506,5	3.300,4	2.959,0	1.927,0	820,8
Autorizadas	2.660,5	3.492,6	7.936,9	2.202,6	2.406,5	1.099,4	705,5	1.300,7
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	0,0	222,3	19,4
OPV	1.448,2	3.922,1	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	0,0
Toma de razón	2.273,4	2.212,7	545,0	2,4	3,0	3,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	11.474,7	11.730,3	9.603,4	1.472,1	2.838,9	964,4	1.064,5	159,2
Operaciones de cobertura	7.515,8	8.521,5	4.942,0	912,3	576,3	1.192,0	1.012,0	324,3

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto de 2013.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	556.246,7	493.602,4	395.859,3	79.731,5	102.447,3	103.130,3	113.739,3	69.503,0
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	598,0	518,3	199,2	16,8	6,1	62,3	84,3	73,1
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	65,9	73,0	44,4	11,1	10,3	12,4	7,8	4,9
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	36.195,9	35.626,7	34.915,1	39.075,3	34.915,1	33.761,3	36.758,8	39.150,3
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	9,9	7,0	1,2	1,6	1,2	4,9	5,6	14,7
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	5,0	3,9	2,5	2,5	2,5	1,9	2,7	1,6

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	115	101	71	19	32	19	22	13
Cédulas hipotecarias	25	30	26	15	11	9	8	1
Cédulas territoriales	6	7	11	2	0	1	2	1
Bonos y obligaciones no convertibles	39	23	24	6	8	6	10	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	5	3	0	1	1	1	0
Bonos de titulización	36	34	16	1	9	5	3	3
Programas de pagarés	58	49	35	5	9	4	5	5
De titulización	2	2	1	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	56	47	34	5	8	4	5	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	48	69	61	74	43
Cédulas hipotecarias	88	115	94	27	18	15	14	5
Cédulas territoriales	9	42	18	2	0	1	2	2
Bonos y obligaciones no convertibles	154	87	134	13	23	27	47	28
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	9	7	0	2	3	1	0
Bonos de titulización	36	45	35	1	17	11	5	3
Programas de pagarés	59	53	46	5	9	4	5	5
De titulización	2	2	1	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	57	51	45	5	8	4	5	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	60.679,5	84.903,7	44.462,4	30.405,9	17.425,2
Cédulas hipotecarias	34.378,5	67.226,5	102.170,0	29.800,0	13.020,0	9.195,0	7.340,0	5.264,7
Cédulas territoriales	5.900,0	22.334,2	8.974,0	1.674,0	0,0	95,0	1.520,0	4.000,0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356,0	20.191,7	86.441,5	91,1	39.814,9	15.595,4	4.136,3	159,1
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968,0	7.125,9	3.563,1	0,0	842,5	424,8	15,0	0,0
Bonos de titulización	63.260,5	68.412,8	23.799,6	1.884,0	11.185,0	8.052,0	4.942,0	904,0
Tramo nacional	62.743,0	63.455,9	20.627,1	1.884,0	9.397,5	6.965,1	4.308,7	904,0
Tramo internacional	517,5	4.956,9	3.172,5	0,0	1.787,5	1.086,9	633,3	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586,0	103.501,0	132.882,0	27.230,5	20.041,2	11.100,2	12.452,6	7.097,4
De titulización	5.057,0	2.366,0	1.821,0	275,0	300,0	180,0	390,0	0,0
Resto de pagarés	92.529,0	101.135,0	131.061,0	26.955,5	19.741,2	10.920,2	12.062,6	7.097,4
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	580,9	2.492,0	1.556,5	978,5	91,9
Emisiones aseguradas	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	193,0	0,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total	223.404,5	278.656,0	363.952,5	69.879,2	81.533,4	44.982,2	29.756,3	21.095,9
Pagarés	99.784,4	102.042,0	134.346,9	31.278,3	18.964,1	12.581,9	11.955,5	7.430,8
Bonos y obligaciones	24.728,6	12.311,9	92.733,5	692,9	39.732,8	15.609,8	2.945,8	1.629,3
Cédulas hipotecarias	32.861,0	68.346,5	103.470,0	34.350,0	12.820,0	9.395,0	7.240,0	6.364,7
Cédulas territoriales	5.900,0	20.334,2	8.974,0	1.674,0	0,0	0,0	1.615,0	4.000,0
Bonos de titulización	60.030,5	75.421,4	24.428,1	1.884,0	10.016,5	7.395,5	6.000,0	1.671,0
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: agosto de 2013.

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

CUADRO 1.10

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	634	613	568	572	568	545	521	516
Renta fija privada	634	613	568	572	568	545	520	515
Pagarés	60	45	42	46	42	36	34	29
Bonos y obligaciones	93	91	95	94	95	93	95	92
Cédulas hipotecarias	33	43	49	50	49	50	50	48
Cédulas territoriales	12	13	18	19	18	12	12	12
Bonos de titulación	459	437	385	391	385	369	361	361
Participaciones preferentes	59	60	60	60	60	58	39	35
Bonos matador	12	12	11	12	11	11	10	10
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	1	1
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	3.630	4.382	4.907	5.208	4.907	4.459	4.092	3.759
Renta fija privada	3.630	4.382	4.907	5.208	4.907	4.459	3.944	3.612
Pagarés	958	1.778	2.529	2.762	2.529	2.150	1.761	1.459
Bonos y obligaciones	645	624	558	583	558	564	519	507
Cédulas hipotecarias	253	296	328	334	328	326	311	307
Cédulas territoriales	26	49	52	55	52	43	43	42
Bonos de titulación	1.641	1.527	1.334	1.366	1.334	1.272	1.240	1.237
Participaciones preferentes	93	94	94	94	94	92	59	49
Bonos matador	14	14	12	14	12	12	11	11
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	148	147
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	136	135
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	850.181,7	882.395,1	879.627,5	886.354,6	879.627,5	848.906,4	1.512.424,9	1.487.134,0
Renta fija privada	850.181,7	882.395,1	879.627,5	886.354,6	879.627,5	848.906,4	797.945,9	772.021,0
Pagarés	23.233,6	37.549,1	64.927,5	75.777,8	64.927,5	50.854,3	41.434,2	35.619,2
Bonos y obligaciones	146.077,7	131.756,8	161.225,4	125.944,4	161.225,4	168.809,8	155.079,3	151.010,1
Cédulas hipotecarias	195.734,8	241.149,7	293.142,8	309.736,1	293.142,8	288.052,8	273.972,8	268.312,9
Cédulas territoriales	18.350,0	31.884,2	33.314,3	33.579,6	33.314,3	31.014,3	31.527,3	31.227,3
Bonos de titulación	434.835,1	407.908,0	315.373,5	327.492,8	315.373,5	299.019,5	289.848,8	284.273,1
Participaciones preferentes	30.891,8	31.088,6	10.813,4	12.765,1	10.813,4	10.325,1	5.633,2	1.128,2
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	830,7	1.058,8	830,7	830,7	794,6	794,6
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	714.479,0	715.113,0
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	89.000,0	89.504,0
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	625.479,0	625.609,0

