



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre II  
2013





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre II  
2013**

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

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

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

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

ISSN (edición impresa): 1887-7044

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Depósito Legal: M-17779-2007

Maqueta: Composiciones Rali, S.A.

Imprime: Artes Gráficas San Miguel, S.A.

# Índice

<b>I</b>	<b>Informe de coyuntura de mercados</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>45</b>
	El efecto en precios de las compraventas de acciones realizadas por los consejeros	47
	Carlos Aparicio Roqueiro y Julio Alberto Crego Cobelo	
	Los fondos de titulización de activos hipotecarios españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante el periodo 1993-2012	67
	Rosario Martín Martín	
<b>III</b>	<b>Novedades regulatorias</b>	<b>91</b>
	Reseña sobre informes recientes de IOSCO en materia de estándares de regulación	93
	Anna Ispierto Maté y Julia Rodríguez de Agüero Delgado	
<b>IV</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>111</b>
<b>V</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>125</b>



## Siglas y acrónimos

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

ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Memorando de entendimiento / Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
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 Informe de coyuntura de mercados (\*)

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



## Índice

1	Panorámica general	13
2	Entorno financiero exterior	16
2.1	Tipos de interés a corto plazo	16
2.2	Tipos de cambio	19
2.3	Tipos de interés a largo plazo	20
2.4	Las bolsas internacionales	25
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	31
3.1	Mercados de renta fija	31
3.2	Mercados de renta variable	36



# 1 Panorámica general

La evolución de los mercados financieros internacionales a lo largo del primer semestre del año se ha visto condicionada por la publicación de indicadores e informaciones macrofinancieras que, en general, han confirmado la mayor fortaleza de la actividad en EEUU y Japón, la desaceleración de las economías emergentes de mayor tamaño y el retraso de la recuperación en Europa. En el ámbito de las políticas monetarias, cabe señalar la predisposición de la Reserva Federal a retirar progresivamente las medidas de expansión monetaria a medida que los datos de actividad y empleo muestren una evolución más satisfactoria y, sobre todo, la decisión del Banco de Japón de realizar la mayor expansión monetaria de su historia reciente con el fin de impulsar la actividad y la inflación hasta tasas del 2% hacia finales de 2014. En la zona del euro, el BCE decidió en primavera rebajar nuevamente los tipos de interés oficiales en 25 p.b. hasta el 0,5%, dada la ausencia de presiones inflacionistas y la debilidad de la actividad económica.

En este marco, las revalorizaciones que se observaron en los últimos meses de 2012 en los índices de renta variable más relevantes tendieron a prolongarse en los primeros meses de 2013, particularmente en EEUU y Japón, donde los indicadores de actividad superaban las expectativas del mercado. A mediados de junio<sup>1</sup>, los índices estadounidenses crecían más de un 13% y los japoneses, más de un 22%. En Europa también se observaron aumentos en los precios de los instrumentos de renta variable, pero menos intensos que los de 2012, en un entorno de mayor debilidad económica y de cierta fragilidad en los mercados como consecuencia de la percepción de diversas vulnerabilidades en el sector bancario europeo. La multitud de informaciones en diferentes sentidos hizo que la volatilidad de los índices creciera hasta tasas del 30%, salvo en Japón, donde la incertidumbre sobre el resultado del programa de expansión monetaria elevó la volatilidad de la bolsa hasta niveles del 50%.

En los mercados de deuda se observó, por una parte, un ligero incremento en las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo de las economías avanzadas que mostraban un mayor dinamismo en su actividad económica y, por otra parte, un notable descenso de las rentabilidades de la deuda de aquellas economías europeas más vulnerables, si bien esta tendencia se invirtió parcialmente en las semanas centrales del año. Para estas últimas economías, las primas de riesgo soberano acumularon un descenso sustancial desde los meses centrales de 2012, si bien sus niveles de mediados de 2013 continuaban por encima de los observados antes de la crisis. La evolución de los mercados de deuda corporativa a ambos lados del Atlántico estuvo marcada por la abundancia de liquidez derivada del tono expansivo de las políticas monetarias, que ha dado lugar a un fenómeno de «búsqueda de rentabilidad» por parte de algunos inver-

---

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

sores. Este fenómeno ha intensificado las compras de instrumentos de deuda de menor calidad crediticia, reduciendo notablemente sus *spreads*<sup>2</sup>.

En España, los datos de actividad más recientes correspondientes al primer trimestre del año revelaron un retroceso del PIB del 0,5% trimestral (tres décimas menos que el trimestre anterior) y del 2,0% anual, frente al -0,1% y -1,1% respectivamente en la zona del euro. El consenso de las previsiones de los analistas indica que la caída del PIB podría ser cercana al 1,5% en 2013, mientras que en 2014 ya se observarían tasas de variación positivas, aunque todavía muy reducidas. La tasa de inflación, que había escalado hasta niveles del 3,5% en octubre de 2012 como consecuencia de la subida del IVA, se redujo progresivamente hacia tasas del 1,7% en mayo. Las cifras correspondientes al mercado laboral siguieron deteriorándose en el primer trimestre de 2013, con una tasa de desempleo superior al 27,2% de la población activa y una caída del empleo del 4,6%. Finalmente, en materia presupuestaria cabe señalar el reconocimiento desde instancias europeas de la conveniencia de avanzar con un ritmo más moderado en el proceso de consolidación fiscal, otorgando un plazo de dos años más (hasta 2016) al Gobierno español para reducir el déficit público por debajo del 3% del PIB. El objetivo para este año quedó fijado en el 6,5% del PIB.

En los mercados domésticos de deuda, la notable mejoría de las condiciones de financiación de los agentes que se produjo durante la segunda parte de 2012 tendió a prolongarse durante los primeros meses de 2013, aunque con menos intensidad. Así, los tipos de interés de la deuda pública y privada, sobre todo en los plazos más cortos, continuaron reduciéndose hasta el mes de mayo y después se incrementaron ligeramente. El diferencial de tipos de interés entre el bono español y el bono alemán a diez años se situaba ligeramente por encima de los 300 p.b. a mediados de junio, por debajo de los 396 p.b. de diciembre. A pesar de la disminución de los tipos de interés, el volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV experimentó un retroceso del 63,5% en el primer semestre del año, situándose en 69.643 millones de euros, debido parcialmente a la menor necesidad de financiación de las entidades financieras dados sus compromisos y su actividad inversora.

La evolución de los mercados nacionales de renta variable a lo largo de la primera mitad de 2013 estuvo condicionada, como en otras plazas de referencia, por la abundancia de liquidez en un marco de mayor apetencia por el riesgo, si bien la marcada debilidad de la actividad económica española acabó teniendo un cierto impacto en las cotizaciones bursátiles. Así, el Ibex 35 cedió un 1,2% en la primera mitad de 2013, frente a las revalorizaciones observadas en la mayoría de los índices europeos. Sin embargo, las condiciones de volatilidad y de liquidez permanecieron en niveles similares a los observados en momentos de ausencia de turbulencias y apenas se vieron afectadas por acontecimientos como el rescate a Chipre o la incertidumbre política en Italia. El volumen de contratación en estos mercados continuó contrayéndose (un 13,5% entre enero y junio), en línea con el retroceso observado en otras plazas mundiales<sup>3</sup>.

---

2 En los últimos días de junio, el anuncio de la Reserva Federal de empezar a reducir las compras de activos a finales de este año y finalizar el programa de compras a mediados de 2014, si la evolución de la economía se mantiene en línea con sus previsiones, dio lugar a un retroceso significativo de las bolsas y a un incremento de las rentabilidades de la deuda a largo plazo.

3 Entre el 15 de junio, fecha de cierre de este informe, y el 24 de junio, el Ibex 35 perdió un 6,4% de su valor, en línea con las caídas de otras bolsas europeas, tras las declaraciones de la Reserva Federal.

	III 12	IV 12	I 13	II 13 <sup>8</sup>
<b>Tipos de interés a corto plazo (%)<sup>1</sup></b>				
Tipo de interés oficial	0,75	0,75	0,75	0,50
Euríbor 3 meses	0,25	0,19	0,21	0,20
Euríbor 12 meses	0,74	0,55	0,55	0,49
<b>Tipos de cambio<sup>2</sup></b>				
Dólar / euro	1,29	1,32	1,28	1,33
Yen / euro	100,4	113,6	120,9	126,4
<b>Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>3</sup></b>				
Alemania				
3 años	0,08	0,02	0,06	0,22
5 años	0,46	0,35	0,40	0,58
10 años	1,52	1,36	1,41	1,56
EEUU				
3 años	0,34	0,35	0,38	0,50
5 años	0,66	0,69	0,81	1,07
10 años	1,70	1,71	1,94	2,15
<b>Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)<sup>3</sup></b>				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	500	378	301	317
BBB	112	67	59	44
AAA	-121	-81	-84	-78
EEUU				
<i>High yield</i>	541	507	450	445
BBB	190	165	143	150
AAA	38	29	44	57
<b>Mercados de renta variable</b>				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) <sup>4</sup>				
Euro Stoxx 50	8,4	7,4	-0,5	2,0
Dow Jones	4,3	-2,5	11,3	3,4
Nikkei	-1,5	17,2	19,3	2,3
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	4,5	16,4	18,4	-5,3
Bovespa (Brasil)	8,9	3,0	-7,5	-12,5
Shangai Comp. (China)	-6,3	8,8	-1,4	-3,3
BSE (India)	8,0	4,8	-5,0	2,0
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	8,5	6,0	-3,0	1,9
PER del Ibex 35 <sup>5</sup>	11,1	11,7	11,3	12,0
Volatilidad del Ibex 35 (%) <sup>6</sup>	34,4	22,3	21,3	22,5
Contratación en el SIBE <sup>7</sup>	2.345	2.148	2.593	2.445

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

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos a final de periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento a final del periodo. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.
- 8 Con datos hasta el 15 de junio.

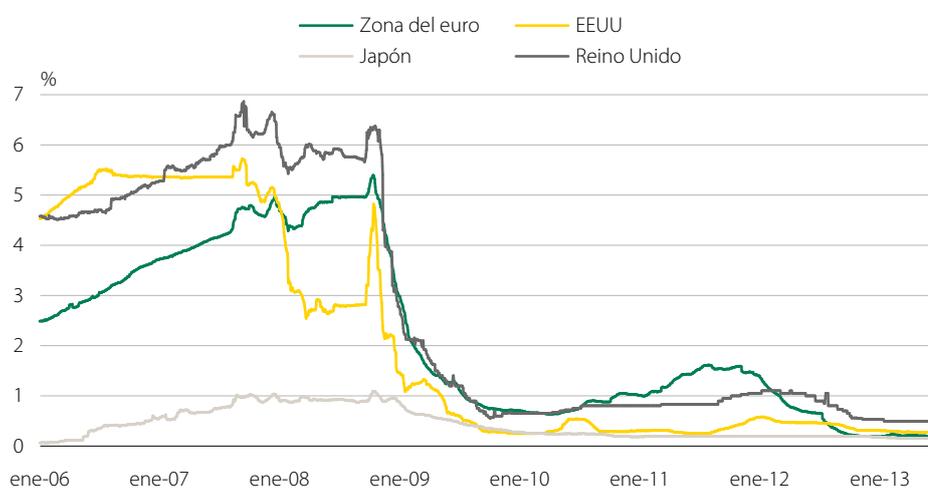
## 2 Entorno financiero exterior

### 2.1 Tipos de interés a corto plazo

La debilidad de la actividad económica en las principales áreas económicas avanzadas, particularmente en la zona del euro, junto con la ausencia de presiones inflacionistas, permitió que los tipos de interés a corto plazo continuaran en mínimos históricos a lo largo del primer semestre de 2013. Como se observa en el gráfico 1, los tipos de interés a tres meses del mercado interbancario se mantuvieron en tasas que oscilaron entre los 15 p.b. y los 27 p.b. en la zona del euro, EEUU y Japón. En el Reino Unido estos tipos eran algo más elevados, ya que se situaban en los 50 p.b. a mediados de año, si bien la tendencia de todos ellos fue prácticamente estable a lo largo del periodo considerado.

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



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

Cabe destacar la decisión del BCE de reducir nuevamente el tipo de interés oficial desde el 0,75% hasta el 0,5%<sup>4</sup> en un contexto marcado por la prolongación de la recesión en el conjunto de la zona y el mantenimiento de la tasa de inflación por debajo del umbral de referencia de la autoridad monetaria. La rebaja del tipo de interés de la zona, que se hizo efectiva en los primeros días de mayo, dio lugar a un nuevo mínimo histórico del tipo de interés oficial en la historia de la Unión Económica y Monetaria europea. Tanto este descenso del tipo de interés como la adopción de otras medidas no convencionales por parte del BCE forman parte de un marco de política monetaria de tono expansivo que persigue el relanzamiento de la actividad económica y la fluidez del crédito a la economía real.

Con relación a las decisiones adoptadas por otras autoridades monetarias, cabe señalar la disposición de la Reserva Federal a retirar antes de lo previsto las medidas de estímulo monetario que forman parte del programa conocido como *Quantitative*

4 Desde noviembre de 2011, el BCE ha rebajado en cuatro ocasiones el tipo de interés oficial. En cada una de ellas el descenso ha sido de 25 p.b.

*Easing*, siempre que la evolución de la actividad económica y, sobre todo, del desempleo sean favorables, y la decisión del Banco de Japón de realizar la mayor expansión monetaria de su historia reciente. La autoridad japonesa anunció en abril su decisión de doblar la base monetaria de la economía hasta finales de 2014 mediante la compra de deuda a largo plazo, ETF y otros activos, con el fin de impulsar la inflación hacia tasas del 2%. La estrategia del Banco de Japón es similar en algunos aspectos a las que han adoptado la Reserva Federal o el BCE desde que comenzó la crisis, aunque se diferencia de estas en que la expansión cuantitativa es mayor con relación al tamaño de la economía, en que el plazo de tiempo de los objetivos es menor y en que incluye compras de activos de mayor riesgo relativo.

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

CUADRO 2

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
<b>Zona del euro</b>								
Oficial <sup>2</sup>	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50
3 meses	0,71	1,02	1,43	0,19	0,25	0,19	0,21	0,20
6 meses	1,00	1,25	1,67	0,32	0,48	0,32	0,33	0,31
12 meses	1,24	1,53	2,00	0,55	0,74	0,55	0,55	0,49
<b>EEUU</b>								
Oficial <sup>3</sup>	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	0,25	0,30	0,56	0,31	0,39	0,31	0,28	0,27
6 meses	0,45	0,46	0,78	0,51	0,67	0,51	0,45	0,41
12 meses	1,00	0,78	1,10	0,85	1,00	0,85	0,73	0,68
<b>Reino Unido</b>								
Oficial	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,65	0,80	1,05	0,53	0,67	0,53	0,50	0,50
6 meses	0,95	1,05	1,40	0,70	0,93	0,70	0,67	0,67
12 meses	1,45	1,50	1,90	1,00	1,38	1,00	0,95	0,95
<b>Japón</b>								
Oficial <sup>4</sup>	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,28	0,18	0,20	0,18	0,19	0,18	0,16	0,15
6 meses	0,48	0,35	0,34	0,29	0,32	0,29	0,26	0,24
12 meses	0,70	0,57	0,55	0,49	0,54	0,49	0,45	0,43

Fuente: Thomson Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 15 de junio.
- 2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.
- 3 Tipo de los fondos federales.
- 4 Tipo de la política monetaria.

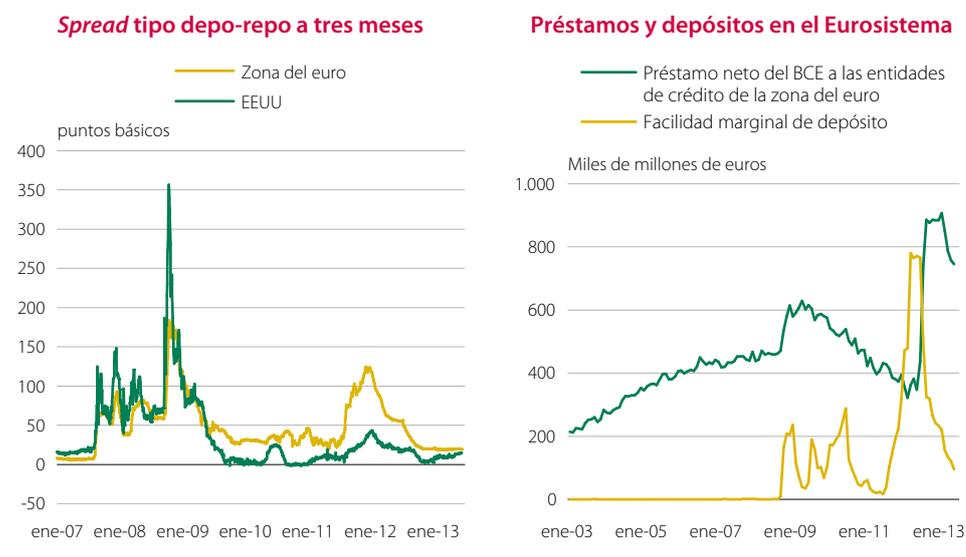
Como se observa en el cuadro 2, los tipos de interés interbancarios en los plazos de seis y doce meses también se mantuvieron estables en las economías avanzadas a lo largo del primer semestre de 2013 o descendieron ligeramente en algunos casos. En la zona del euro, las variaciones de estos tipos, que se situaban en el 0,31% en el plazo de seis meses y en el 0,49% en el plazo de doce meses a mediados de junio, fueron reducidas ya que, en general, su tendencia había anticipado la rebaja del tipo

de interés oficial con cierta antelación. Los descensos de los tipos de interés a corto plazo fueron algo más intensos en EEUU, si bien sus niveles continuaban siendo más elevados que los de la zona del euro y los de Japón en la fecha de cierre de este informe.

La estabilidad de los diferenciales de tipos de interés depo y repo en el plazo de tres meses, tanto en EEUU como en la zona del euro en niveles reducidos (entre 14 p.b. y 19 p.b.), a lo largo de la primera mitad de 2013 puso de manifiesto la disminución de las tensiones en estos mercados, a pesar de que los volúmenes negociados aún no han alcanzado los niveles existentes antes de la crisis. En el sector bancario europeo, el ligero descenso del préstamo neto del Eurosistema a las entidades de crédito de la zona en los meses de primavera<sup>5</sup> apoyaría la percepción de descenso de las tensiones en dicho sector, si bien su grado de fragilidad continúa siendo elevado como consecuencia de la debilidad del crecimiento económico, de algunos problemas de calidad en los activos bancarios y del mantenimiento de las dificultades de financiación en los mercados de capitales para determinadas entidades.

### Spreads del mercado interbancario y financiación del Eurosistema

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

Con relación a las expectativas sobre los tipos de interés oficiales a corto plazo en la zona del euro y en EEUU, la información disponible a mediados de junio de 2013 sobre los tipos de interés *forward* a tres meses apuntaba a la estabilidad de los mismos en los próximos meses en ambas zonas (véase cuadro 3).

5 Y también del saldo de depósitos que estas entidades mantienen en la autoridad monetaria.

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

CUADRO 3

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
<b>Zona del euro</b>								
Contado	0,70	1,01	1,36	0,19	0,22	0,19	0,21	0,21
FRA 3x6	0,82	1,04	1,06	0,17	0,18	0,17	0,26	0,23
FRA 6x9	1,21	1,13	0,93	0,17	0,19	0,17	0,31	0,27
FRA 9x12	1,61	1,23	0,90	0,20	0,23	0,20	0,33	0,31
FRA 12x15	1,90	1,34	0,91	0,23	0,25	0,23	0,35	0,38
<b>EEUU</b>								
Contado	0,25	0,30	0,58	0,31	0,36	0,31	0,28	0,27
FRA 3x6	0,42	0,39	0,65	0,30	0,31	0,30	0,33	0,29
FRA 6x9	0,77	0,47	0,71	0,33	0,32	0,33	0,37	0,32
FRA 9x12	1,23	0,61	0,75	0,35	0,34	0,35	0,39	0,36
FRA 12x15	1,59	0,78	0,75	0,38	0,35	0,38	0,42	0,41

Fuente: Thomson Datastream.

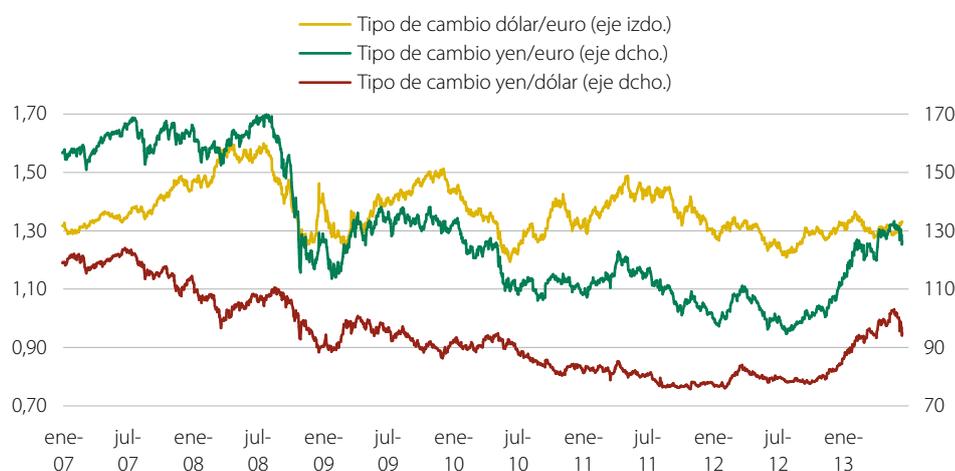
1 Datos a final de periodo. Datos hasta el 15 de junio.

## 2.2 Tipos de cambio

Los mercados de cambios han estado dominados por la relativa estabilidad del tipo del cambio del euro frente al dólar, que ha oscilado entre valores de 1,28 dólares por euro y 1,36 dólares por euro en los primeros seis meses del año y, sobre todo, por la fuerte depreciación del yen frente a las principales divisas, si bien esta tendencia se revirtió ligeramente a mediados de junio. La depreciación del tipo de cambio del yen frente al euro y al dólar comenzó en el verano de 2012 desde valores próximos a los 95 yenes por euro y los 78 yenes por dólar y se prolongó hasta las primeras semanas de 2013, cuando empezó a mostrar un recorrido más variable, sobre todo frente al euro. Desde abril, el anuncio de expansión de la base monetaria por parte del Banco de Japón impulsó nuevamente la depreciación de la moneda nipona hasta valores de 133 yenes por euro y de 103 yenes por dólar. Esta tendencia se revirtió ligeramente a mediados de junio (véase gráfico 3).

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

GRÁFICO 3



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

### 2.3 Tipos de interés a largo plazo

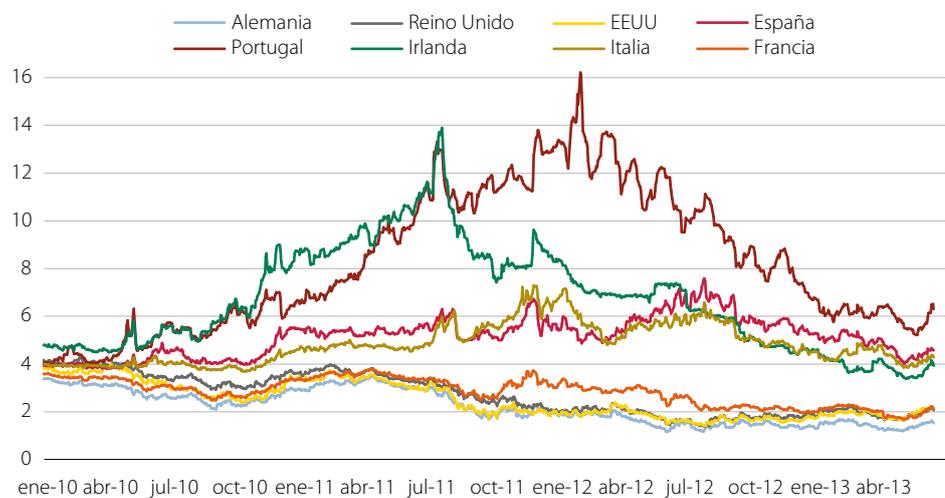
La evolución de los mercados financieros internacionales, particularmente los de deuda, ha estado condicionada por la abundancia de liquidez derivada del tono marcadamente expansivo de las políticas monetarias de los bancos centrales de las principales áreas económicas desarrolladas. El entorno de tipos de interés históricamente reducidos y el descenso de las tensiones en los mercados de deuda en Europa desde mediados del año pasado ha dado lugar a un intenso fenómeno de búsqueda de rentabilidad, que ha impulsado las compras de instrumentos de mayor riesgo relativo, tanto de renta fija como de renta variable. En algunos casos, la evolución de los precios de los instrumentos financieros se ha distanciado de los niveles que sugieren los fundamentos de las economías subyacentes.

A pesar del mejor tono observado en los mercados de deuda desde la segunda mitad de 2012, se sigue apreciando un cierto grado de fragilidad en los mercados financieros, especialmente en Europa, donde se han visto afectados por diferentes sucesos como, por ejemplo, el rescate a Chipre, las dificultades de la economía eslovena o los datos que confirmaban la debilidad económica en Europa y retrasaban las perspectivas de una recuperación más sólida. Las dudas sobre el estado de los activos del sector bancario y sus problemas de financiación también siguieron siendo un lastre para la evolución de los mercados europeos. Por otra parte, las actuaciones de la autoridad monetaria de la zona del euro, entre las que destaca su reciente decisión de rebajar los tipos de interés oficiales y el reconocimiento desde las instancias europeas de la conveniencia de avanzar en la consolidación fiscal con un ritmo más moderado, fueron acogidas favorablemente por los mercados con repuntes en los precios de los instrumentos de deuda.

En términos macroeconómicos, la publicación de diversos indicadores referentes a las economías de EEUU, con un buen comportamiento del empleo y del consumo, y de Japón, con su plan de expansión monetaria, dio lugar a repuntes de cierta cuantía en las rentabilidades de largo plazo de su deuda pública, aunque su evolución también fue algo volátil a lo largo del periodo considerado.

Rentabilidad de la deuda pública a largo plazo (diez años)

GRÁFICO 4



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

En conjunto, las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública de las economías avanzadas más sólidas mostraron un ligero comportamiento alcista a lo largo del primer semestre del año, que fue más intenso en el segundo trimestre del mismo en EEUU y Japón. El promedio del mes de junio de los tipos de interés de la deuda pública a diez años de EEUU, Reino Unido, Alemania y Japón se situaba en el 2,2%, 2,1%, 1,6% y 0,8% respectivamente, lo que supone un aumento de entre 10 y 45 p.b. con relación a los promedios de diciembre. Salvo en Alemania, el incremento de las rentabilidades de la deuda pública a plazos inferiores fue menor, lo que dio lugar a un incremento de la pendiente de la curva de tipos de interés correspondiente a los plazos comprendidos entre diez años y tres años de cierta intensidad en los meses centrales de 2013 (véase cuadro 4).

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

CUADRO 4

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
<b>Alemania</b>								
3 años	1,55	1,16	0,41	0,02	0,08	0,02	0,06	0,22
5 años	2,27	1,91	0,92	0,35	0,46	0,35	0,40	0,58
10 años	3,22	2,90	1,99	1,36	1,52	1,36	1,41	1,56
<b>EEUU</b>								
3 años	1,37	0,98	0,38	0,35	0,34	0,35	0,38	0,50
5 años	2,33	1,92	0,88	0,69	0,66	0,69	0,81	1,07
10 años	3,59	3,29	1,97	1,71	1,70	1,71	1,94	2,15
<b>Reino Unido</b>								
3 años	1,67	1,14	0,55	0,50	0,26	0,50	0,34	0,56
5 años	2,69	2,07	0,82	0,85	0,62	0,85	0,71	1,16
10 años	3,94	3,61	2,12	1,85	1,77	1,85	1,90	2,08
<b>Japón</b>								
3 años	0,21	0,25	0,18	0,12	0,12	0,12	0,07	0,17
5 años	0,47	0,46	0,34	0,17	0,20	0,17	0,11	0,31
10 años	1,26	1,18	1,00	0,73	0,79	0,73	0,60	0,83

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 15 de junio.

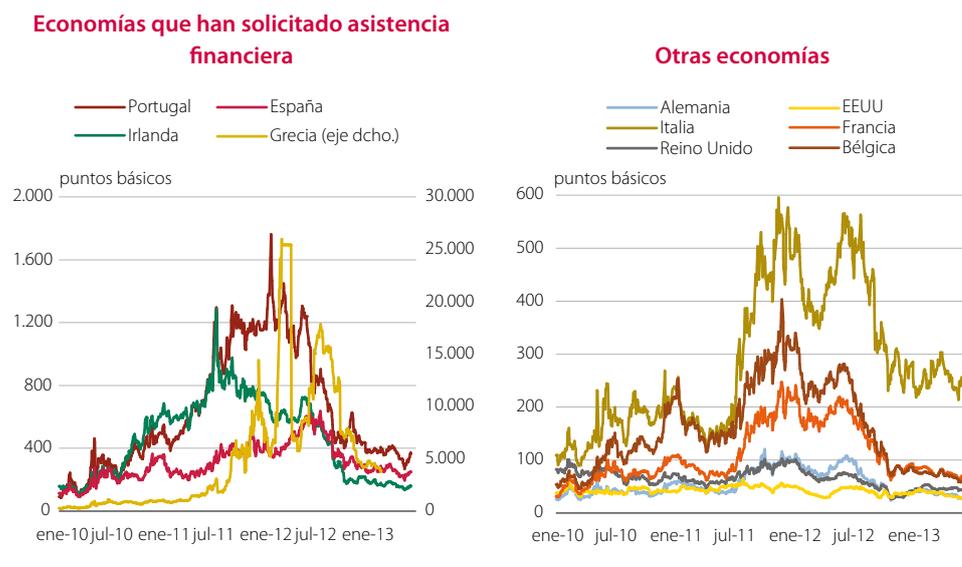
Por su parte, la deuda pública a largo plazo de las economías europeas que habían sufrido con más intensidad las turbulencias asociadas a la crisis de deuda soberana en años pasados se benefició sensiblemente del descenso de las tensiones en estos mercados y mostró una caída sustancial en sus tipos de interés hasta los primeros días de mayo que tendió a revertirse levemente en las semanas siguientes (véase gráfico 4). En este marco, los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde las economías europeas más frágiles hacia las más sólidas prolongaban la tendencia a la baja de meses anteriores y apenas se vieron afectados por sucesos como el rescate a Chipre o la incertidumbre política en Italia.