1 Datos disponibles: agosto de 2013.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	674.389,1	961.635,0	445.730,4	381.979,5	211.737,8
Renta fija privada	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	674.389,1	961.635,0	445.730,4	381.949,1	211.707,8
Pagarés	385.238,9	227.534,5	199.794,9	55.717,4	43.443,5	30.211,6	38.208,6	15.515,6
Bonos y obligaciones	922.393,1	484.705,8	164.098,6	44.398,4	37.341,6	104.970,8	64.485,4	54.931,5
Cédulas hipotecarias	271.441,8	662.177,0	994.071,3	302.081,0	275.727,2	115.745,9	91.793,5	32.258,5
Cédulas territoriales	14.458,2	544.780,9	595.599,6	108.473,6	127.290,5	22.225,5	37.393,4	6.733,1
Bonos de titulación	2.784.775,4	5.462.806,2	1.136.966,1	156.980,5	470.358,1	172.164,5	134.113,6	92.390,5
Participaciones preferentes	4.635,7	6.065,0	28.781,3	6.616,4	7.438,9	403,9	15.871,6	9.878,7
Bonos matador	175,7	116,3	443,2	121,8	35,1	8,3	83,1	0,0
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	30,5	29,9
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	4,8	2,1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	25,7	27,8
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	674.389,1	961.635,0	445.730,4	381.979,5	211.737,8
Simple	288.927,3	343.099,6	428.838,0	78.110,9	77.828,8	66.158,8	96.923,3	47.228,1
Repo	304.493,2	198.514,7	108.771,9	18.513,0	18.811,8	18.095,0	16.629,1	10.430,5
Simultánea	3.789.698,3	6.846.571,5	2.582.145,2	577.765,2	864.994,5	361.476,7	268.427,1	154.079,2

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	553.896,6	487.543,3	454.385,7	84.419,9	82.251,6	71.301,0	79.714,0	42.656,4
Sociedades no financieras	162.949,5	131.765,2	77.452,1	19.618,1	19.089,8	16.710,7	11.854,3	4.563,1
Instituciones financieras	289.950,4	256.975,8	282.733,9	46.946,5	41.576,2	33.736,1	50.902,8	28.647,6
Entidades de crédito	102.372,1	139.538,2	207.555,6	38.309,4	31.434,2	21.555,2	35.887,5	17.458,4
IIC, seguros y fondos de pensiones	125.899,4	103.899,9	69.568,7	7.132,0	8.701,1	10.460,9	13.014,0	10.098,5
Otras entidades financieras	61.678,9	13.537,7	5.609,6	1.505,2	1.440,9	1.720,0	2.001,3	1.090,8
Administraciones públicas	3.117,7	2.602,7	5.448,2	1.005,9	322,3	479,4	885,4	158,7
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	14.244,4	10.230,3	11.517,9	3.137,1	3.213,5	1.106,1	4.384,1	449,7
Resto del mundo	83.634,6	85.969,3	77.233,7	13.712,3	18.049,8	19.268,7	11.687,4	8.837,3

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total	868,0	2.681,6	7.522,0	880,2	0,0	779,3	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	880,2	0,0	779,3	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	3	0	2	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	7	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	7	3	0	2	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: agosto de 2013.

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

CUADRO 1.14

NÚMERO DE EMISORES	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	60	59	52	55	52	51	47	45
Emisores privados	46	46	39	42	39	38	34	32
Sociedades no financieras	5	4	3	4	3	3	2	2
Instituciones financieras privadas	41	42	36	38	36	35	32	30
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	224	220	216	209	207
Emisores privados	145	133	122	125	122	122	109	101
Sociedades no financieras	7	6	3	5	3	3	2	2
Instituciones financieras privadas	138	127	119	120	119	119	107	99
Administraciones públicas <sup>2</sup>	102	107	98	99	98	94	100	106
Comunidades autónomas	64	74	67	68	67	65	62	65
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	41.091,3	43.817,5	37.636,4	43.726,1	37.358,4	36.778,1	28.447,7	28.180,6
Emisores privados	19.261,5	17.759,6	13.625,4	16.429,5	13.347,4	12.965,5	9.607,8	9.171,9
Sociedades no financieras	376,6	375,4	194,9	195,1	194,9	195,0	2,0	2,0
Instituciones financieras privadas	18.884,8	17.384,2	13.430,6	16.234,4	13.152,6	12.770,6	9.605,9	9.170,0
Administraciones públicas <sup>2</sup>	21.829,9	26.057,8	24.010,9	27.296,6	24.010,9	23.812,6	18.839,9	19.008,6
Comunidades autónomas	19.442,4	24.014,4	22.145,0	25.429,9	22.145,0	22.047,3	17.377,2	17.543,8

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Mercado electrónico	504,5	386,1	1.198,3	137,5	144,6	974,5	138,8	66,7
Corros	7.525,6	4.942,5	3.746,6	904,7	347,6	111,0	1.955,7	17,0
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	863,1	341,0	7,2	1.890,9	13,2
Bilbao	2,3	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	376,6	56,6	338,7	41,6	6,6	103,8	64,8	3,8
Deuda anotada	331,1	883,4	1.189,0	464,4	6,6	6,5	1,4	0,1
Deuda comunidades autónomas	62.029,0	63.443,7	54.015,1	13.761,1	12.521,7	8.393,9	13.945,9	4.791,9

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	265.966,0	84.090,9	40.034,0	4.979,0	6.841,0	11.401,0	14.382,0	7.863,0
Simples	110.011,0	81.905,0	40.034,0	4.979,0	6.841,0	11.401,0	14.382,0	7.863,0
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: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Sobre deuda	14	18	45.240	18.659	15.783	6.019	3.208	1.094
Futuro sobre bono notional <sup>2</sup>	14	18	45.240	18.659	15.783	6.019	3.208	1.094
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	6.946.167	5.819.264	5.410.311	1.370.029	1.035.203	1.375.908	1.861.259	997.061
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.280.999	5.291.956	4.745.067	1.183.751	856.141	1.238.369	1.509.726	878.585
Futuro mini sobre Ibex 35	357.926	307.411	242.477	62.721	34.786	47.616	51.176	30.933
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	-	3.154	2.162	210	1.015	584	94	118
Opción call mini	122.158	86.096	225.704	64.746	86.915	49.390	92.675	59.401
Opción put mini	185.083	133.801	194.902	58.601	56.347	39.949	207.587	28.024
Sobre acciones <sup>5</sup>	57.291.482	55.082.944	55.753.236	12.394.790	12.196.833	8.253.014	7.317.714	4.123.925
Futuros	19.684.108	24.758.956	21.220.876	3.397.488	4.377.763	4.199.543	3.421.046	785.384
Futuros sobre dividendos de acciones	-	-	25.000	0	23.500	24.300	0	10.350
Opción call	17.186.515	12.050.946	14.994.283	4.272.914	3.409.731	1.966.022	1.691.096	1.787.602
Opción put	20.420.859	18.273.042	19.513.077	4.724.388	4.385.839	2.063.149	2.205.572	1.540.589
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	28.209	42.392	49.336	38.749	12.388	28.209	42.392	49.336
Sobre índices <sup>7</sup>	61.078	55.070	35.316	26.103	5.452	61.078	55.070	35.316

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	4.915,3	5.544,6	3.834,3	751,3	957,7	1.505,4	824,0	102,9
Sobre acciones	2.537,4	3.211,7	2.231,7	468,2	568,6	909,9	514,9	68,4
Sobre índices	1.852,6	1.786,8	1.273,5	229,7	297,8	516,3	236,5	23,7
Otros <sup>3</sup>	525,4	546,0	329,1	53,3	91,4	79,1	72,7	10,7
Número de emisiones	8.375	9.237	7.073	1.319	2.223	3.326	1.612	561
Número de emisores	9	9	7	5	6	6	5	1
<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: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.603,2	1.550,2	762,9	195,2	145,7	207,4	199,8	126,5
Sobre acciones nacionales	759,8	654,2	349,0	94,9	72,4	94,3	89,7	67,1
Sobre acciones extranjeras	60,7	97,8	87,6	17,4	20,4	34,0	20,0	8,6
Sobre índices	689,5	518,2	268,6	75,1	44,5	70,1	81,2	45,7
Otros <sup>2</sup>	93,2	280,0	57,7	7,9	8,3	9,0	8,9	5,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.750	13.165	11.980	2.919	2.816	3.106	3.206	2.274
Número de emisores <sup>3</sup>	10	9	34	9	7	7	7	7
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	22,0	92,1	16,8	2,7	1,1	0,1	0,7	0,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	16	32	13	3	2	1	2	2
Número de emisores <sup>3</sup>	2	2	7	2	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	73	74	75	75	75
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	827,8	327,2	274,7	277,3	274,7	264,3	282,1	n.d.