Como consecuencia de este comportamiento, las primas de riesgo de crédito de estas economías se redujeron de forma significativa hasta mayo y se estabilizaron con posterioridad (véase gráfico 5). A mediados de 2013, sus niveles eran muy inferiores

a los observados en el verano de 2012, pero aún superiores a los existentes en los momentos previos a la crisis. Así, las primas de riesgo de los CDS a cinco años de la deuda soberana de España, Italia, Portugal e Irlanda se situaban en los 249 p.b., 256 p.b., 363 p.b. y 159 p.b. respectivamente a mediados de junio, frente a los 295 p.b., 285 p.b., 436 p.b. y 218 p.b. respectivamente de finales de 2012 y los 637 p.b., 563 p.b., 903 p.b. y 577 p.b. observados respectivamente en los momentos de mayores turbulencias de 2012.

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

GRÁFICO 5



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

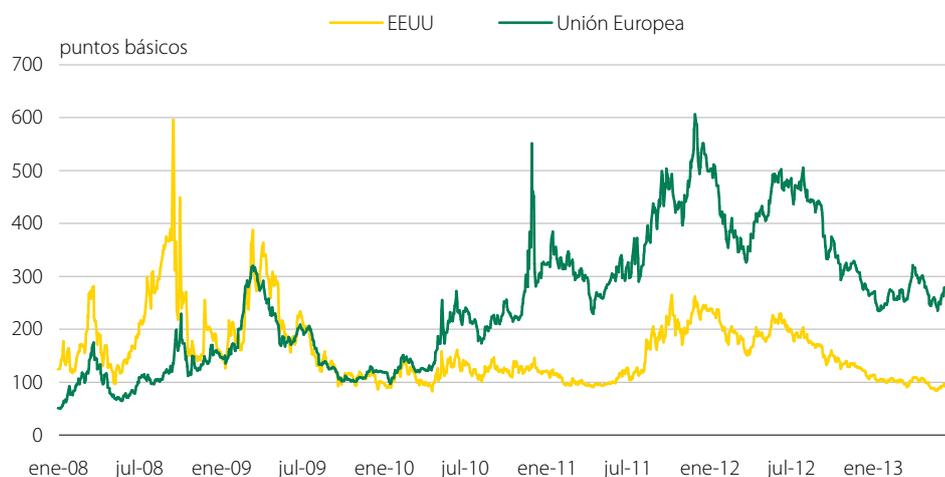
La incertidumbre existente en torno a la salud del sistema bancario europeo se ha reducido de forma notable a lo largo del último año, a la vista de la caída de la prima de riesgo de crédito del sector desde los máximos cercanos a los 500 p.b. a mediados de 2012 hasta niveles inferiores a los 300 p.b. a mediados de junio. Con todo, continúa existiendo una cierta preocupación relacionada con la capacidad del sector de obtener rentabilidades adecuadas a corto y medio plazo, como consecuencia de la debilidad de la actividad económica y las dificultades de financiación en los mercados de capitales para un conjunto de entidades. En EEUU, la prima de riesgo del sector bancario se ha mantenido relativamente estable en niveles cercanos a los 100 p.b. en el primer semestre del año, en línea con la percepción de un estado mucho más avanzado del proceso de reestructuración y saneamiento de estas entidades en relación con las europeas.

Como se indicó anteriormente, la abundancia de liquidez en los mercados financieros ha dado lugar desde hace varios meses a un fenómeno de búsqueda de rentabilidad que ha intensificado las adquisiciones, entre otros, de instrumentos de deuda de menor calidad crediticia, lo que ha reducido sensiblemente las primas de riesgo observadas en determinados segmentos de deuda privada. Como se aprecia en el cuadro 5, tanto en EEUU como en la zona del euro, las primas de riesgo de la renta fija privada de los segmentos de peor calidad crediticia (*high yield*) continuaron descendiendo a lo largo de la primera mitad de 2013, hasta los 317 p.b. en el caso de las empresas de la zona del euro, y de los 445 p.b. de las empresas estadounidenses.

Desde un punto de vista temporal más amplio, cabe señalar que estas primas de riesgo mostraron máximos superiores a los 20 p.p. a finales de 2008 y los 7 p.p. a finales de 2011 en momentos de fuertes turbulencias.

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

GRÁFICO 6



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 15 de junio.

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

CUADRO 5

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

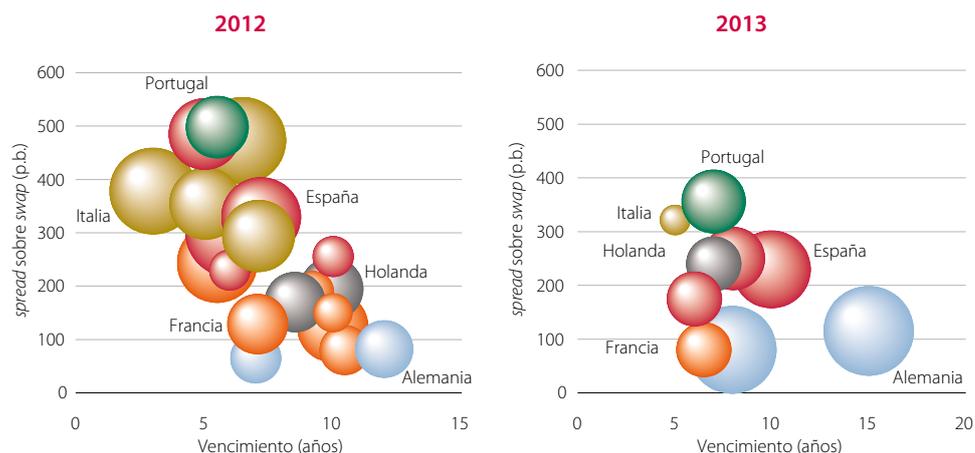
	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
<b>Zona del euro<sup>2</sup></b>								
High yield	714	462	739	378	500	378	301	317
BBB	242	170	287	67	112	67	59	44
AAA	28	14	-22	-81	-121	-81	-84	-78
<b>EEUU</b>								
High yield	582	461	683	507	541	507	450	445
BBB	189	145	261	165	190	165	143	150
AAA	51	37	98	29	38	29	44	57

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 15 de junio.

2 Se toma un bono sintético de deuda representativo de la zona en su conjunto.

En el marco de la financiación empresarial, es relevante resaltar la identificación de un cierto grado de fragmentación en los mercados de capitales de la zona del euro durante la crisis, que se ha traducido en diferencias sustanciales en el coste de las emisiones de deuda de empresas pertenecientes a un mismo sector pero radicadas en jurisdicciones diferentes (véase gráfico 7). A pesar de que las diferencias en estos costes se han reducido a lo largo de los últimos meses, persiste una brecha que no responde únicamente al estado diferencial de las economías respectivas de estas sociedades o de su actividad empresarial y que puede dificultar el desarrollo normal de las actividades de aquellas empresas que afrontan mayores costes de financiación, particularmente en un entorno de restricción del crédito bancario.

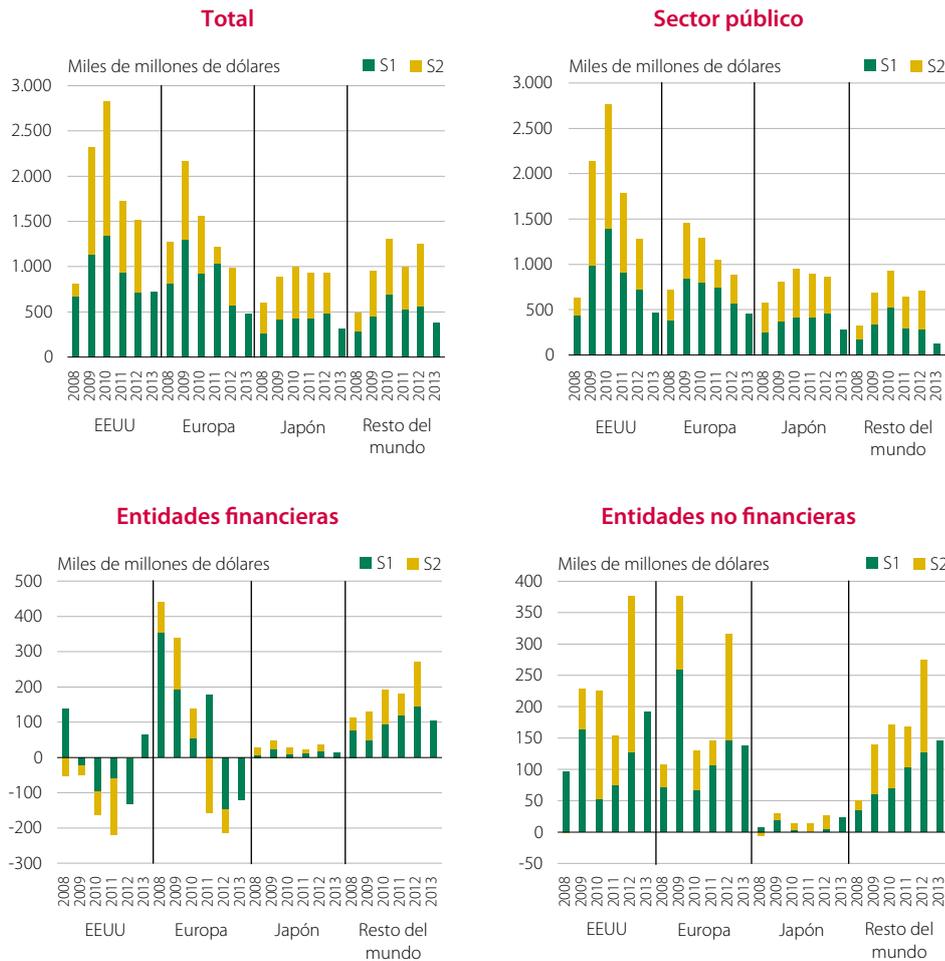


Fuente: Dealogic. Datos de 2013 hasta el 15 de junio.

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

La evolución de las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales durante el primer semestre del año se mostró en línea con las tendencias ya comentadas. Así, el volumen total (neto) de emisiones de deuda a largo plazo ascendió a 1,9 billones de dólares en la primera mitad de 2013, lo que supone un retroceso del 19% con relación al mismo periodo del año anterior. La moderación de las emisiones de deuda tuvo su origen exclusivamente en la disminución de las emisiones del sector público (-34,7%), y respondió a los programas de consolidación de las cuentas públicas puestos en marcha en diferentes jurisdicciones.

Por el contrario, las emisiones de deuda del sector privado fueron notablemente superiores a las de la primera mitad de 2012, particularmente en el sector no financiero o corporativo. Las emisiones de este último sector ascendieron a 497 mil millones de dólares, un 22,2% más que en 2012, y fueron particularmente dinámicas en EEUU. Con relación a las emisiones de deuda del sector financiero destacó la mejoría tanto en EEUU como en Europa, si bien cabe señalar que en la economía estadounidense la emisión de deuda en términos netos fue positiva en el primer semestre de 2013, algo que no ocurría desde 2008.



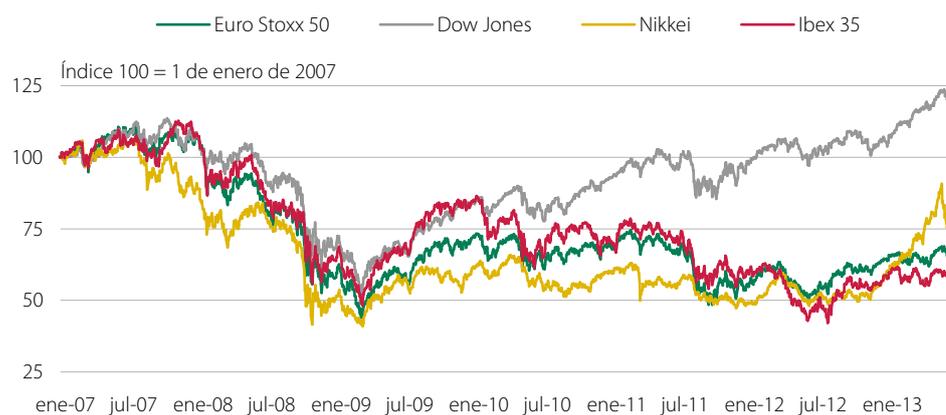
Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

## 2.4 Las bolsas internacionales

Los principales índices de referencia de renta variable internacional registraron revalorizaciones de cierta cuantía en el primer semestre del año, aunque se observó una cierta heterogeneidad entre las diferentes economías avanzadas. Los índices estadounidenses y los japoneses mostraron los incrementos de precios más elevados (más del 13% en el acumulado del año en el caso de los primeros y más del 22% en los segundos) como consecuencia del mayor dinamismo de la actividad económica de estos países. En el caso japonés, la puesta en marcha del programa de estímulo monetario dio lugar a una fuerte revalorización de su índice de referencia hasta máximos no observados desde 2008, aunque tendió a corregirse parcialmente a mediados de año (véase gráfico 9), con lo que la volatilidad de este índice se incrementó sensiblemente.

## Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



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

Por su parte, los índices de las economías europeas, que a lo largo de la segunda mitad de 2012 habían registrado crecimientos muy elevados, en línea con el descenso de las tensiones en los mercados de deuda, prolongaron, en términos generales, esta tendencia alcista en 2013, aunque con menos intensidad y con ciertas diferencias entre las plazas europeas. Destacó la revalorización del índice alemán –de un 6,8% en el primer semestre del año– y del índice Euronext 100, con un avance superior al 5% en el mismo periodo. Los índices de referencia de la bolsa italiana y española tuvieron un recorrido más limitado, con retrocesos en el primer trimestre y ligeros avances en el segundo. En el acumulado del año el índice italiano se revalorizaba un 1,4% y el español retrocedía un 1,2% (véase cuadro 6).

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

CUADRO 6

	2009	2010	2011	2012	III 12	IV 12	I 13	II 13	
								% s/ trim. ant.	% s/ 31/12/12
<b>Mundo</b>									
MSCI World	27,0	9,6	-7,6	13,2	6,1	2,1	7,2	2,0	9,4
<b>Zona del euro</b>									
Euro Stoxx 50	21,1	-5,8	-17,1	13,8	8,4	7,4	-0,5	1,7	1,2
Euronext 100	25,5	1,0	-14,2	14,8	5,0	6,0	4,7	0,4	5,2
Dax 30	23,8	16,1	-14,7	29,1	12,5	5,5	2,4	4,3	6,8
Cac 40	22,3	-3,3	-17,0	15,2	4,9	8,5	2,5	2,0	4,5
Mib 30	20,7	-8,7	-24,0	10,2	8,6	6,0	-2,6	4,1	1,4
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	8,5	6,0	-3,0	1,9	-1,2
<b>Reino Unido</b>									
FTSE 100	22,1	9,0	-5,6	5,8	3,1	2,7	8,7	-1,6	7,0
<b>Estados Unidos</b>									
Dow Jones	18,8	11,0	5,5	7,3	4,3	-2,5	11,3	3,4	15,0
S&P 500	23,5	12,8	0,0	13,4	5,8	-1,0	10,0	3,7	14,1
Nasdaq-Cpte	43,9	16,9	-1,8	15,9	6,2	-3,1	8,2	4,8	13,4
<b>Japón</b>									
Nikkei 225	19,0	-3,0	-17,3	22,9	-1,5	17,2	19,3	2,3	22,0
Topix	5,6	-1,0	-18,9	18,0	-4,2	16,6	20,3	2,1	22,9

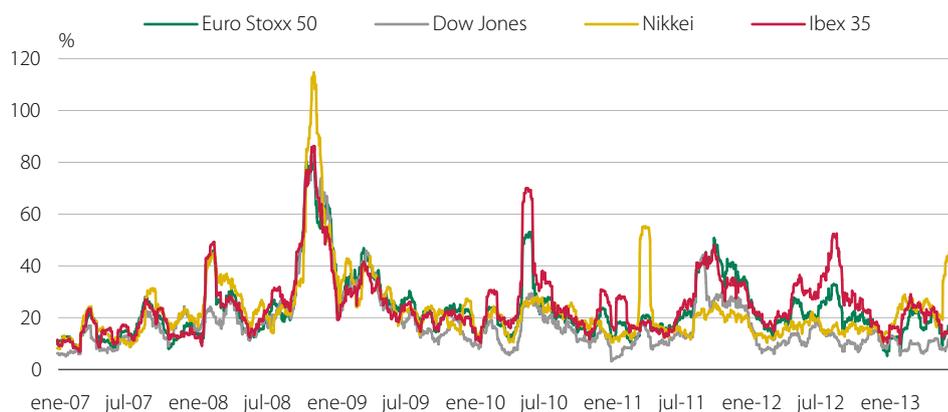
Fuente: Datastream.

<sup>1</sup> En moneda local. Datos hasta el 15 de junio.

El primer semestre del año estuvo salpicado de multitud de informaciones a nivel macroeconómico y financiero de distinto signo, que dieron lugar a vaivenes notables en las cotizaciones. La volatilidad de los índices representativos se incrementó hasta valores próximos al 25% en primavera, pero se situó a mediados de junio en niveles cercanos al 15% en la mayoría de ellos, ligeramente por encima de las tasas cercanas al 10% observadas a finales de 2012. Como se señaló anteriormente, la volatilidad del índice japonés alcanzó valores cercanos al 50% (un nivel que no se observaba desde el terremoto acaecido en marzo de 2011) debido, en buena medida, a la incertidumbre generada por el resultado del extraordinario programa de estímulo monetario adoptado por el Banco de Japón (véase gráfico 10).

### Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



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

Las rentabilidades por dividendo de los principales índices internacionales de renta variable tendieron a la baja en el primer semestre de 2013, con algo más de intensidad en el conjunto de los índices europeos. Esta tendencia, que se repite desde hace varios ejercicios, está permitiendo una cierta convergencia entre las rentabilidades por dividendo de los índices más relevantes, si bien la de los europeos continuó siendo algo más elevada. Así, a mediados de año las rentabilidades por dividendo de estos últimos se situaban entre el 3,3% del Dax 30 y el 5,4% del Cac 40, frente a los niveles del 2,5% del S&P 500 y del 1,8% del Topix (véase cuadro 7).

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

CUADRO 7

	2008	2009	2010	2011	2012	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
S&P 500	3,5	2,3	2,2	2,6	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5
Topix	2,7	1,8	1,9	2,6	2,3	2,5	2,3	1,9	1,8
Euro Stoxx 50	7,5	4,2	4,8	6,3	5,0	5,1	5,0	4,9	4,7
Euronext 100	7,9	4,2	4,3	5,6	4,8	5,0	4,8	4,7	4,7
FTSE 100	5,8	3,7	3,8	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0
Dax 30	5,4	3,5	2,9	4,2	3,4	3,5	3,4	3,4	3,3
Cac 40	8,1	5,0	5,2	7,0	5,7	6,0	5,7	5,6	5,4
Mib 30	8,6	3,4	3,8	5,4	4,1	4,3	4,1	4,1	3,5
Ibex 35	6,2	3,9	5,9	6,9	5,4	5,4	5,4	4,9	4,7

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

Las ratios de precio sobre beneficio (PER) de los índices más relevantes de renta variable evolucionaron al alza en los dos primeros trimestres de 2013, en línea con las revalorizaciones de las cotizaciones bursátiles del periodo. Estas ratios se incrementaron desde niveles cercanos a 13, en el caso de los índices estadounidenses y japoneses, a finales de 2012 hasta niveles próximos a 14 en junio de 2013. La ratio PER de los índices europeos, que también aumentó pero en menor cuantía, se situaba a mediados de año entre el 11,2 del Euro Stoxx 50 y el 12,2 del Euronext 100. Desde una perspectiva temporal más amplia (véase gráfico 11), los niveles de la ratio PER continúan siendo relativamente reducidos, particularmente en el caso de los índices europeos.

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

CUADRO 8

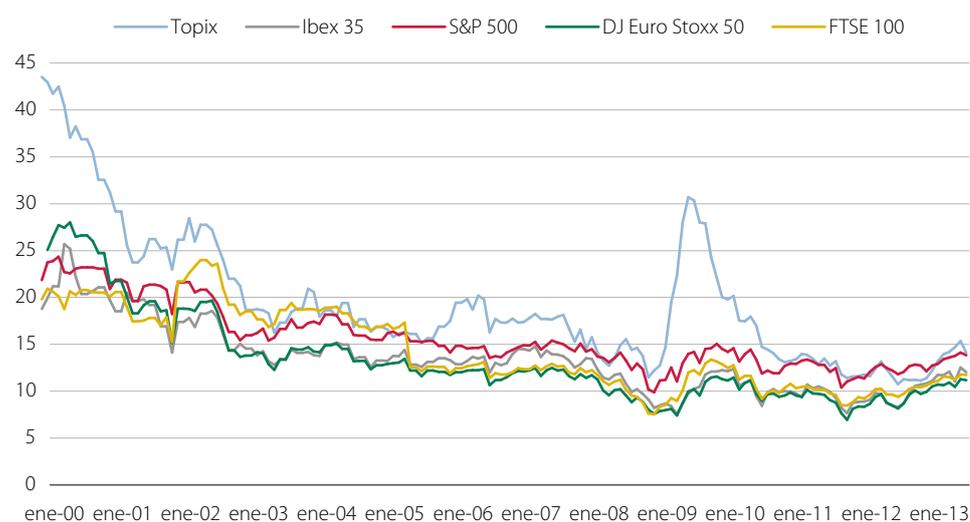
	2008	2009	2010	2011	2012	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
S&P 500	11,3	14,6	13,1	11,7	12,7	12,8	12,7	13,7	13,8
Topix	15,6	19,3	13,6	11,6	13,0	11,4	13,0	14,1	14,1
Euro Stoxx 50	7,8	11,5	9,5	8,5	10,6	10,1	10,6	10,7	11,2
Euronext 100	8,3	12,7	10,6	9,4	11,2	10,7	11,2	11,9	12,2
FTSE 100	8,3	12,5	10,5	9,3	11,0	10,7	11,0	11,4	11,7
Dax 30	8,8	12,7	10,8	9,0	11,1	10,6	11,1	11,3	11,3
Cac 40	8,0	12,1	10,0	8,7	10,7	10,1	10,7	11,0	11,6
Mib 30	7,6	12,4	10,0	8,4	10,4	9,8	10,4	10,6	11,7
Ibex 35	8,7	12,3	9,7	9,2	11,7	11,1	11,7	11,3	12,0

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

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

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

GRÁFICO 11



Fuente: Thomson Datastream. Datos para última sesión de cada mes. Datos hasta el 15 de junio.

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

La evolución de otros índices de renta variable de referencia, mayoritariamente pertenecientes a economías emergentes, mostró un comportamiento muy heterogéneo

en el primer semestre de 2013 tanto entre las diferentes regiones como dentro de ellas, después de las elevadas revalorizaciones que experimentaron en el conjunto de 2012. En general, la constatación de la desaceleración del crecimiento de las economías emergentes de mayor tamaño a lo largo de los últimos meses, junto con un cierto incremento del riesgo percibido sobre estas (véase gráfico 12), se reflejó en varios índices, tanto de Latinoamérica como de Asia. En Latinoamérica, salvando la revalorización del índice venezolano y del argentino, las bolsas mostraron descensos de entre el 5,9% y el 20,3%. En Asia, los índices de las bolsas más relevantes también cedieron: el índice chino perdía un 4,7% a mediados de junio, el índice indio un 3,1%, y el de Hong Kong un 7,4% (véase cuadro 9). En la región asiática otros índices mostraban revalorizaciones de cierta cuantía que oscilaron entre el 3,1% del índice de Taiwán y el 10,3% del índice de referencia de Indonesia.

Finalmente, en el conjunto de las economías del este de Europa, únicamente el índice ruso presentó un descenso notable de su valor en el primer semestre del año. El resto de los índices tendió a aumentar, prolongando la evolución observada en la segunda mitad de 2012, aunque con un comportamiento más variable en el tiempo. Las revalorizaciones para este grupo de índices oscilaron entre el 1,7% del índice polaco y el 27,9% del índice búlgaro.

#### Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

Índice		2009	2010	2011	2012	III 12	IV 12	I 13	% trim.	% 30/12/12
<b>Latinoamérica</b>										
Argentina	Merval	115,0	51,8	-30,1	15,9	4,5	16,4	18,4	-5,3	12,1
Brasil	Bovespa	82,7	1,0	-18,1	7,4	8,9	3,0	-7,5	-12,5	-19,1
Chile	IGPA	46,9	38,2	-12,4	4,7	-2,5	2,5	3,0	-8,6	-5,9
México	IPC	43,5	20,0	-3,8	17,9	1,7	6,9	0,8	-10,9	-10,2
Perú	IGRA	99,2	66,4	-16,7	5,9	7,3	-4,8	-3,7	-17,2	-20,3
Venezuela	IBC	57,0	18,6	79,1	302,8	22,3	53,0	31,5	41,8	86,5
<b>Asia</b>										
China	Shangai Comp.	80,0	-14,3	-21,7	3,2	-6,3	8,8	-1,4	-3,3	-4,7
India	BSE	85,0	15,7	-25,7	30,0	8,0	4,8	-5,0	2,0	-3,1
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	49,7	21,9	-11,0	9,4	7,7	0,0	0,4	-5,8	-5,4
Filipinas	Manila Comp.	63,0	37,6	4,1	33,0	1,9	8,7	17,8	-8,8	7,4
Hong Kong	Hang Seng	52,0	5,3	-20,0	22,9	7,2	8,7	-1,6	-6,0	-7,4
Indonesia	Yakarta Comp.	87,0	46,1	3,2	12,9	7,8	1,3	14,5	-3,6	10,3
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	45,2	19,3	0,8	10,3	2,3	3,2	-1,0	5,4	4,3
Singapur	SES All-S'Pore	64,5	10,1	-17,0	19,7	6,3	3,5	4,5	-4,4	-0,2
Tailandia	Bangkok SET	63,2	40,6	-0,7	35,8	10,8	7,2	12,2	-6,1	5,3
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	78,3	9,6	-21,2	8,9	5,7	-0,2	2,8	0,2	3,1
<b>Europa del Este</b>										
Rusia	Russian RTS Index	128,6	22,5	-21,9	10,5	9,3	3,5	-4,4	-11,4	-15,3
Polonia	Warsaw G. Index	46,9	18,8	-20,8	26,2	7,2	8,5	-4,9	6,9	1,7
Rumanía	Romania BET	61,7	12,3	-17,7	18,7	4,3	9,0	9,5	-4,8	4,2
Bulgaria	Sofix	19,1	-15,2	-11,1	7,2	10,6	6,6	11,2	15,0	27,9
Hungría	BUX	73,4	0,5	-20,4	7,1	7,2	-2,2	-1,7	9,4	7,5
Croacia	CROBEX	16,4	5,3	-17,6	0,0	1,3	1,5	15,4	-10,3	3,5

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



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 15 de junio.

Según los datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (WFE, en sus siglas en inglés), el volumen de contratación<sup>6</sup> en los mercados internacionales de renta variable descendió en 2012 un 22,4% en términos agregados. El retroceso de la contratación fue generalizado entre las diferentes plazas de referencia<sup>7</sup>. En los primeros meses de 2013 se observa un cierto aumento del volumen de contratación (del 3,1% hasta mayo) que ha tenido origen casi exclusivamente en el repunte de la contratación en los mercados japoneses. En el resto de las bolsas de referencia, la contratación ha continuado retrocediendo.

Contratación de las principales bolsas internacionales

Importes en miles de millones de euros

Bolsa	2009	2010	2011	2012	III 12	IV 12	I 13	II 13 <sup>5</sup>
EEUU <sup>1</sup>	22.451	23.188	21.940	17.995	4.238	4.066	4.050	3.188
Nueva York	12.627	13.553	12.866	10.416	2.478	2.432	2.422	1.861
Tokio <sup>2</sup>	2.656	2.872	2.831	2.787	608	709	1.118	1.206
Londres <sup>3</sup>	1.270	2.084	2.021	1.698	406	377	428	297
Euronext	1.383	1.533	1.520	1.221	301	264	309	224
Deutsche Börse	1.084	1.237	1.252	987	239	213	243	183
BME <sup>4</sup>	886	1.037	925	667	153	138	162	131

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y CNMV.

- 1 Desde 2009 se considera la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Euronext y Nasdaq OMX. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq OMX y American Stock Exchange.
- 2 Incluye la información de Japan Exchange Group-Osaka y Japan Exchange Group-Tokyo. La fusión de Tokyo Stock Exchange y Osaka Stock Exchange fue aprobada en julio de 2012. En enero de 2013 se constituyó la compañía Japan Exchange Group, que agrupa estas dos plataformas.
- 3 Desde 2010 integra Borsa Italiana.
- 4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 5 Datos correspondientes a abril y mayo, salvo para BME, que incluye hasta el 15 de junio.

- 6 Medido en dólares estadounidenses.
- 7 Contratación en moneda local. En el cuadro 10 se presenta en euros con fines comparativos.