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>Número de contratos</b>								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	165.840	63.173	78.566	33.350	34.639	30.818	23.957	15.235

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	50	49	46	47	46	46	46	46
Sucursales	80	78	15	17	15	17	21	20
Representantes	6.560	6.589	6.267	6.305	6.267	6.222	6.283	6.295
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	45	45	41	43	41	41	40	42
Sucursales	13	14	10	12	10	12	11	10
Representantes	689	655	601	622	601	531	538	550
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	6	6	6	6	6	6	6	6
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	2	2	2	2	1	1	1
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	58	82	101	101	101	107	112	119
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	186	187	172	181	172	165	162	163

1 Datos disponibles: agosto de 2013.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	2.671	2.814	2.992	2.950	2.992	3.036	3.065	3.109
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	2.238	2.377	2.534	2.501	2.534	2.578	2.606	2.645
Con sucursal	40	36	37	39	37	35	35	36
En libre prestación de servicios	2.198	2.341	2.497	2.462	2.497	2.543	2.571	2.609
Entidades de crédito <sup>3</sup>	433	437	458	449	458	458	459	464
Comunitarias	423	429	448	439	448	448	449	454
Con sucursal	55	55	55	55	55	55	55	56
En libre prestación de servicios	368	374	393	384	393	393	394	398
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: agosto 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	
				II	III	IV	I	II
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	14.595.537,7	13.609.652,0	10.508.139,1	2.351.018,0	2.832.874,6	2.616.273,8	2.468.066,1	2.718.987,5
Sociedades de valores	3.382.387,4	3.759.229,2	2.900.770,8	662.487,2	702.234,0	815.092,5	1.186.861,5	1.410.101,5
Mercados organizados nacionales	522.958,6	436.875,9	556.756,0	108.627,0	79.741,7	241.643,5	601.621,9	683.222,7
Otros mercados nacionales	2.405.641,0	2.764.344,5	1.943.730,6	450.379,2	535.897,8	477.969,5	499.387,4	644.733,3
Mercados extranjeros	453.787,8	558.008,8	400.284,2	103.481,0	86.594,5	95.479,5	85.852,2	82.145,5
Agencias de valores	11.213.150,3	9.850.422,8	7.607.368,3	1.688.530,8	2.130.640,6	1.801.181,3	1.281.204,6	1.308.886,0
Mercados organizados nacionales	2.497.019,3	2.931.505,5	2.521.310,9	604.821,0	821.980,5	410.948,1	14.619,9	15.521,4
Otros mercados nacionales	8.213.592,3	6.741.733,6	4.883.226,6	1.047.003,2	1.248.066,3	1.355.643,5	1.231.050,3	1.246.976,9
Mercados extranjeros	502.538,7	177.183,7	202.830,8	36.706,6	60.593,8	34.589,7	35.534,4	46.387,7
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	1.126.824,3	977.126,1	736.602,3	221.319,7	161.003,6	169.249,7	158.648,2	166.996,5
Sociedades de valores	1.096.904,7	952.388,7	692.058,6	213.622,6	152.091,4	147.036,2	150.429,3	158.671,5
Mercados organizados nacionales	1.010.063,4	882.143,3	639.498,2	200.822,8	139.669,9	134.707,5	138.226,7	144.150,0
Otros mercados nacionales	4.112,2	3.418,3	1.806,3	493,9	313,5	568,3	479,7	735,9
Mercados extranjeros	82.729,1	66.827,1	50.754,1	12.305,9	12.108,0	11.760,4	11.722,9	13.785,6
Agencias de valores	29.919,6	24.737,4	44.543,7	7.697,1	8.912,2	22.213,5	8.218,9	8.325,0
Mercados organizados nacionales	24.169	19.373	14.533	3.390	2.447	4.493	4.968	2.880
Otros mercados nacionales	706	509	6.696	1.341	2.274	2.892	625	1.592
Mercados extranjeros	5.044	4.856	23.316	2.966	4.192	14.828	2.626	3.852

1 Datos acumulados del periodo.

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

CUADRO 2.4

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II
Total	14.478.583,8	11.827.134,6	6.536.223,6	1.998.204,2	1.448.643,7	1.228.532,3	1.676.070,3	1.428.048,1
Sociedades de valores	11.604.972,2	9.113.831,5	5.777.847,8	1.634.630,7	1.363.424,2	1.143.602,4	1.600.131,2	1.387.106,6
Mercados organizados nacionales	3.462.417,7	3.005.801,7	1.819.388,6	549.297,2	444.898,0	361.123,2	576.888,1	572.353,3
Mercados organizados extranjeros	6.843.714,9	5.658.687,9	3.718.052,1	1.025.143,7	874.970,8	719.909,4	954.427,8	765.383,5
Mercados no organizados	1.298.839,6	449.341,9	240.407,1	60.189,8	43.555,4	62.569,8	68.815,3	49.369,8
Agencias de valores	2.873.611,6	2.713.303,1	758.375,8	363.573,5	85.219,5	84.929,9	75.939,1	40.941,5
Mercados organizados nacionales	41.003,2	6.818,6	5.371,0	1.286,6	1.132,3	1.114,4	1.700,9	1.198,5
Mercados organizados extranjeros	1.886.757,1	2.451.627,9	566.337,3	311.745,2	33.694,7	41.781,0	7.803,0	8.837,8
Mercados no organizados	945.851,3	254.856,6	186.667,5	50.541,7	50.392,5	42.034,5	66.435,2	30.905,2

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

2 Datos acumulados del periodo.

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

CUADRO 2.5

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total	13.231	13.409	10.985	11.438	11.154	10.985	10.983	11.909
Sociedades de valores	7.530	6.483	4.122	4.488	4.238	4.122	3.987	3.986
IIC <sup>2</sup>	67	89	68	86	68	68	67	71
Otras <sup>3</sup>	7.463	6.394	4.054	4.402	4.170	4.054	3.920	3.915
Agencias de valores	3.690	3.637	3.680	3.764	3.726	3.680	3.887	4.371
IIC <sup>2</sup>	43	53	51	57	51	51	51	54
Otras <sup>3</sup>	3.647	3.584	3.629	3.707	3.675	3.629	3.836	4.317
Sociedades gestoras de cartera	2.011	3.289	3.183	3.186	3.190	3.183	3.109	3.552
IIC <sup>2</sup>	5	5	5	5	5	5	5	5
Otras <sup>3</sup>	2.006	3.284	3.178	3.181	3.185	3.178	3.104	3.547
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total	9.347.508	9.554.589	9.350.841	8.674.402	9.003.989	9.350.841	9.860.712	10.225.139
Sociedades de valores. Total	4.078.668	4.166.167	3.578.436	3.627.208	3.565.715	3.578.436	3.678.390	3.768.661
IIC <sup>2</sup>	838.040	961.931	965.479	951.115	936.229	965.479	1.053.238	1.100.775
Otras <sup>3</sup>	3.240.629	3.204.236	2.612.957	2.676.093	2.629.486	2.612.957	2.625.150	2.667.886
Agencias de valores. Total	2.380.015	2.361.944	1.927.219	1.873.674	1.944.396	1.927.219	2.063.302	2.219.817
IIC <sup>2</sup>	848.597	863.856	417.981	400.604	412.365	417.981	451.901	506.408
Otras <sup>3</sup>	1.531.418	1.498.088	1.509.238	1.473.070	1.532.030	1.509.238	1.611.401	1.713.409
Sociedades gestoras de cartera. Total	2.888.825	3.026.478	3.845.186	3.173.520	3.493.878	3.845.186	4.119.020	4.236.661
IIC <sup>2</sup>	111.461	98.645	107.691	101.978	109.313	107.691	113.476	108.919
Otras <sup>3</sup>	2.777.364	2.927.833	3.737.495	3.071.542	3.384.565	3.737.495	4.005.544	4.127.742