## 3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

### 3.1 Mercados de renta fija

La notable mejoría de las condiciones de financiación de los agentes de la economía española experimentada durante la segunda parte de 2012, en gran medida sustentada por las medidas de política monetaria del BCE, perdió impulso en el primer semestre de 2013. En este periodo de tiempo también se observó una elevada atonía en el ritmo emisor de las entidades financieras domésticas.

En este contexto, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo continuaron descendiendo a lo largo del primer semestre de 2013, principalmente durante los primeros meses. Desde finales de 2012 hasta junio de 2013, el tipo de interés de las letras hasta el plazo de doce meses descendió en promedio 93 p.b., hasta el 0,4%, 0,7% y 1,2% en los plazos de tres, seis y doce meses, respectivamente (véase cuadro 11).

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

CUADRO 11

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
<b>Letras del Tesoro</b>								
3 meses	0,41	1,60	2,20	1,14	0,93	1,14	0,29	0,41
6 meses	0,65	2,71	3,47	1,68	1,74	1,68	0,85	0,69
12 meses	0,88	3,09	3,27	2,23	2,52	2,23	1,37	1,17
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>								
3 meses	0,76	1,37	2,74	2,83	2,85	2,83	1,49	1,27
6 meses	1,25	2,52	3,52	3,58	3,56	3,58	1,72	1,43
12 meses	1,63	3,04	3,77	3,80	3,69	3,80	1,90	1,75

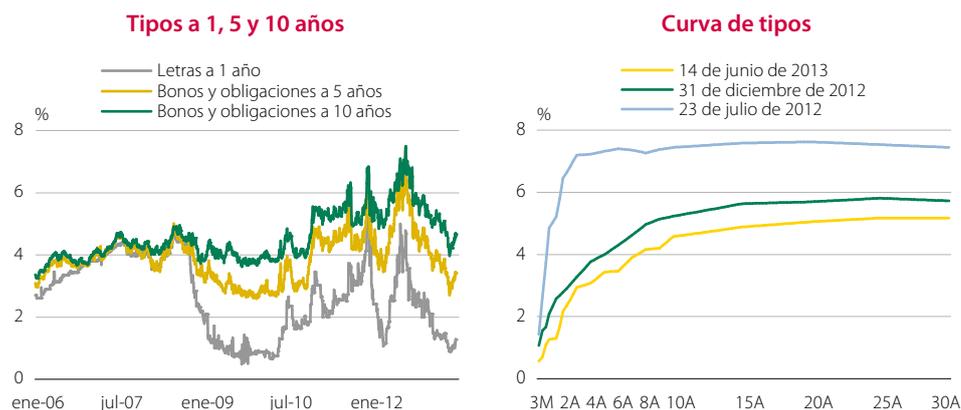
Fuente: Thomson Datastream y CNMV. Datos hasta el 15 de junio.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

En el primer semestre del año, las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo también mantuvieron su senda bajista, iniciada a finales de julio del año pasado, si bien esta tendencia se revirtió a principios de mayo, con lo que las rentabilidades se situaron en valores similares a los observados a mediados de abril. De este modo, los tipos de interés de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaban en junio en el 2,7%, 3,3% y 4,6%, respectivamente de promedio, 77 p.b. por debajo de los niveles de finales de 2012 (véase cuadro 12).

De la evolución de las rentabilidades de la deuda pública a corto y a largo plazo desde el episodio álgido de la crisis de deuda soberana en julio de 2012, se desprende que los descensos en las mismas se han producido con mayor intensidad en los tramos cortos de la curva de tipos de interés. Este hecho refleja una reducción notable de la incertidumbre sobre la capacidad del país de hacer frente a los vencimientos más próximos de deuda pública (véase panel derecho del gráfico 13).



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

La prima de riesgo soberano aproximada por el CDS del bono español a cinco años prosiguió con su caída durante el primer semestre del año, si bien esta fue algo más contenida que el descenso experimentado desde julio de 2012 hasta finales de aquel año (véase gráfico 14). Esta caída se interrumpió en la segunda quincena de marzo, posiblemente condicionada por la crisis del sistema bancario chipriota, y recientemente, desde mediados de mayo, cuando se observa un repunte en la prima de riesgo soberano que la situaba a mediados de junio en el entorno de los 250 p.b. (300 p.b. a finales de marzo y finales de 2012). Por su parte, el diferencial de tipos de interés a diez años entre la deuda pública española y la alemana superaba ligeramente los 300 p.b. a mediados de junio, desde los 380 p.b. a finales de marzo y los 396 p.b. a finales de diciembre. El descenso de la percepción de riesgo de crédito soberano, que fue generalizado entre las diferentes economías europeas, vino acompañado de una caída notable de los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde las economías más frágiles hacia las más sólidas. Estos indicadores apenas se vieron afectados por sucesos como el rescate a Chipre o la incertidumbre política en Italia.

Como en el caso de la deuda pública, las rentabilidades de la deuda a corto plazo del sector privado ralentizaron su caída en el segundo trimestre del año con respecto al primero, si bien el descenso a lo largo del semestre fue mayor. Así, los tipos de interés de los pagarés a tres, seis y doce meses descendieron en promedio 170 p.b. y 22 p.b. en el primer y segundo trimestre del año hasta el 1,3%, 1,4% y 1,8%, respectivamente (véase cuadro 11). Por su parte, las rentabilidades de la deuda a largo plazo del sector privado experimentaron un repunte en los plazos de tres y cinco años en el segundo trimestre, cercano a 30 p.b., hasta el 3,1% y el 3,7%, mientras que la rentabilidad de la deuda privada a diez años se redujo alrededor de 40 p.b. en ese periodo hasta el 5%. En el primer trimestre, el recorte de las rentabilidades se había extendido a todos los plazos del tramo largo de la curva con relativa homogeneidad (entre 120 p.b. y 140 p.b. de descenso).

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

CUADRO 12

	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	sep-12	dic-12	mar-13	jun-13
<b>Renta fija pública</b>								
3 años	1,95	3,87	4,01	3,40	3,88	3,40	2,85	2,73
5 años	2,67	4,65	4,65	4,22	4,84	4,22	3,65	3,34
10 años	3,75	5,38	5,50	5,33	5,92	5,33	4,93	4,58
<b>Renta fija privada</b>								
3 años	2,60	4,39	5,43	4,19	5,00	4,19	2,81	3,08
5 años	3,65	4,96	5,91	4,66	5,99	4,66	3,45	3,66
10 años	4,46	6,28	8,06	6,79	8,52	6,79	5,40	5,01

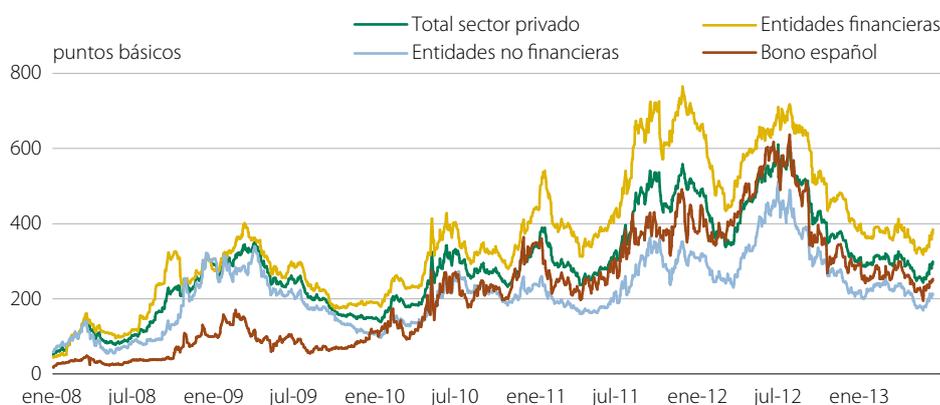
Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV. Datos hasta el 15 de junio.

<sup>1</sup> Promedio mensual de datos diarios.

La evolución de las primas de riesgo de las entidades financieras y no financieras domésticas estuvo en línea con la experimentada por la de la deuda pública española en el primer semestre de 2013. De este modo, las primas de riesgo de los emisores privados, aproximadas mediante los CDS de los bonos que emiten, descendieron a un menor ritmo en este periodo con respecto a los últimos cinco meses del año anterior, hasta los 384 p.b. en el caso de los emisores financieros y los 213 p.b. en el de los no financieros (400 p.b. y 220 p.b., respectivamente, a finales de 2012). Parte de esta caída en las primas de riesgo se anuló desde mediados de mayo cuando empezaron a repuntar, como en el caso de la deuda soberana (véase gráfico 14). En este marco de descenso de las primas de riesgo de crédito de los diferentes sectores de la economía española, cabe señalar la elevada desvinculación entre los movimientos de los precios de la deuda pública y de las acciones de las entidades financieras y no financieras españolas a partir del mes de agosto de 2012, tendencia que se ha revertido ligeramente desde principios de mayo. Este último comportamiento podría estar relacionado parcialmente con el incremento en el último trimestre de la exposición de las entidades financieras domésticas a la deuda pública española y con las necesidades de capital que podrían experimentar algunas de ellas ante la obligación de incrementar las provisiones en el caso de la cartera de créditos refinanciados.

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

GRÁFICO 14



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

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

Pese a la mejoría en las condiciones de financiación de las entidades españolas en el primer semestre de 2013, la actividad emisora en la renta fija privada fue muy reducida durante este periodo. Así, las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV en el primer semestre del año descendieron un 63,5% con respecto al periodo equivalente de 2012, con lo que se situaron en 69.643 millones de euros. Este comportamiento obedeció principalmente a la caída en las emisiones de pagarés, cédulas y bonos simples avalados, segmentos de emisión en los que las entidades financieras tienen un marcado protagonismo. El descenso de las emisiones refleja, básicamente, una menor necesidad de financiación de estas entidades dados sus compromisos y su actividad inversora. En particular, una parte significativa del descenso refleja una menor necesidad de acumular valores susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación a través del Eurosistema.

En los seis primeros meses del año, las emisiones de pagarés disminuyeron un 72,2% en términos interanuales, hasta los 21.334 millones (30,6% del total frente al 40,3% registrado en el mismo periodo de 2012). De igual magnitud fue la caída relativa en las emisiones de cédulas hipotecarias, superior al 70% interanual, hasta los 14.935 millones (21,4% del total, 5 p.p. por debajo de su peso relativo hace un año). Adicionalmente, las emisiones de cédulas territoriales –aquellas respaldadas por préstamos a entes públicos– fueron inferiores a 2.000 millones de euros (en contraste con algo más de 6.000 millones emitidos en el mismo periodo del año precedente). El importe emitido de bonos simples en el primer semestre de 2013 supuso menos de la mitad de las emisiones registradas hace un año –unos 19.000 millones–, como consecuencia principalmente de la caída en las emisiones de bonos avalados por el Estado, pese a representar estas últimas un porcentaje mayoritario del total de bonos simples emitidos (74% frente al 91% en el primer semestre de 2012). A diferencia del año anterior, cuando las entidades de crédito más vulnerables aprovecharon la operación especial de financiación a tres años del BCE que tuvo lugar en febrero para emitir con aval del Estado y utilizar los valores de deuda como colateral en aquella institución, durante el periodo transcurrido de 2013 las emisiones de este tipo de bonos correspondieron exclusivamente a títulos emitidos por la SAREB como contrapartida a la transferencia de activos de las entidades de crédito del Grupo 2 a aquella sociedad (14.087 millones de euros).

En cuanto a los instrumentos de deuda híbridos, también fue significativa, aunque menos relevante por su reducido peso en el total, la caída de las emisiones de bonos convertibles, del 83,8%, hasta los 440 millones de euros. Por su parte, y al igual que ocurriera a lo largo de 2012, no se registró ninguna emisión de participaciones preferentes.

Finalmente, las emisiones de bonos de titulización en la primera parte de 2013 registraron un repunte con respecto al periodo análogo del año anterior, cercano al 14%, hasta alcanzar 12.227 millones de euros (17,6% del total emitido, frente al 5,6% hace un año).

Las emisiones de renta fija efectuadas por filiales en el exterior de entidades domésticas disminuyeron un 42% en el primer cuatrimestre de 2013 con respecto al mismo periodo del año pasado, hasta suponer algo más de 24.000 millones de euros (véase cuadro 13). Esta evolución tuvo su origen, en primer lugar, en el menor dinamismo de las emisiones a corto plazo, que descendieron un 68% en términos interanuales situándose por encima de 5.000 millones, seguidas de las emisiones a largo plazo por importe cercano a 19.000 millones, que experimentaron una caída del 23% interanual.

## Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 13

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

	2010	2011	2012	2012				2013	
				I	II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>226.449</b>	<b>288.992</b>	<b>357.830</b>	<b>120.822</b>	<b>91.425</b>	<b>60.680</b>	<b>84.904</b>	<b>44.462</b>	<b>25.181</b>
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	26.000	33.350	29.800	13.020	9.195	5.740
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	3.200	4.100	1.674	0	95	1.520
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	20.192	86.442	31.305	15.231	91	39.815	15.595	3.497
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	968	7.126	3.563	1.128	1.592	0	843	425	15
Bonos de titulización	63.261	68.413	23.800	9.195	1.535	1.884	11.185	8.052	4.175
Tramo nacional	62.743	62.796	20.627	7.810	1.535	1.884	9.398	6.965	3.542
Tramo internacional	518	5.617	3.173	1.385	0	0	1.788	1.087	633
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586	103.501	132.882	49.993	35.617	27.230	20.041	11.100	10.234
De titulización	5.057	2.366	1.821	616	630	275	300	180	150
Resto de pagarés	92.529	101.135	131.061	49.377	34.987	26.955	19.741	10.920	10.084
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria:</b>									
Emisiones subordinadas	9.154	29.277	7.633	2.772	1.788	581	2.492	1.557	699
Emisiones aseguradas	299	10	0	0	0	0	0	0	193

## En el exterior por emisores españoles

	2010	2011	2012	2012				2013	
				I	II	III	IV	I	II <sup>4</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)									
A largo plazo	51.107	51.365	50.353	22.990	3.417	10.783	13.164	16.076	2.786
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	0	242	307	0	307	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.046	22.990	3.110	10.783	13.164	16.076	2.786
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	76.624	68.677	41.730	18.109	10.138	6.547	6.936	3.166	2.251
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.730	18.109	10.138	6.547	6.936	3.166	2.251
de titulización de activos	248	322	11.590	3.651	3.487	2.756	1.695	0	0
<b>Total</b>	<b>127.731</b>	<b>120.043</b>	<b>92.083</b>	<b>41.099</b>	<b>13.555</b>	<b>17.330</b>	<b>20.100</b>	<b>19.242</b>	<b>5.036</b>

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 15 de junio.