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	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total	5.642	7.748	9.362	7.885	7.998	9.362	9.654	9.977
Sociedades de valores. Total <sup>2</sup>	1.366	1.509	1.198	1.240	1.214	1.198	1.341	1.426
Clientes minoristas	1.354	1.492	1.183	1.224	1.201	1.183	1.295	1.407
Clientes profesionales	6	12	13	12	11	13	13	14
Agencias de valores. Total <sup>2</sup>	3.374	4.855	6.445	5.053	5.144	6.445	6.604	6.829
Clientes minoristas	3.311	4.736	6.019	4.926	5.015	6.019	6.337	6.552
Clientes profesionales	63	102	406	108	112	406	245	254
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>2</sup>	902	1.384	1.719	1.592	1.640	1.719	1.709	1.722
Clientes minoristas	893	1.374	1.712	1.583	1.632	1.712	1.703	1.717
Clientes profesionales	9	10	7	9	8	7	6	5
<b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b>								
Total	7.480.464	8.156.953	7.589.555	8.394.570	8.416.146	7.589.555	7.843.675	7.669.724
Sociedades de valores. Total <sup>2</sup>	1.254.313	1.213.014	820.465	1.167.044	1.060.070	820.465	978.055	917.210
Clientes minoristas	557.140	863.386	568.359	818.683	814.465	568.359	619.965	660.825
Clientes profesionales	261.782	61.711	27.613	64.106	20.726	27.613	24.231	24.259
Agencias de valores. Total <sup>2</sup>	2.433.197	2.963.397	5.598.708	3.270.097	3.372.057	5.598.708	5.641.826	5.609.395
Clientes minoristas	1.494.874	1.875.867	3.590.416	2.128.734	2.175.617	3.590.416	3.955.705	3.885.782
Clientes profesionales	938.323	1.018.647	1.899.566	1.050.853	1.097.741	1.899.566	1.568.975	1.601.814
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>2</sup>	3.792.954	3.980.542	1.170.382	3.957.429	3.984.019	1.170.382	1.223.794	1.143.119
Clientes minoristas	381.725	594.195	705.185	638.060	676.580	705.185	723.678	715.290
Clientes profesionales	3.411.229	3.386.347	465.197	3.319.369	3.307.439	465.197	500.116	427.829

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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	102.054	91.542	56.161	43.328	56.161	7.515	26.865	38.225
II. Comisiones netas	533.858	490.517	410.740	324.639	410.740	97.329	187.136	215.990
Comisiones percibidas	798.152	776.641	589.027	460.661	589.027	142.577	278.910	322.062
Tramitación y ejecución de órdenes	555.207	529.711	348.403	276.779	348.403	88.899	175.651	202.849
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.499	7.446	6.869	4.689	6.869	4.293	8.367	8.445
Depósito y anotación de valores	22.367	21.060	19.775	15.090	19.775	4.308	8.944	10.388
Gestión de carteras	13.880	16.186	14.883	10.005	14.883	3.544	6.960	8.162
Diseño y asesoramiento	53.722	60.712	12.067	19.856	12.067	4.551	8.410	9.753
Búsqueda y colocación de paquetes	36	485	50	31	50	15	30	41
Operaciones de crédito al mercado	9	8	8	6	8	6	84	12
Comercialización de IIC	65.487	59.588	45.050	33.927	45.050	11.374	24.433	28.972
Otras	78.944	81.446	141.924	100.278	141.924	25.586	46.032	53.440
Comisiones satisfechas	264.294	286.124	178.287	136.022	178.287	45.248	91.774	106.072
III. Resultado de inversiones financieras	48.588	271.956	9.403	39.959	9.403	36.603	184.105	187.890
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	26.081	-194.355	-28.522	24.051	-28.522	-5.908	-126.975	-126.669
V. Margen bruto	710.580	659.659	447.782	431.977	447.782	135.539	271.131	315.436
VI. Resultado de explotación	276.253	207.379	35.304	129.448	35.304	29.470	70.127	83.634
VII. Resultado de actividades continuadas	196.834	148.553	-12.057	107.043	-12.057	27.353	62.100	72.356
VIII. Resultado neto del ejercicio	196.834	148.553	-12.057	107.043	-12.057	27.353	62.100	72.356

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: julio 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	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL</b>								
Total	181.096	158.070	21.318	67.027	106.042	21.318	33.556	81.363
Activos monetarios y deuda pública	17.536	16.458	18.936	9.755	15.865	18.936	6.465	11.646
Otros valores de renta fija	67.554	79.041	16	36.626	52.456	16	18.743	38.246
Cartera interior	55.334	67.052	-14.813	29.221	41.412	-14.813	16.168	31.665
Cartera exterior	12.220	11.989	14.829	7.405	11.044	14.829	2.575	6.581
Renta variable	284.782	-406.742	356.595	100.392	229.149	356.595	-152.244	-148.956
Cartera interior	-9.277	10.381	8.003	593	3.572	8.003	1.937	3.474
Cartera exterior	294.059	-417.123	348.592	99.799	225.577	348.592	-154.181	-152.430
Derivados	-229.222	669.747	-308.833	-19.142	-209.674	-308.833	169.543	304.823
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-2.166	785	-3.871	-2.239	-3.680	-3.871	-436	-514
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	32
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-359	16.668	5.383	3.431	4.927	5.383	615	1.463
Diferencias de cambio netas	24.445	-198.307	-37.363	-61.397	17.439	-37.363	-8.399	-132.712
Otros productos y cargas de explotación	1.635	3.952	8.841	5.042	6.612	8.841	2.490	5.737
Otras operaciones	16.891	-23.532	-18.386	-5.441	-7.052	-18.386	-3.221	1.598
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	102.053	91.541	56.160	32.650	43.328	56.160	7.515	26.865
Activos monetarios y deuda pública	5.787	2.327	4.055	1.424	1.889	4.055	1.430	2.404
Otros valores de renta fija	21.773	20.241	17.089	9.336	13.660	17.089	1.643	1.870
Cartera interior	20.174	17.903	15.180	8.376	12.244	15.180	746	1.223
Cartera exterior	1.599	2.338	1.909	960	1.416	1.909	897	647
Renta variable	76.685	54.249	35.220	23.729	31.005	35.220	3.869	18.541
Cartera interior	57.237	36.991	19.064	15.651	17.033	19.064	48	2.741
Cartera exterior	19.448	17.258	16.156	8.078	13.972	16.156	3.821	15.800
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-2.166	785	-3.871	-2.239	-3.680	-3.871	-436	-514
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	32
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-359	16.668	5.383	3.431	4.927	5.383	615	1.463
Otras operaciones	333	-2.729	-1.716	-3.031	-4.473	-1.716	394	3.069
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	48.588	271.956	9.404	92.438	39.958	9.404	36.604	184.105
Activos monetarios y deuda pública	11.749	14.131	14.881	8.331	13.976	14.881	5.035	9.242
Otros valores de renta fija	45.781	58.800	-17.073	27.290	38.796	-17.073	17.100	36.376
Cartera interior	35.160	49.149	-29.993	20.845	29.168	-29.993	15.422	30.442
Cartera exterior	10.621	9.651	12.920	6.445	9.628	12.920	1.678	5.934
Renta variable	208.097	-460.991	321.375	76.663	198.144	321.375	-156.113	-167.497
Cartera interior	-66.514	-26.610	-11.061	-15.058	-13.461	-11.061	1.889	733
Cartera exterior	274.611	-434.381	332.436	91.721	211.605	332.436	-158.002	-168.230
Derivados	-229.222	669.747	-308.833	-19.142	-209.674	-308.833	169.543	304.823
Otras operaciones	12.183	-9.731	-946	-704	-1.284	-946	1.039	1.161
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	30.455	-205.427	-44.246	-58.061	22.756	-44.246	-10.563	-129.607
Diferencias de cambio netas	24.445	-198.307	-37.363	-61.397	17.439	-37.363	-8.399	-132.712
Otros productos y cargas de explotación	1.635	3.952	8.841	5.042	6.612	8.841	2.490	5.737
Otras operaciones	4.375	-11.072	-15.724	-1.706	-1.295	-15.724	-4.654	-2.632