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

4 Datos correspondientes al mes de abril.

## 3.2 Mercados de renta variable

### 3.2.1 Precios

Los mercados nacionales de renta variable domésticos continuaron condicionados, como en el caso de otras economías, por el exceso de liquidez derivado de las políticas monetarias acomodaticias de los principales bancos centrales, en un contexto global de debilidad en las perspectivas de crecimiento económico y un clima de mayor apetencia por el riesgo. Los indicadores de los mercados bursátiles domésticos, en términos de precios, volatilidad, emisiones y liquidez, sufrieron de forma leve el impacto de algunos episodios de inestabilidad acontecidos en la primera parte del año. Por el contrario, los volúmenes de contratación continuaron situándose en niveles mínimos desde 2004.

De este modo, el Ibex 35 avanzó un 1,9% en el segundo trimestre de 2013, compensando en parte la caída del 3% del trimestre precedente (véase cuadro 14). Así, en el primer semestre del año, este índice descendió un 1,2%<sup>8</sup>. Los índices de menor capitalización experimentaron una evolución más positiva durante el periodo transcurrido de 2013 y registraron crecimientos en ambos trimestres. Estos índices aumentaron un 8,5% en dicho periodo, tras registrar unos incrementos trimestrales entre el 1,1% y el 7,3%. Por el contrario, los índices compuestos por valores latinoamericanos negociados en las plataformas domésticas descendieron durante el primer semestre de 2013, con caídas que oscilaron entre el 15% y el 17%, concentradas fundamentalmente en el segundo trimestre.

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

CUADRO 14

	2009	2010	2011	2012	III 12 <sup>1</sup>	IV 12 <sup>1</sup>	I 13 <sup>1</sup>	II 13 <sup>1</sup>		
								% s/ trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	8,5	6,0	-3,0	1,9	-1,2	20,5
Madrid	27,2	-19,2	-14,6	-3,8	8,2	6,1	-3,2	1,8	-1,5	19,6
Ibex Medium Cap	13,8	-5,6	-20,7	13,8	4,0	12,6	2,2	6,2	8,5	33,0
Ibex Small Cap	17,6	-18,3	-25,1	-24,4	11,0	-6,0	7,3	1,1	8,5	14,3
FTSE Latibex All-Share	97,2	9,0	-23,3	-10,7	2,6	-6,7	-1,2	-14,8	-15,8	-16,2
FTSE Latibex Top	79,3	9,7	-17,1	-2,6	-1,2	-2,9	5,2	-16,8	-12,4	-12,0

Fuente: Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior. Datos hasta el 15 de junio.

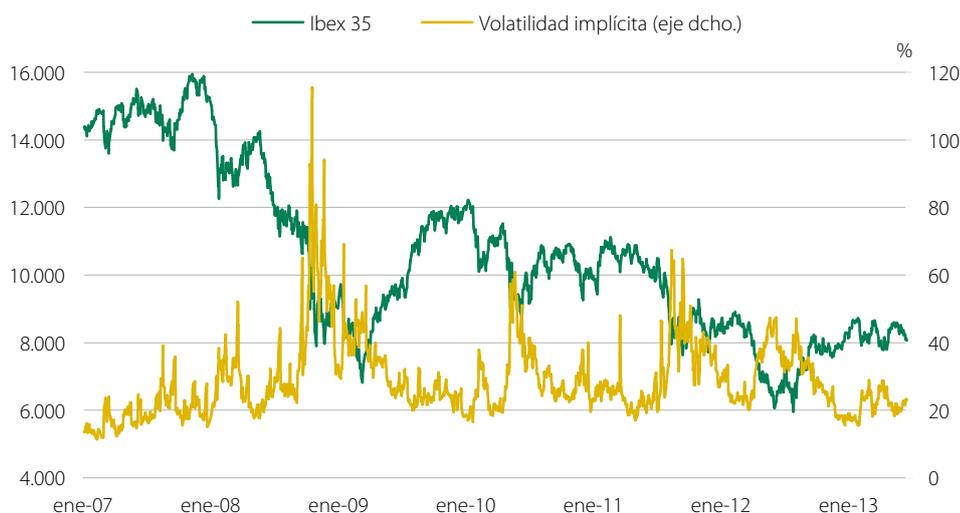
La volatilidad del Ibex 35 continuó cercana a niveles históricamente reducidos a lo largo del primer semestre de 2013, si bien repuntó en algunos momentos puntuales asociados a periodos de inestabilidad tanto doméstica como internacional como, por ejemplo, durante la crisis chipriota o la incertidumbre política en Ita-

8 Entre el 15 de junio, fecha de cierre de este informe, y el 24 de junio el Ibex 35 perdía un 6,4% de su valor, en línea con los retrocesos observados en otras bolsas europeas tras las declaraciones de la Reserva Federal.

lia. Así, este indicador se situaba ligeramente por encima del 20% a mediados de junio, tras repuntar en la primera y la última semana de febrero, y desde mediados de marzo hasta mediados de abril (véase gráfico 15). No obstante, la volatilidad se mantuvo en niveles inferiores al 30% a lo largo de dicho periodo, muy alejada de los valores alcanzados en otros momentos de mayor inestabilidad como el que se originó a mediados de abril del año pasado a raíz de la preocupación suscitada en torno a la vulnerabilidad de algunas entidades del sistema financiero doméstico.

### Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. Datos hasta el 15 de junio.

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

Las cotizaciones de los sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) mostraron una evolución dispar durante los dos primeros trimestres del año. Como se aprecia en el cuadro 15, el sector de servicios de consumo continuó con la evolución positiva que lo caracterizó durante 2012, liderando los avances en el primer semestre de 2013 con un aumento del 19,2% (12,6% y 5,9% en el primer y segundo trimestre, respectivamente, en línea con el aumento del 12,7% en 2012), seguido por el sector de petróleo y energía, que compensó el retroceso del 3% en el primer trimestre con el incremento del 10,8% en el segundo trimestre, por lo que este sector repuntaba un 7,6% en el periodo transcurrido de 2013 (en contraste con la caída del 16% en 2012). A continuación se sitúan los sectores de materiales básicos, industria y construcción y de tecnología y comunicaciones, que experimentaron repuntes más moderados en el primer semestre del año, del 4,6% y del 2,2%, respectivamente, frente a sendas caídas de sus cotizaciones en 2012 (del 8% y del 18,3%, respectivamente). Por el contrario, el sector de servicios financieros e inmobiliarios intensificó la caída del 4,7% mostrada en sus cotizaciones en 2012 al registrar un retroceso del 8,9% en el periodo transcurrido de 2013, si bien este último tuvo lugar durante el primer trimestre, ya que durante el segundo se mantuvo prácticamente sin variación. Finalmente, el sector de bienes de consumo descendió un 4,5% en el primer semestre del año, caída materializada exclusivamente en el segundo trimestre, tras un avance del 55,6% registrado en 2012, en contraste con la caída general de las cotizaciones del resto de sectores.

## Rentabilidad sectorial y de los principales valores<sup>1</sup> de la Bolsa de Madrid

CUADRO 15

% anual, salvo otra indicación

	Ponderación <sup>2</sup>	2012	III 12	IV 12	I 13	II 13		
						% s/trim. ant.	% s/dic.	% inter- anual
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>42,68</b>	<b>-4,7</b>	<b>11,5</b>	<b>5,4</b>	<b>-9,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-8,9</b>	<b>13,2</b>
Inmobiliarias y otros	0,14	-14,4	36,5	31,7	-7,8	-0,7	-8,5	57,2
Banca	40,74	-4,8	6,2	5,0	-10,1	0,2	-9,9	11,3
BBVA	13,31	8,1	8,6	15,6	-2,8	1,5	-1,3	32,6
Santander	22,10	17,1	14,5	8,0	-12,0	3,9	-8,6	18,8
<b>Petróleo y energía</b>	<b>15,64</b>	<b>-16,0</b>	<b>5,8</b>	<b>10,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>10,8</b>	<b>7,6</b>	<b>34,0</b>
Iberdrola	6,33	-6,3	-0,6	18,9	-10,3	14,4	2,6	32,2
Repsol YPF	4,73	-30,4	19,4	4,7	3,4	9,7	13,4	50,6
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>6,56</b>	<b>-8,0</b>	<b>4,6</b>	<b>8,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>30,7</b>
Construcción	3,76	-9,3	4,0	14,6	-0,7	6,2	5,5	42,2
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>17,50</b>	<b>-18,3</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>7,7</b>
Telefónica	14,65	-21,9	0,0	-1,8	2,9	-4,4	-1,6	1,0
<b>Bienes de consumo</b>	<b>12,43</b>	<b>55,6</b>	<b>16,5</b>	<b>9,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,5</b>	<b>27,4</b>
Inditex	9,23	66,7	18,5	9,2	-2,0	-5,6	-7,4	27,4
<b>Servicios de consumo</b>	<b>5,18</b>	<b>12,7</b>	<b>2,4</b>	<b>13,0</b>	<b>12,6</b>	<b>5,9</b>	<b>19,2</b>	<b>46,9</b>

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME. Datos hasta el 15 de junio.

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

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

## Valores con mayor impacto en la variación del IGBM<sup>1</sup>

CUADRO 16

Valor	Sector	Jun-2013	
		Contribución a la variación del IGBM (p.p.)	
Con impacto positivo		s/trim. anterior	s/dic-12
Iberdrola	Petróleo y energía	0,91	0,16
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	0,85	-1,89
Repsol	Petróleo y energía	0,46	0,63
Amadeus IT Holding	Tecnología y telecomunicaciones	0,31	0,57
Gas Natural SDG	Petróleo y energía	0,21	0,23
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	0,20	-0,18
ACS	Materiales básicos, industria y construcción	0,17	0,12
Con impacto negativo			
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-0,64	-0,23
Inditex	Bienes de consumo	-0,51	-0,69
<b>Variación del IGBM</b>		<b>1,75</b>	<b>-1,50</b>

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 15 de junio.

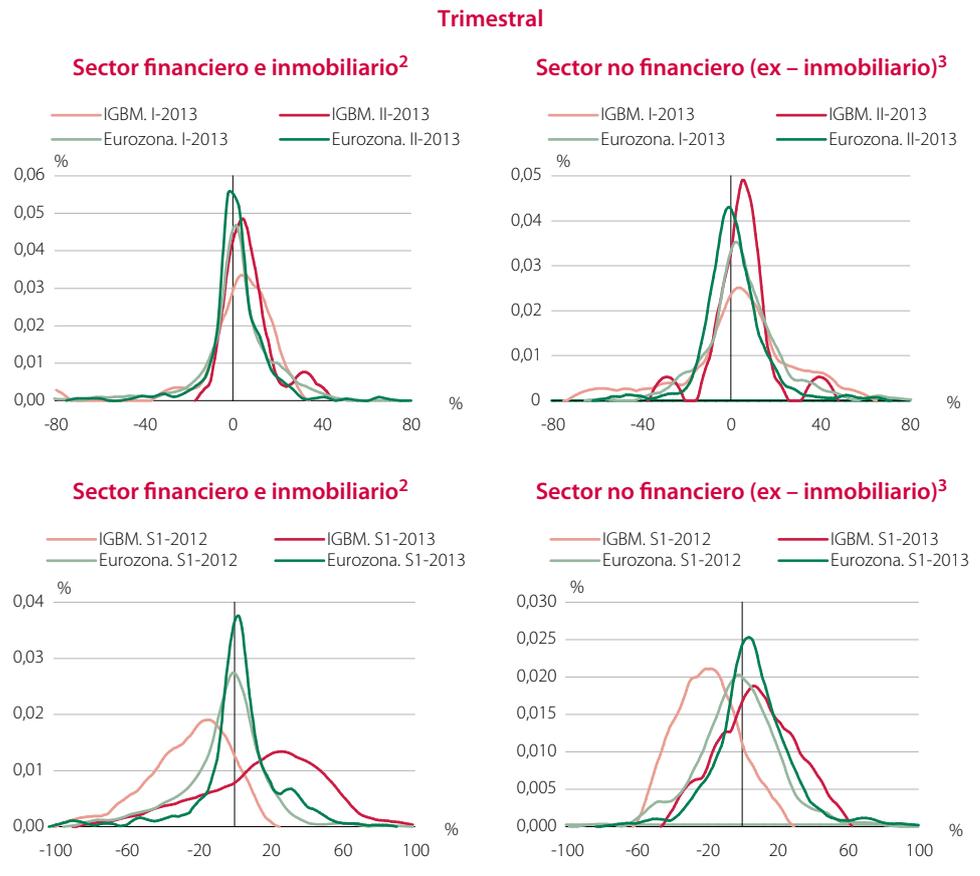
1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 p.p. en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM. Adicionalmente, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al inicio del último trimestre considerado.

Si atendemos al impacto de cada empresa cotizada en el IGBM durante el segundo trimestre de 2013, las contribuciones más positivas se debieron a una empresa del subsector de electricidad y gas y al mayor banco por capitalización bursátil, lo que explica conjuntamente el 68% de aumento del índice (véase cuadro 16). Por su parte, los mayores impactos negativos sobre este índice correspondieron a una compañía del subsector de las telecomunicaciones y a una compañía del subsector de textil, vestido y calzado, que restaron al índice un 45% de su variación en el segundo trimestre.

La distribución de la rentabilidad de las empresas cotizadas en el IGBM, medida en términos de la variación del precio de sus acciones, en el segundo trimestre de 2013 fue muy parecida a la mostrada durante el primer trimestre (véanse paneles superiores del gráfico 16). El hecho más destacado correspondió al aumento del número de empresas que experimentaron un crecimiento de sus cotizaciones de entre el 0% y el 10% en el segundo trimestre (del 27% al 37% del total), en detrimento del número de empresas que registraron una variación negativa en las mismas en ese periodo de tiempo (del 50% al 43% del total). Como ilustran los paneles superiores del gráfico 16, estos desarrollos se dieron con mayor intensidad en el caso de las empresas no financieras.

En cuanto a la distribución de las rentabilidades acumuladas por las empresas del IGBM en el periodo transcurrido de 2013, esta estuvo sensiblemente más sesgada hacia valores positivos que en el mismo periodo del año anterior, frente a la estabilidad que mostró tal distribución en el caso de las empresas cotizadas de la zona del euro (véanse paneles inferiores del gráfico 16). Se observa también, en términos generales, una mayor dispersión de las rentabilidades de las empresas cotizadas españolas frente a las de la zona del euro.

El análisis de la dispersión temporal de las cotizaciones de los valores del IGBM revela una mayor heterogeneidad en las variaciones de las mismas desde el inicio de la crisis. Aunque este fenómeno no es exclusivo de la economía española, sí se ha dado con mayor intensidad que en el resto de los países de la zona del euro. Por ejemplo, si observamos la evolución del 20% de los valores con mayor porcentaje de revalorización desde el inicio de la crisis en el verano de 2007 hasta mediados de junio de 2013, la variación acumulada en los precios de estas acciones en ese periodo oscilaba entre el -30% y el 125%. Por otro lado, la rentabilidad acumulada en dicho periodo por parte del 20% de los valores que presentaba el peor comportamiento desde el inicio de la crisis oscilaba entre el -91% y la pérdida prácticamente completa del valor que marcaba en julio de 2007 (véase panel izquierdo del gráfico 17). Adicionalmente, la mediana de la rentabilidad acumulada se situaba en el -66%. En el periodo transcurrido de 2013, la dispersión en las variaciones de los valores que componen el IGBM se habría corregido ligeramente, fundamentalmente debido a las acciones cuyos precios habían mostrado una mejor evolución desde el verano de 2007.