<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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	1.629	2.481	1.912	1.401	1.912	391	923	1.040
II. Comisiones netas	109.165	97.886	93.246	67.075	93.246	24.515	51.268	59.560
Comisiones percibidas	126.055	112.351	108.198	77.220	108.198	28.394	59.205	69.002
Tramitación y ejecución de órdenes	38.176	36.354	38.112	28.968	38.112	10.384	20.177	23.292
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.748	2.870	3.128	1.871	3.128	199	1.957	2.373
Depósito y anotación de valores	366	441	576	458	576	138	306	345
Gestión de carteras	19.489	12.352	14.476	8.356	14.476	3.044	6.341	7.395
Diseño y asesoramiento	3.618	5.349	3.123	3.822	3.123	1.065	1.879	2.146
Búsqueda y colocación de paquetes	304	61	88	0	88	55	55	55
Operaciones de crédito al mercado	27	42	30	23	30	3	11	11
Comercialización de IIC	23.946	21.381	25.949	15.124	25.949	7.111	15.402	17.857
Otras	37.381	33.500	22.715	18.599	22.715	6.396	13.076	15.528
Comisiones satisfechas	16.890	14.465	14.952	10.145	14.952	3.879	7.937	9.442
III. Resultado de inversiones financieras	456	622	1.255	1.093	1.255	91	35	109
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.416	-1.539	-1.459	-1.340	-1.459	-208	-675	-822
V. Margen bruto	109.834	99.450	94.954	68.229	94.954	24.789	51.551	59.887
VI. Resultado de explotación	9.457	7.758	4.598	3.398	4.598	3.375	8.736	9.297
VII. Resultado de actividades continuadas	6.452	5.489	3.583	2.960	3.583	3.373	8.546	9.028
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.452	5.489	3.583	2.960	3.583	3.373	8.546	9.028

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: julio 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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	407	682	733	559	733	182	341	396
II. Comisiones netas	10.097	7.988	7.879	5.921	7.879	2.014	4.102	4.951
Comisiones percibidas	20.994	18.477	17.887	13.408	17.887	4.625	9.384	11.155
Gestión de carteras	18.020	16.582	16.307	12.168	16.307	4.226	8.564	10.209
Diseño y asesoramiento	1.160	1.894	1.579	1.240	1.579	399	819	946
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	7.487	10.008	2.611	5.282	6.204
III. Resultado de inversiones financieras	51	186	4	-41	4	-7	-11	2
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	22	-11	-1	9	-1	19	5	10
V. Margen bruto	10.577	8.845	8.615	6.448	8.615	2.208	4.437	5.359
VI. Resultado de explotación	1.154	1.526	1.406	1.071	1.406	474	1.024	1.344
VII. Resultado de actividades continuadas	939	1.042	953	728	953	316	687	908
VIII. Resultado neto del ejercicio	939	1.042	953	728	953	316	687	908

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: julio de 2013.

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

CUADRO 2.11

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

<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

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	14,68	13,22	3,19	11,56	11,78	3,19	9,99	12,18
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	24	32	31	38	36	31	29	25
0-≤15%	45	44	33	35	33	33	34	32
>15-<45%	17	14	24	18	22	24	20	24
>45-≤75%	8	5	3	4	1	3	7	5
>75%	7	5	2	4	4	2	3	6
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	15,28	13,79	2,97	12,12	12,36	2,97	9,72	11,78
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	10	13	14	12	14	14	13	13
0-≤15%	24	24	18	23	21	18	19	17
>15-<45%	8	7	11	10	11	11	11	12
>45-≤75%	4	2	2	2	0	2	2	2
>75%	4	3	1	1	1	1	1	2
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	8,16	7,46	6,25	5,17	5,54	6,25	15,20	20,26
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	18	15	23	20	15	14	10
0-≤15%	17	16	11	9	8	11	12	11
>15-<45%	8	6	13	8	11	13	8	12
>45-≤75%	4	3	1	2	1	1	5	3
>75%	3	2	1	3	3	1	2	4
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	2,12	4,70	6,59	3,82	4,30	6,59	5,43	5,87
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	1	2	3	2	2	2	2
0-≤15%	4	4	4	3	4	4	3	4
>15-<45%	1	1	0	0	0	0	1	0
>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	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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.627	5.460	5.246	5.293	5.246	5.243	5.224	5.212
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.224	2.205	2.207	2.163	2.131
Sociedades de inversión	3.133	3.056	2.981	3.007	2.981	2.979	3.006	3.025
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	26	24	24	22	22
IIC de inversión libre	33	36	36	36	36	33	33	34
Total IIC inmobiliarias	16	14	14	14	14	15	16	16
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	9	10	10
Total IIC extranjeras comercializadas en España	660	739	754	749	754	753	753	766
Fondos extranjeros comercializados en España	379	426	421	418	421	417	406	408
Sociedades extranjeras comercializadas en España	281	313	333	331	333	336	347	358
SGIIC	123	114	105	110	105	105	102	101
Depositarias IIC	114	97	84	87	84	83	80	78