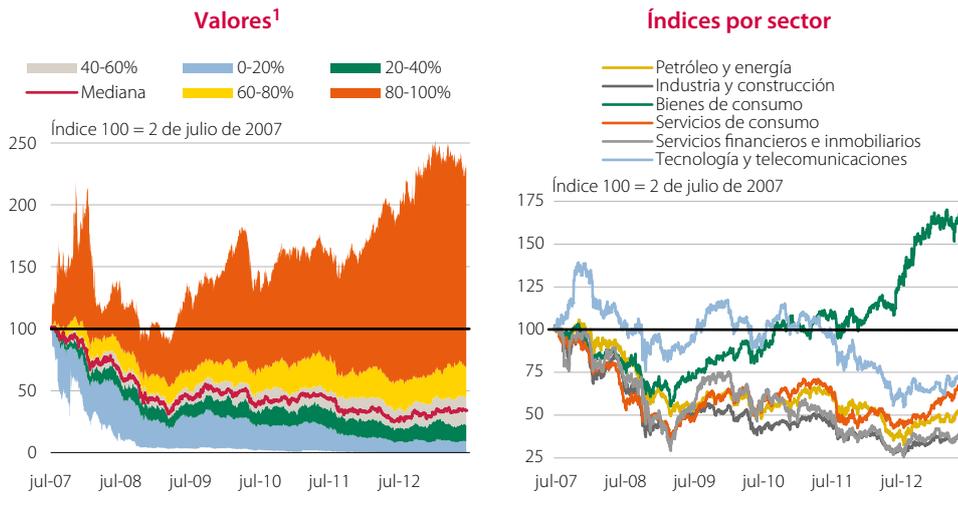


Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de junio de 2013.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 15 de junio de 2013. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 106 compañías admitidas a negociación y el índice bursátil de la Eurozona, 1.373 empresas.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y holdings, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 18 compañías (17% del total de empresas del índice) y en el de la Eurozona, de 344 empresas (25% del total).
- 3 El sector no financiero (ex – inmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

En el panel derecho del gráfico 17, y de modo complementario, se ofrecen los índices de los diversos sectores que componen el IGBM con la misma fecha base (julio de 2007). Algunos de los valores incluidos en el grupo de mejor comportamiento relativo en el índice desde el inicio de la crisis pertenecen al sector de bienes de consumo. Por el contrario, las acciones que registraban una mayor pérdida de su valor desde entonces están relacionadas fundamentalmente con el subsector inmobiliario.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 repuntó en el segundo trimestre de 2013 tras la caída acontecida en el trimestre previo. Con todo, esta ratio se situaba en 12 a mediados de junio, por encima de finales de 2012 (11,7). Dada la caída de los precios en el periodo transcurrido del año, el aumento de la ratio PER en este periodo obedeció al descenso agregado en las previsiones de beneficios de las compañías que componen el Ibex 35. Como consecuencia de esta evolución, la ratio PER del Ibex 35 se mantenía en el rango superior de las ratios observadas en las principales bolsas europeas.

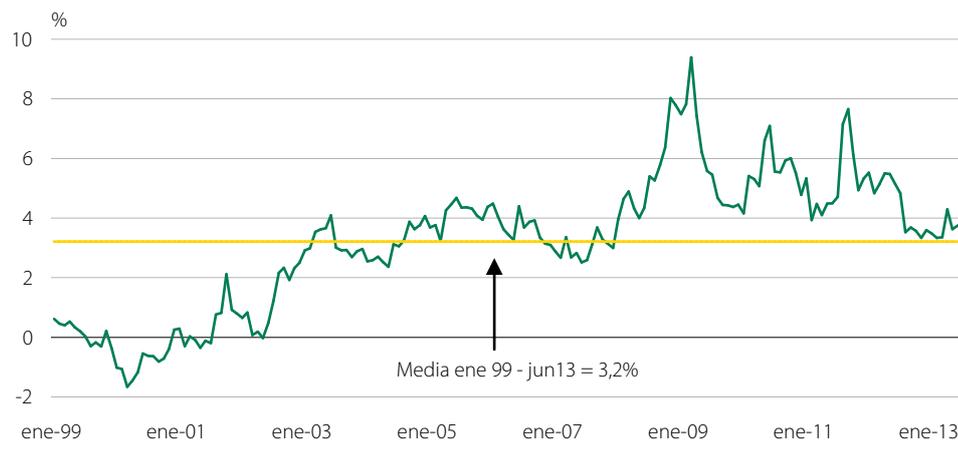


Fuente: Bolsa de Madrid. Datos hasta el 15 de junio.

1 Se consideran aquellos valores que estaban cotizando en la fecha base (2 de julio de 2007) y permanecían cotizando en la última fecha considerada (15 de junio de 2013). En consecuencia, el número de valores asciende a 93.

En los dos primeros trimestres de 2013, el indicador *earnings yield gap*, que mide la prima de riesgo de la renta variable doméstica frente a la deuda pública española, mantuvo en términos generales la pauta de estabilidad que lo precedió en el último cuatrimestre del año anterior y continuó en valores similares al promedio desde 1999 (3,2%) hasta abril. Como se observa en el gráfico 18, en los dos últimos meses este indicador repuntó ligeramente para situarse a mediados de junio en el 3,8% (3,3% a finales de 2012 y 3% a finales de septiembre de 2012).

**Earnings yield gap<sup>1</sup> del Ibex 35**



Fuente: Thomson Datastream.

1 Diferencia entre la rentabilidad bursátil, medida como la inversa del PER, y la rentabilidad del bono a diez años. Datos mensuales hasta el 15 de junio.

### 3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación del mercado bursátil siguió mostrando síntomas de debilidad en el periodo transcurrido de 2013 (véase cuadro 17). Así, la contratación en el primer semestre del año descendió un 13,5% en términos interanuales hasta los 292.799 millones de euros. La contratación media diaria alcanzó los 2.465 millones de euros en el segundo trimestre, por debajo de los 2.615 millones de euros en el trimestre anterior, importe similar al registrado en el conjunto de 2012<sup>9</sup>.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 21.355 millones de euros en el primer semestre de 2013, más del triple del volumen emitido en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 18). Este elevado dinamismo en las emisiones tuvo su origen en las ampliaciones de capital asociadas a los procesos de recapitalización de dos bancos medianos, que tuvieron lugar en febrero y mayo y que fueron suscritas mayoritariamente por el FROB. Estas operaciones, que también llevaron aparejadas ejercicios obligatorios de gestión de instrumentos híbridos, supusieron un 94% de las emisiones totales.

#### Contratación en el mercado bursátil español

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	III 12	IV 12	I 13	II 13 <sup>1</sup>
<b>Total bolsas</b>	<b>1.037.284</b>	<b>925.667</b>	<b>667.443</b>	<b>153.483</b>	<b>169.847</b>	<b>162.136</b>	<b>130.663</b>
Mercado continuo	1.032.447	920.879	663.076	152.438	168.681	160.793	129.578
Corros	165	48	40	8	18	6	3
de los que SICAV <sup>2</sup>	8	6	-	-	0	-	0
MAB <sup>3</sup>	4.148	4.380	4.025	947	1.060	1.238	995
Segundo mercado	3	2	0	0	0	0	0
Latibex	521	358	302	90	89	99	86
	75,2	81,2	82,4	80,2	79,9	n.d.	n.d.

Fuente: CNMV y Dirección General de Comercio e Inversiones.

1 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 15 de junio.

2 Sociedades de inversión de carácter financiero.

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

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

Finalmente, en el periodo transcurrido de 2013, las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas por el *spread bid-ask*, siguieron la tendencia de mejoría iniciada en septiembre de 2012, excepto en momentos puntuales del primer trimestre ligados al episodio de inestabilidad en Chipre o a la incertidumbre política en Italia (véase gráfico 19). En las dos primeras semanas de junio las condiciones de liquidez se habrían deteriorado ligeramente. No obstante, el promedio mensual de este indicador de liquidez se situaba a mediados de junio en el 0,11% (el mismo nivel que el promedio de la serie disponible desde 2003), por debajo de los valores de finales de 2012 (0,15%) y el máximo histórico registrado en agosto de aquel año (0,22%).

9 El volumen de contratación medio diario de 2012, en mínimos desde 2004, se situó en 2.607 millones de euros. Los volúmenes medios diarios correspondientes a los años 2009, 2010 y 2011 fueron, respectivamente, de 3.489 millones, 4.052 millones y 3.602 millones.

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

CUADRO 18

	2010	2011	2012	2012		2013	
				III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup></b> (millones de euros)	16.017	17.146	21.142	5.695	6.962	4.996	16.359
Ampliaciones de capital	15.407	17.019	19.911	5.291	6.186	4.996	16.359
De ellas, mediante OPS	959	6.239	2.457	75	0	0	1.055
Tramo nacional	62	5.827	2.457	75	0	0	1.055
Tramo internacional	897	412	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	610	127	1.231	405	776	0	0
Tramo nacional	79	125	1.231	405	776	0	0
Tramo internacional	530	2	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EXPEDIENTES<sup>4</sup></b>	69	92	105	27	30	28	30
Ampliaciones de capital	67	91	103	26	29	28	30
De ellas, mediante OPS	12	8	7	1	0	0	3
De ellas, liberadas	15	22	22	10	4	9	9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	2	3	1	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>	46	46	38	20	17	17	18
Ampliaciones de capital	45	45	38	19	16	17	18
De ellas, mediante OPS	12	8	7	1	0	0	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	2	3	1	1	0	0

Fuente: CNMV.

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

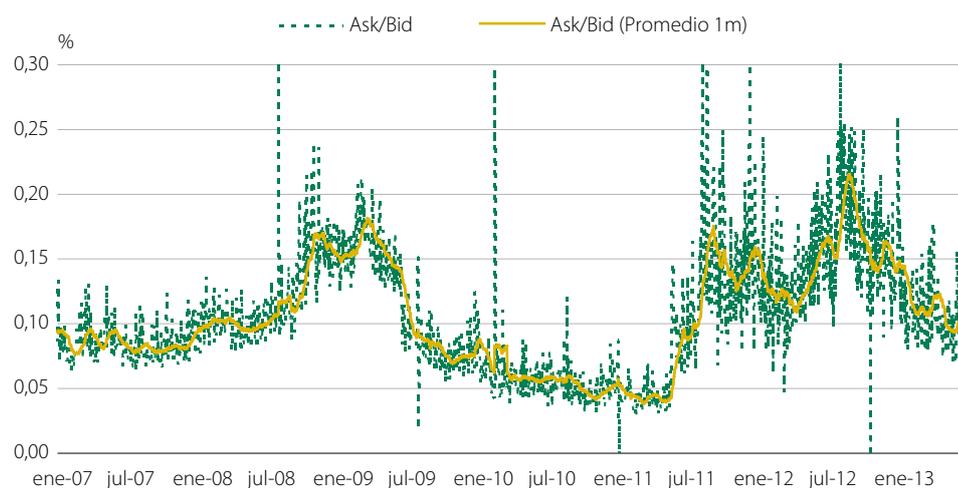
2 Datos acumulados desde el 1 de abril hasta el 15 de junio.

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

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

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

GRÁFICO 19



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



## II Informes y análisis



# El efecto en precios de las compraventas de acciones realizadas por los consejeros

Carlos Aparicio Roqueiro (\*) y Julio Alberto Crego Cobelo (\*\*)

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

(\*\*) Julio Alberto Crego Cobelo es alumno del Máster en Economía y Finanzas del Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).



# 1 Introducción

La regulación europea no impide que los administradores de las sociedades anónimas cotizadas puedan realizar operaciones de compraventa de acciones de sus propias empresas ni de otros instrumentos financieros vinculados a sus precios. Si estas operaciones no se basan en información no pública de carácter material ni se producen durante periodos en los que exista una restricción normativa a las mismas –lo cual se consideraría una infracción y podría dar lugar a una sanción–, las pueden realizar sin más obligaciones que su comunicación posterior a las autoridades y al emisor. Estas comunicaciones deberán ser difundidas en el mercado.

Aun cuando un administrador o un directivo de una sociedad no operen en función de información privilegiada, resulta razonable suponer que estarán en condiciones de realizar una valoración más atinada de su empresa que la mayoría de los participantes del mercado, bien porque disponen de una mejor información no material sobre esa sociedad o su sector, bien porque tienen una mayor capacidad para procesarla. Por ello, sus operaciones constituyen una información valiosa que, en opinión de los reguladores, debe ponerse a disposición del público de manera ordenada.

Como se comentará más adelante, la literatura académica sustenta este punto de vista, al considerar que el acceso temprano a la información sobre las operaciones de los consejeros lleva a una reducción en sus posibles beneficios y a un mejor funcionamiento del mercado, en el sentido de que aumenta la eficiencia en la formación de precios y la liquidez.

Este artículo tiene por objeto analizar las principales características de las compraventas de acciones de sus propias empresas realizadas por los consejeros de las sociedades cotizadas españolas, utilizando para ello los datos del Registro Público regulado en la Circular 2/2007 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Los datos analizados corresponden al periodo que transcurre entre enero de 2007 y junio de 2012.

Además, se pretende analizar el efecto a corto plazo de estas operaciones sobre el precio de mercado de la acción. Con ello se busca medir el impacto que tienen estas operaciones sobre dicho precio y analizar si los cambios observados están más relacionados con el momento de la compra o con el momento de la comunicación al mercado por parte de la CNMV. Este segundo aspecto puede resultar interesante para valorar la eficacia de la regulación, dado que los consejeros disponen de un plazo de cinco días para comunicar sus operaciones a partir del día en que realizan la operación.

El artículo se estructura del modo siguiente: en la sección segunda se hace una revisión de la literatura empírica y teórica relacionada con las compraventas por parte

de administradores de sociedades cotizadas. En la sección tercera se describe brevemente la normativa vigente en la Unión Europea y en España sobre esta materia. En la sección cuarta se ofrecen las características de las operaciones a estudiar en el documento, especialmente en función de su tamaño. La sección quinta se centra en exponer los resultados obtenidos sobre la relación entre compraventas por parte de consejeros y el precio de mercado de las acciones afectadas. Por último, se ofrecen las conclusiones en la sección sexta.

## 2 Revisión de la literatura sobre compraventa de acciones por parte de consejeros de empresas cotizadas

Los motivos para la adquisición o venta de acciones de la propia compañía por parte de sus consejeros pueden ser múltiples. Así, pueden deberse a factores sobrevenidos y ajenos a su voluntad como, por ejemplo, herencias, cumplimiento de normas societarias, ofertas públicas de adquisición, ejecuciones de prenda o las derivadas de sistemas retributivos. Este artículo se centra en las compraventas de las que no consta una motivación explícita en la comunicación facilitada por los consejeros, suponiendo que, en estos casos, el consejero actúa simplemente para maximizar su propio bienestar en términos de rentabilidad y riesgo.