1 Datos disponibles: agosto de 2013.

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

CUADRO 3.2

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II <sup>1</sup>	III <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.578.524	5.249.813	4.815.636	4.939.311	4.815.636	4.927.984	5.054.555	5.131.339
Fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.531.940	4.410.771	4.523.140	4.646.619	4.723.768
Sociedades de inversión	417.635	414.620	404.865	407.371	404.865	404.844	407.936	407.571
Total IIC inmobiliarias	76.223	30.678	26.155	28.522	26.155	25.069	22.558	22.581
Fondos de inversión inmobiliaria	75.280	29.735	25.218	27.587	25.218	24.048	21.541	21.563
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	943	937	935	937	1.021	1.017	1.018
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	865.767	761.380	817.309	819.911	817.309	887.121	951.529	-
Fondos extranjeros comercializados en España	193.233	177.832	163.255	186.878	163.255	186.449	185.490	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	666.534	583.548	654.054	633.033	654.054	700.672	766.039	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: julio 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		
				III	IV	I	II <sup>1</sup>	III <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	170.073,1	155.982,6	147.722,2	149.122,7	147.722,2	154.845,3	160.704,6	166.066,1
Fondos de inversión <sup>3</sup>	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.108,2	124.040,4	130.295,4	135.933,5	140.598,6
Sociedades de inversión	26.155,0	23.614,0	23.681,8	24.014,5	23.681,8	24.549,9	24.771,1	25.467,5
Total IIC inmobiliarias	6.437,5	4.807,1	4.485,5	4.608,6	4.485,5	4.915,2	4.839,5	4.805,7
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.313,9	4.201,5	4.071,4	3.985,5	3.955,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	294,7	284,1	843,8	854,0	850,7
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	36.692,9	29.969,5	37.990,7	38.409,5	37.990,7	44.504,2	48.227,8	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.535,9	6.382,9	6.248,7	7.591,8	6.248,7	7.559,1	7.851,0	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	28.156,9	23.586,6	31.742,0	30.817,7	31.742,0	36.945,1	40.376,8	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: julio 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 junio de 2013, del orden de 3.750 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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Patrimonio	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.120,7	125.108,2	124.040,4	130.295,4	135.933,5
Cartera de inversiones financieras	137.295,4	126.370,0	118.446,5	119.257,1	119.558,0	118.446,5	123.616,6	129.370,9
Cartera interior	89.630,2	90.394,4	82.929,6	83.543,1	83.428,6	82.929,6	88.257,3	94.936,5
Valores representativos de deuda	68.575,1	72.076,1	65.999,1	67.492,7	67.268,2	65.999,1	67.522,7	71.448,3
Instrumentos de patrimonio	3.829,2	3.087,0	3.140,8	2.812,9	2.942,0	3.140,8	3.327,5	3.518,9
Instituciones de inversión colectiva	7.338,6	6.038,5	3.170,7	3.566,2	3.326,8	3.170,7	3.563,9	3.913,4
Depósitos en EECC	9.460,8	8.961,2	10.333,3	9.415,4	9.650,0	10.333,3	13.647,7	15.750,8
Derivados	426,2	231,5	285,7	256,0	241,6	285,7	195,5	305,1
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	35.708,0	36.123,3	35.512,7	35.355,8	34.430,8
Valores representativos de deuda	30.337,4	22.713,5	20.493,9	21.937,0	21.553,5	20.493,9	18.969,8	18.053,8
Instrumentos de patrimonio	8.385,8	7.037,3	7.668,6	7.069,7	7.452,0	7.668,6	8.241,2	8.458,3
Instituciones de inversión colectiva	8.404,7	6.061,6	7.112,3	6.485,3	6.928,3	7.112,3	7.904,4	7.725,9
Depósitos en EECC	108,0	23,0	45,8	59,8	37,4	45,8	36,9	39,3
Derivados	387,1	131,6	191,6	154,7	151,5	191,6	203,1	153,3
Otros	3,6	1,1	0,6	1,5	0,6	0,6	0,5	0,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	38,6	7,5	4,2	6,0	6,1	4,2	3,6	3,2
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	6.531,4	5.837,6	5.374,7	5.630,4	5.324,0	5.374,7	6.397,1	6.264,0
Neto deudores/acreedores	91,4	161,1	219,2	233,3	226,2	219,2	281,6	298,7

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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Patrimonio	26.155,0	23.614,0	23.681,8	23.473,9	24.014,5	23.681,8	24.549,9	24.771,1
Cartera de inversiones financieras	25.187,3	22.521,9	22.512,4	22.149,6	22.300,8	22.512,4	23.310,1	23.438,8
Cartera interior	12.881,4	12.385,3	11.568,0	11.613,0	11.196,4	11.568,0	11.859,7	11.939,5
Valores representativos de deuda	5.435,9	7.460,8	6.021,4	7.006,9	6.562,6	6.021,4	5.937,5	6.092,5
Instrumentos de patrimonio	2.988,6	2.508,5	2.271,7	2.275,2	2.149,5	2.271,7	2.336,8	2.332,0
Instituciones de inversión colectiva	758,7	667,4	701,0	646,1	650,7	701,0	800,6	805,7
Depósitos en EECC	3.675,2	1.721,7	2.531,9	1.649,6	1.794,8	2.531,9	2.740,9	2.671,3
Derivados	-5,9	-5,2	7,7	1,4	4,0	7,7	10,0	4,9
Otros	29,0	32,2	34,3	33,9	34,6	34,3	33,9	33,1
Cartera exterior	12.298,1	10.131,1	10.940,2	10.531,5	11.100,0	10.940,2	11.446,1	11.495,1
Valores representativos de deuda	3.606,8	3.070,6	2.489,2	3.024,4	2.972,9	2.489,2	2.217,1	2.041,9
Instrumentos de patrimonio	4.166,0	3.384,3	3.587,8	3.345,4	3.433,4	3.587,8	3.822,5	3.955,9
Instituciones de inversión colectiva	4.390,5	3.516,3	4.700,2	3.997,7	4.523,9	4.700,2	5.261,0	5.359,0
Depósitos en EECC	12,1	10,8	14,0	12,1	11,0	14,0	13,5	10,6
Derivados	119,9	145,1	147,1	147,6	154,6	147,1	130,2	125,9
Otros	2,8	3,9	1,8	4,2	4,2	1,8	1,7	1,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	5,5	4,3	5,1	4,4	4,3	4,3	4,7
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	1.030,2	1.530,9	959,7	1.076,2	1.127,9
Neto deudores/acreedores	135,5	237,4	209,6	294,0	182,7	209,6	163,4	204,2

1 Datos provisionales.

	2010	2011	2012	2012		2013		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.408	2.310	2.185	2.197	2.185	2.185	2.117	2.108
Renta fija <sup>3</sup>	537	508	454	459	454	448	408	400
Renta fija mixta <sup>4</sup>	160	140	125	128	125	126	129	128
Renta variable mixta <sup>5</sup>	138	128	117	119	117	120	124	126
Renta variable euro	172	148	127	129	127	126	116	113
Renta variable internacional	232	220	211	214	211	209	198	194
Garantizado renta fija	276	351	398	393	398	409	402	401
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	499	420	361	369	361	348	336	338
Fondos globales	192	203	192	194	192	182	174	172
De gestión pasiva	61	59	85	75	85	103	126	133
Retorno absoluto	141	133	115	117	115	114	104	103
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.531.940	4.410.771	4.523.140	4.646.619	4.723.768
Renta fija <sup>3</sup>	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.297.686	1.261.634	1.283.052	1.347.295	1.371.691
Renta fija mixta <sup>4</sup>	270.341	206.938	188.574	193.992	188.574	194.084	203.705	206.669
Renta variable mixta <sup>5</sup>	171.336	145.150	138.096	140.387	138.096	140.132	141.715	145.643
Renta variable euro	266.395	237.815	220.450	220.342	220.450	231.881	239.309	245.689
Renta variable internacional	501.138	448.539	398.664	417.276	398.664	409.552	427.789	435.788
Garantizado renta fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.082.897	1.075.852	1.114.875	1.124.209	1.110.351
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	1.065.426	912.298	727.880	783.203	727.880	703.587	655.760	656.050
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	105.824	101.321	104.718	111.567	115.124
De gestión pasiva	90.343	100.416	125.003	110.678	125.003	170.399	224.481	262.443
Retorno absoluto	277.445	229.097	173.297	179.655	173.297	170.860	170.789	174.320
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.108,2	124.040,4	130.295,4	135.933,5	140.599
Renta fija <sup>3</sup>	56.614,6	46.945,5	40.664,6	41.512,2	40.664,6	42.690,3	46.736,8	48.399,1
Renta fija mixta <sup>4</sup>	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.512,9	5.500,9	5.965,6	6.618,4	6.867,8
Renta variable mixta <sup>5</sup>	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.116,2	3.179,9	3.593,6	3.911,9	4.202,2
Renta variable euro	5.356,8	4.829,2	5.270,2	4.891,7	5.270,2	5.691,8	5.867,8	6.386,6
Renta variable internacional	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.663,2	6.615,0	7.224,0	7.297,3	7.709,6
Garantizado renta fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	36.489,9	36.445,0	37.653,1	37.316,1	36.308,0
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	22.046,5	18.014,5	14.413,2	15.383,0	14.413,2	13.925,5	13.032,2	13.237,8
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.288,4	4.358,6	4.366,9	4.157,3	4.332,0
De gestión pasiva	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.456,2	2.991,2	4.511,4	6.402,4	8.512,9
Retorno absoluto	8.348,1	5.989,7	4.601,9	4.794,4	4.601,9	4.673,3	4.593,4	4.642,6

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

2 Datos disponibles: julio 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.531.940	4.410.771	4.523.140	4.646.619	4.723.768
Personas físicas	5.019.902	4.706.193	4.293.071	4.410.151	4.293.071	4.400.031	4.517.632	4.591.414
Residentes	4.954.891	4.645.384	4.237.534	4.353.203	4.237.534	4.344.170	4.461.680	4.535.081
No residentes	65.011	60.809	55.537	56.948	55.537	55.861	55.952	56.333
Personas jurídicas	140.987	129.000	117.700	121.789	117.700	123.109	128.987	132.354
Entidades de crédito	524	490	473	485	473	500	506	506
Otros agentes residentes	139.550	127.765	116.589	120.632	116.589	121.922	127.784	131.128
Entidades no residentes	913	745	638	672	638	687	697	720
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	143.918,1	132.368,6	124.040,4	125.108,2	124.040,4	130.295,4	135.933,5	140.598,6
Personas físicas	113.660,6	106.627,6	101.963,8	102.386,1	101.963,8	106.634,4	110.298,6	113.753,6
Residentes	111.900,1	105.088,0	100.515,7	100.914,7	100.515,7	105.154,3	108.795,3	112.177,0
No residentes	1.760,5	1.539,6	1.448,0	1.471,4	1.448,0	1.480,1	1.503,4	1.576,7
Personas jurídicas	30.257,5	25.741,1	22.076,6	22.722,0	22.076,6	23.661,0	25.634,9	26.845,0
Entidades de crédito	1.926,1	1.446,7	1.075,4	1.258,3	1.075,4	610,5	496,7	501,3
Otros agentes residentes	27.644,6	23.880,7	20.657,1	21.116,5	20.657,1	22.662,2	24.719,9	25.909,1
Entidades no residentes	686,9	413,7	344,1	347,2	344,1	388,2	418,2	434,6

1 Datos disponibles: julio 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	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	78.805,2	58.145,0	51.006,7	11.127,7	18.221,5	8.724,7	17.899,8	24.368,4
Renta fija	41.656,1	27.206,2	32.924,2	5.897,5	14.366,3	4.884,3	9.266,2	15.803,3
Renta fija mixta	3.538,8	1.332,4	1.440,2	379,1	310,6	391,6	784,9	1.009,0
Renta variable mixta	1.221,7	815,7	590,0	196,1	94,7	197,7	396,6	496,0
Renta variable euro	1.673,0	2.085,0	1.257,5	350,6	312,1	310,3	699,9	866,6
Renta variable internacional	4.455,2	3.835,1	1.693,8	385,1	393,4	354,1	698,3	984,9
Garantizado renta fija	11.513,4	13.965,7	7.976,3	2.538,7	1.851,5	1.245,8	2.956,0	1.763,8
Garantizado renta variable	5.120,1	2.570,7	1.420,7	494,9	272,4	179,0	469,3	502,7
Fondos globales	3.018,1	3.261,6	1.270,9	295,8	168,6	338,2	500,8	496,7
De gestión pasiva	683,8	924,7	1.402,2	366,8	263,6	522,2	1.689,9	1.969,8
Retorno absoluto	5.924,8	2.147,7	1.031,0	223,1	188,3	301,5	437,9	475,6
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	104.385,6	68.983,6	63.744,4	15.465,6	21.398,1	12.295,4	13.654,7	19.151,6
Renta fija	68.806,1	37.633,9	38.767,8	7.859,9	16.247,2	6.157,7	7.353,2	11.758,0
Renta fija mixta	4.955,7	3.258,1	2.215,4	626,3	484,2	508,1	471,7	599,6
Renta variable mixta	1.311,8	1.136,2	973,1	323,6	163,0	251,0	185,2	277,5
Renta variable euro	2.369,9	1.933,0	1.421,2	336,8	314,2	334,2	425,3	764,4
Renta variable internacional	3.303,3	4.652,7	2.114,4	549,3	449,3	540,6	583,0	827,3
Garantizado renta fija	6.797,4	6.737,4	8.829,3	3.059,8	1.793,0	2.220,3	2.427,3	2.099,3
Garantizado renta variable	7.620,2	5.632,3	4.944,2	1.365,9	1.077,5	1.294,8	1.030,3	1.357,1
Fondos globales	2.694,4	2.316,3	1.278,4	367,6	269,7	330,7	301,1	316,0
De gestión pasiva	1.474,1	1.199,2	830,1	252,2	195,8	161,8	467,2	599,4
Retorno absoluto	5.053,0	4.484,7	2.370,4	724,2	404,2	496,2	410,4	553,0

1 Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-25.580,6	-10.853,1	-14.597,3	-4.419,4	-3.177,2	-3.579,6	4.224,4	5.205,5
Renta fija	-27.149,9	-10.423,6	-7.739,7	-2.060,0	-1.885,4	-1.297,8	1.729,5	3.934,9
Renta fija mixta	-1.417,0	-1.980,4	-18,8	-167,8	-46,1	-107,1	419,0	668,7
Renta variable mixta	-90,0	-375,5	35,8	-100,8	-45,2	-38,0	349,0	315,7
Renta variable euro	-696,9	142,0	-115,4	18,2	13,5	24,7	275,0	104,6
Renta variable internacional	1.152,1	-796,0	-425,3	-180,8	-38,6	-188,7	122,3	133,3
Garantizado renta fija	4.716,0	7.809,3	-338,8	-430,5	215,7	-873,0	537,8	-602,6
Garantizado renta variable	-2.500,1	-4.053,9	-4.225,9	-1.030,4	-1.040,2	-1.258,9	-651,9	-952,7
Fondos globales	323,6	972,2	-1.021,0	-199,8	-105,5	-5,5	-61,0	-197,9
De gestión pasiva	-790,3	60,8	823,8	233,6	140,0	420,0	1.477,0	1.851,1
Retorno absoluto	871,7	-2.207,9	-1.571,9	-501,0	-385,4	-255,3	27,7	-49,5
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	135,7	-673,3	6.289,3	-2.452,8	3.175,6	2.513,4	2.035,2	433,0
Renta fija	64,5	744,9	1.459,6	-203,9	560,1	450,4	296,4	111,7
Renta fija mixta	-56,4	-85,1	266,1	-88,2	128,2	95,0	45,8	-15,8
Renta variable mixta	-53,4	-189,0	238,2	-93,0	121,1	101,8	64,7	2,6
Renta variable euro	-254,1	-666,9	558,8	-316,1	361,8	354,9	146,5	71,4
Renta variable internacional	877,4	-947,2	759,1	-258,8	328,2	140,5	486,7	-60,0
Garantizado renta fija	-170,4	1.070,4	1.727,4	-824,3	852,8	828,4	670,5	265,8
Garantizado renta variable	-392,8	21,8	624,5	-435,2	480,2	289,0	164,2	59,4
Fondos globales	123,1	-307,8	274,9	-73,7	121,8	75,7	69,3	-11,7
De gestión pasiva	-109,7	-163,9	196,8	-96,5	135,6	115,0	47,4	39,9
Retorno absoluto	107,7	-150,5	184,1	-63,0	85,8	62,9	43,7	-30,4

**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	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,09	0,45	6,03	-1,73	2,83	2,31	1,86	0,69
Renta fija	0,78	2,28	4,33	-0,30	1,58	1,34	0,92	0,58
Renta fija mixta	0,61	-0,15	6,05	-1,33	2,65	2,06	1,09	0,06
Renta variable mixta	0,11	-4,30	9,20	-2,67	4,34	3,68	2,25	0,57
Renta variable euro	-3,05	-10,77	12,84	-6,40	8,15	7,49	3,10	2,08
Renta variable internacional	14,80	-11,05	13,51	-3,51	5,48	2,60	7,57	-0,22
Garantizado renta fija	-0,11	3,77	5,30	-2,30	2,58	2,50	2,00	0,98
Garantizado renta variable	-0,46	1,29	5,26	-2,34	3,36	2,26	1,45	0,77
Fondos globales	4,15	-4,55	7,80	-1,42	3,18	2,11	1,97	0,06
De gestión pasiva	-2,50	-6,27	7,99	-4,46	5,92	4,23	1,42	1,02
Retorno absoluto	2,49	-0,90	4,93	-0,90	2,11	1,67	1,24	-0,47
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,91	0,93	0,94	0,23	0,23	0,24	0,24	0,27
Renta fija	0,65	0,64	0,66	0,16	0,16	0,17	0,17	0,22
Renta fija mixta	1,20	1,17	1,10	0,27	0,27	0,27	0,28	0,32
Renta variable mixta	1,65	1,59	1,51	0,38	0,37	0,36	0,37	0,42
Renta variable euro	1,78	1,80	1,77	0,44	0,44	0,44	0,43	0,47
Renta variable internacional	1,84	1,77	1,74	0,43	0,41	0,42	0,46	0,48
Garantizado renta fija	0,62	0,72	0,79	0,19	0,20	0,21	0,21	0,23
Garantizado renta variable	1,24	1,24	1,23	0,30	0,31	0,31	0,30	0,31
Fondos globales	1,06	1,11	1,01	0,23	0,23	0,22	0,31	0,32
De gestión pasiva	0,72	0,75	0,81	0,20	0,20	0,19	0,18	0,19
Retorno absoluto	1,06	1,08	1,03	0,26	0,23	0,24	0,29	0,30
<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	0,02	0,03
Renta fija mixta	0,10	0,12	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
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	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	0,35	-0,08	5,50	-1,75	2,72	2,08	1,64	0,37
Renta fija	0,11	1,56	3,54	-0,47	1,35	1,12	0,76	0,31
Renta fija mixta	-0,54	-1,34	4,95	-1,55	2,41	1,75	0,83	-0,19
Renta variable mixta	-0,98	-5,64	7,83	-2,90	4,12	3,30	2,02	0,17
Renta variable euro	-2,94	-11,71	12,31	-6,34	8,16	7,28	3,05	1,32
Renta variable internacional	14,22	-10,83	13,05	-3,63	5,27	2,32	7,49	-0,45
Garantizado renta fija	-0,67	3,28	4,85	-2,32	2,42	2,27	1,72	0,68
Garantizado renta variable	-1,79	0,14	5,07	-2,43	3,89	1,99	1,16	0,42
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	-1,23	2,93	2,03	1,75	-0,26
De gestión pasiva	-2,36	-7,33	7,10	-4,31	5,44	4,04	0,96	0,77
Retorno absoluto	1,53	-1,87	3,84	-1,04	1,82	1,36	1,01	-0,57

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

CUADRO 3.12

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Partícipes	1.852	2.047	2.427	2.169	2.305	2.427	2.384	2.346
Patrimonio (millones de euros)	646,2	728,1	918,6	774,5	828,7	918,6	964,8	995,3
Suscripciones (millones de euros)	236,6	201,1	347,6	60,7	83,0	132,4	95,9	56,8
Reembolsos (millones de euros)	268,6	92,5	212,7	43,8	50,9	68,2	82,2	48,4
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-32,0	108,6	134,8	16,8	32,1	64,2	13,6	8,4
Rendimientos netos (millones euros)	26,3	-26,5	55,7	-17,7	22,2	25,7	31,9	22,0
Rentabilidad (en %)	5,37	-2,60	7,17	-2,29	2,85	3,03	3,72	2,34
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	6,33	-1,88	8,00	-1,48	2,72	3,01	3,91	5,98
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	1,91	1,66	1,38	0,32	0,32	0,36	0,54	1,10
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	3.607	3.513	3.338	3.211	3.185
Patrimonio (millones de euros)	694,9	573,0	540,0	561,4	561,3	540,0	536,2	529,2
Suscripciones (millones de euros)	47,9	10,6	23,6	7,4	13,7	0,5	0,8	-
Reembolsos (millones de euros)	184,8	120,1	74,3	13,2	21,2	26,4	19,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-136,9	-109,6	-50,8	-5,9	-7,5	-25,9	-18,2	-
Rendimientos netos (millones euros)	21,7	-12,3	17,6	-0,7	7,4	4,5	14,4	-
Rentabilidad (en %)	3,15	-1,70	0,88	-2,21	1,38	0,60	2,73	0,72
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	4,38	-0,47	4,56	0,16	1,66	1,22	3,03	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,25	1,25	1,28	0,30	0,32	0,33	0,32	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: mayo de 2013. Rentabilidad calculada para el periodo marzo-mayo.

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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>3</sup></b>								
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.224	2.205	2.207	2.163	2.130
Sociedades de inversión	3.068	3.002	2.922	2.949	2.922	2.922	2.945	2.958
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	26	24	24	22	22
IIC de inversión libre	31	35	35	35	35	33	33	34
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	9	10	10
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.108,2	124.040,4	130.295,4	135.933,4	140.598,6
Sociedades de inversión	25.361,3	23.037,6	23.011,0	23.363,1	23.011,0	23.936,4	24.098,1	24.779,2
IIC de IIC de inversión libre <sup>4</sup>	694,9	573,0	539,9	561,3	539,9	536,2	529,2	-
IIC de inversión libre <sup>4</sup>	643,5	694,7	882,5	791,0	882,5	964,8	995,3	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.313,9	4.201,5	4.071,4	3.985,5	3.955,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	294,7	284,1	843,8	854,0	850,7

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: julio de 2013.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2013: mayo de 2013.

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

CUADRO 3.14

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	36.692,9	29.969,5	37.990,7	34.555,4	38.409,5	37.990,7	44.504,2	48.227,8
Fondos	8.535,9	6.382,9	6.248,7	7.199,6	7.591,8	6.248,7	7.559,1	7.851,0
Sociedades	28.156,9	23.586,6	31.742,0	27.355,8	30.817,7	31.742,0	36.945,1	40.376,8
<b>Nº DE INVERSORES</b>								
Total	865.767	761.380	817.309	789.088	819.911	817.309	887.121	951.529
Fondos	193.233	177.832	163.255	180.064	186.878	163.255	186.449	185.490
Sociedades	666.534	583.548	654.054	609.024	633.033	654.054	700.672	766.039
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>								
Total	660	739	754	743	749	754	753	753
Fondos	379	426	421	421	418	421	417	406
Sociedades	281	313	333	322	331	333	336	347
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	290	297	310	302	308	310	307	308
Francia	225	284	272	278	279	272	276	271
Irlanda	75	87	90	89	90	90	90	93
Alemania	20	20	31	22	23	31	31	30
Reino Unido	16	19	22	21	21	22	22	22
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	2
Austria	27	25	23	24	20	23	21	22
Bélgica	5	5	3	5	5	3	3	3
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	0	1	0	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		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	7	6	6	6	6	6	6	6
Participes	75.280	29.735	25.218	27.587	25.218	24.048	21.541	21.563
Patrimonio (millones de euros)	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.313,9	4.201,5	4.071,4	3.985,5	3.955,0
Rentabilidad (%)	-4,74	-3,23	-5,53	-1,64	-1,93	-2,59	-1,88	-0,76
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	8	8	8	8	8	9	10	10
Accionistas	943	943	937	935	937	1.021	1.017	1.018
Patrimonio (millones de euros)	321,9	312,5	284,1	294,7	284,1	843,8	854,0	850,7

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

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