El análisis más simple del comportamiento de los consejeros indicaría que aquellos tenderán a diversificar el riesgo, limitando la posición accionarial que mantienen en su empresa. Sin embargo, la evidencia empírica sugiere que, con frecuencia, las sociedades cotizadas tienen consejeros que concentran gran parte de su patrimonio en su empresa. Esto puede deberse a varios motivos, entre ellos el deseo de asegurar sus rentas de control, como explican Eckbo et al. (1998)<sup>1</sup>, o la utilización de este mecanismo para reducir los problemas de información asimétrica que puedan presentarse en relación con su esfuerzo como consejero (Jensen y Meckling, 1976)<sup>2</sup> y con el valor de la empresa cuando la misma precisa financiación (Leland y Pyle, 1977)<sup>3</sup>.

Este artículo centra su atención en las variaciones de la participación accionarial de los consejeros y su relación a corto plazo con el precio de mercado. En este sentido, se va a suponer que las compraventas vienen motivadas específicamente por desviaciones entre el precio de mercado y la estimación de los consejeros sobre el valor fundamental de la empresa.

Como se ha indicado, hay razones para creer que los consejeros tienen, en general, una apreciación más atinada que el mercado sobre el valor de su empresa, incluso sin recurrir al uso de información no pública. Así, parece razonable suponer que, a la hora de designar a los consejeros, se ha tenido en cuenta, entre otros aspectos, su

---

1 Eckbo, B. y Smith, D. (1998). «The Conditional Performance of Insider Trades», en *The Journal of Finance*, Vol. 53, pp. 467-498.

2 Jensen, M. y Meckling, W. (1976). «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 4, pp. 305-360.

3 Leland, H. y Pyle, D. (1977). «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation», en *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.

capacidad para procesar la información disponible y obtener conclusiones valiosas para la empresa. También parece razonable suponer que esta destreza puede adquirirse o, cuando menos, mejorarse con el ejercicio del cargo. Por otra parte, es posible que los consejeros dispongan de información no pública que, aun siendo inconcreta y, por tanto, no pudiendo considerarse como información privilegiada en el sentido señalado por el artículo 81 la Ley del Mercado de Valores española, les permita valorar su empresa de manera más atinada que el mercado<sup>4</sup>.

Si los participantes en el mercado creen que los consejeros tienen una mejor información que ellos o una mayor capacidad para procesarla, la información sobre las operaciones de compraventa que estos realicen será considerada valiosa y ajustarán sus estrategias para tenerla en cuenta. Los reguladores, por su parte, han entendido que esta información resulta relevante para los inversores y han diseñado mecanismos para que la misma fluya puntualmente hacia el mercado. Desde la perspectiva de los reguladores, la difusión de esta información contribuye a reducir la asimetría informativa en el mercado y puede constituir, además, un elemento preventivo frente al uso indebido de información privilegiada.

## 2.1 Evidencia empírica sobre las compraventas de los consejeros

Existe una amplia literatura académica que analiza empíricamente los efectos de las operaciones de compraventa por parte de consejeros sobre el precio del mercado y la posibilidad para estos de obtener rentabilidades superiores a las del mercado en base a esa información. Uno de los primeros trabajos publicados es el de Lorie y Niederhoffer (1968)<sup>5</sup> que, con datos del mercado estadounidense para el periodo 1950-1960, encuentran que este tipo de operativa es beneficiosa para el consejero. Estos autores recomendaron a la Securities and Exchange Commission y a las bolsas que reforzasen el régimen de comunicación de estas operaciones, reduciendo los plazos de publicación y diseminando una mayor información.

Múltiples autores han confirmado esta relación entre las compraventas de los consejeros y el precio de la acción a corto y a medio plazo. Entre otros trabajos, cabe citar el de Seyhun (1986)<sup>6</sup> que, con datos de Estados Unidos, muestra que el efecto sobre los precios es mayor cuando la operación la realizan ejecutivos de la empresa, como el consejero delegado, a quienes se les supone una mejor información. También destaca el análisis de Lakonishok y Lee (2001)<sup>7</sup>, también para el mercado americano, que encuentran evidencia de que, de media, las compras (ventas) de consejeros están relacionadas con aumentos (descensos) en los precios de las acciones afectadas.

---

4 En Estados Unidos, la distinción legal entre información privada concreta e inconcreta ha sido criticada por su ambigüedad y dificultad de precisión por algunos autores, entre ellos Eric Engle (2010) «Insider trading in U.S. and E.U. law: a comparison», en *European Business Law Review*, Vol. 26, pp. 465-490, quien, en parte por este motivo, se muestra partidario de legalizar todo tipo de operativa bursátil, se base o no en información asimétrica.

5 Lorie, J. y Niederhoffer, V. (1968). «Predictive and Statistical Properties of Insider Trading», en *Journal of Law and Economics*, Vol. 11, 1, pp. 35-53.

6 Seyhun, H. (1986). «Insider's profits, costs of trading, and market efficiency», en *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, pp. 189-212.

7 Lakonishok, J. y Lee, I. (2001). «Are insider's trades informative?», en *Review of Financial Studies*, Vol. 14, 1, pp. 79-111.

Ya en el ámbito europeo, Betzer y Theissen (2009)<sup>8</sup> analizan datos para empresas alemanas correspondientes al periodo 2002-2004, durante el cual la normativa de ese país no exigía tanta transparencia en este aspecto como en otros países desarrollados. Estos autores observan un efecto mayor en los precios tras la operación o tras su comunicación al mercado que el observado en los países anglosajones, cuya regulación exigía una mayor transparencia, por lo que apoyan adoptar la normativa de esos países.

Un estudio mucho más amplio, el de Korczak et al. (2012)<sup>9</sup> analiza datos de 19 países europeos, incluido un periodo en el que la Directiva de Abuso de Mercado ya había sido transpuesta en varios de esos países. Estos autores concluyen que, de media, los consejeros no consiguen un rendimiento positivo anormal con las operaciones sobre acciones de su empresa, aunque sí lo hacen en submuestras por países y por periodos. Los autores consideran que sus resultados apoyan la conclusión de que la Directiva de Abuso de Mercado ha logrado reducir la rentabilidad de este tipo de operaciones. Para los datos españoles analizados, correspondientes al periodo 2006-2009, estos autores no encuentran que exista una rentabilidad anormal positiva y significativa para cortos periodos de tenencia de las acciones tras su adquisición por parte de los consejeros.

Específicamente para datos de empresas españolas no financieras del periodo 1992-1996, Del Brio et al. (2002)<sup>10</sup> encuentran que las compras de consejeros están correlacionadas contemporáneamente con aumentos anormales en los precios de las acciones de su empresa. Este trabajo también encuentra evidencia de que, en el momento de puesta en conocimiento público de la operación, se producen además comportamientos anormales de los precios durante un periodo de cuatro días. En opinión de los autores, estos resultados sugieren una falta de eficacia de la regulación vigente en ese momento.

Un resultado habitual en estos estudios es encontrar que las compras tienen más efectos que las ventas sobre el precio. Como resumen Lakonishok y Lee (1998)<sup>11</sup>, «los consejeros pueden tener muchas razones para vender acciones pero el principal motivo de la compra es ganar dinero». Esta diferencia en la probabilidad de que una compraventa observada se deba a motivos ajenos a oportunidades rentables de inversión provoca que el inversor externo asigne a las compras un mayor valor informativo y se produzca el efecto mencionado.

Dardas y Güttler (2011)<sup>12</sup> hacen un resumen muy completo sobre los efectos teóricos de las compraventas según las características de las mismas o de la empresa y a

---

8 Betzer, A. y Theissen, E. (2009). «Insider trading and corporate governance - The case of Germany», en *European Financial Management*, Vol. 15, 2, pp. 402-429.

9 Korczak, A., Korczal, P. y Traczykowski, J. (2012). *Profitability of Insider Trading in Europe: A Performance Evaluation Approach*. Documento de trabajo. Disponible en SSRN.

10 Del Brio, E. B., Miguel, A. y Perote, J. (2002). «An Investigation of Insider Trading Profits in the Spanish Stock Market», en *Quarterly Review of Economics and Finance*, 42, pp. 73-94.

11 Lakonishok, J. y Lee, I. (1998). *Are Insiders' Trades Informative?* NBER Working Paper w6656. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=119828>

12 Dardas, K. y Güttler, A. (2011). «Are Directors' Dealings Informative? Evidence from European Stock Markets», en *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 25, 2, pp. 111-148.

su vez los comprueban empíricamente. Así, estos autores ponen de manifiesto que las operaciones de mayor volumen tienen más efecto; que las operaciones de consejeros de mayor rango tienen un efecto mayor que las de otros de inferior nivel; que las operaciones simultáneas y en el mismo sentido de varios consejeros tienen un mayor efecto que las realizadas por un único consejero; que en las empresas pequeñas, el anuncio de compras tiene un mayor efecto que en empresas relativamente grandes; y que anuncios en empresas en las que la información asimétrica es más importante tienen mayor efecto que en otras.

## 2.2 Modelización del comportamiento de los consejeros

### 2.2.1 Las compraventas de acciones ante cambios exógenos en el valor de la empresa

Un modelo sencillo de comportamiento del consejero predecirá que este tomará la decisión de comprar o vender acciones de la compañía cuando su precio esté alejado del valor fundamental de la empresa, partiendo de los supuestos de que el consejero posee mejor información que el mercado y de que el valor fundamental de la empresa es independiente de sus compraventas.

De acuerdo con este sencillo modelo, la compraventa se enmarca en un juego de suma cero, que no aumenta el valor económico agregado y perjudica, por tanto, al resto de participantes en el mercado. A largo plazo, esta operativa puede tener efectos negativos sobre la capacidad de las empresas para captar financiación en el mercado primario, ya que los accionistas no consejeros tenderán a reducir las cuantías a invertir para protegerse de dicho perjuicio. En ese sentido, la normativa aplicable al mercado de valores debería limitar los perjuicios de esta práctica.

En este contexto de variaciones exógenas en el valor de una empresa, Huddart et al. (2000)<sup>13</sup> estudian el comportamiento óptimo de un consejero que tiene el incentivo para adquirir o vender acciones de su empresa antes de que la información sea conocida por el público, en un contexto caracterizado por la existencia de obligaciones de comunicación *ex post* de las transacciones y en el que los participantes en el mercado tienen en cuenta la posibilidad de que se produzca ese comportamiento. En particular, el trabajo considera un contexto en el que la actuación de los consejeros se ve restringida por la respuesta del creador de mercado, que actúa *à la* Kyle y que, por tanto, ajusta sus precios ante la presencia de flujos inesperados en la demanda y oferta de títulos.

Los anteriores autores demuestran que la obligación de comunicación *ex post* de las operaciones reduce los beneficios esperados de los consejeros por estas compraventas. A su vez, debido a la reducción del efecto de la información asimétrica, la liquidez en el mercado aumenta, lo que beneficia a los inversores que basan sus decisiones en información pública. Por último, y asociado a lo anterior, se mejora la calidad en el proceso de formación de precios al incorporarse dicha información de calidad

---

13 Huddart, S., Hughes, J. y Levine, C. (2000). *Public Disclosure and Dissimulation of Insider Trades*. Disponible en SSRN.

superior. En ese sentido, la combinación de las prácticas de agentes privados y de la normativa pública limita el perjuicio de estas operaciones.

La previsión teórica anterior, en la que la pronta diseminación de la información sobre las compraventas reduce el beneficio de las operaciones de compraventa de los consejeros, es coherente con el estudio de Betzer et al. (2012)<sup>14</sup> para Estados Unidos en el periodo anterior a la Ley Sarbanes-Oxley, cuando la normativa exigía a los consejeros informar de sus compraventas en el décimo día del mes siguiente al que se había producido. Esta norma, por tanto, permitía que se realizaran operaciones el primer día del mes que no serían puestas en conocimiento público hasta 40 días después. Los autores encuentran que, de media, el mercado conocía estas operaciones con un retraso de 35 días, lo que sugiere que los consejeros tenían fuertes incentivos para comportarse de forma estratégica a la hora de realizar sus compraventas. Basándose en sus conclusiones, los autores apoyan la reforma introducida por la Ley Sarbanes-Oxley, que comporta un régimen más estricto de comunicación de las operaciones<sup>15</sup>.

### 2.2.2 La compra de acciones como señalización de la calidad del proyecto

Las predicciones del modelo sobre el comportamiento del consejero y sus consecuencias en términos de bienestar social pueden ser distintas si se asume que la compraventa del consejero puede afectar al valor fundamental de la empresa, debido a que tales operaciones emiten una señal sobre la calidad de la empresa que puede ser captada por posibles financiadores. Así, siguiendo el modelo de Leland y Pyle (1977)<sup>16</sup>, los consejeros con una mejor información sobre un proyecto de inversión para el que la empresa precise financiación pueden facilitar que esta se produzca en condiciones más favorables si incrementan su exposición al riesgo del proyecto a través de un aumento de su participación accionarial en la empresa. Dado que las compras son costosas en términos de una menor diversificación de la cartera, si los financiadores creen que los consejeros tienen una mayor información sobre el proyecto que ellos, pueden interpretar la decisión de comprar como una señal positiva sobre la rentabilidad esperada del proyecto, lo que a su vez puede tener un efecto reductor sobre el coste de financiación. En este caso, no estaríamos ante la presencia de un juego de suma cero, sino ante un juego en el que todos los participantes pueden mejorar en el sentido de Pareto.

El modelo de Leland y Pyle (1977) se centra en la financiación de emprendedores, por lo que su extensión a empresas cotizadas debe matizarse. En primer lugar, las sociedades cotizadas suelen tener un tamaño relativamente importante, por lo que sus inversiones ejecutadas, en ejecución o en proyecto son mayores y con diversos grados de información asimétrica, por lo que pueden afectar a la señal antes descrita de modo ambiguo. Así, para una empresa ya grande con proyectos en ejecución rentables sobre los que no exista incertidumbre, la señal perderá valor; pero para

---

14 Betzer, A., Gider, J., Metzger, D. y Theissen, E. (2011). *Strategic Trading and Trade Reporting by Corporate Insiders*. Disponible en SSRN.

15 La Ley Sarbanes-Oxley estableció que el límite temporal para que los consejeros y directivos informaran sobre sus compraventas sobre acciones de sus compañías era de dos días hábiles.

16 Leland y Pyle (*op. cit.*). Véase nota 3.

una empresa en la que exista una elevada asimetría informativa en relación con actividades actuales, la señal puede ganar aún más valor en términos de reducción de costes financieros, ya que no solo será efectiva para el nuevo proyecto, sino que también indicará que el consejero tiene buenas perspectivas sobre los antiguos proyectos y que la empresa, por tanto, goza de una buena situación económica.

En segundo lugar hay que considerar que un consejero de una sociedad cotizada suele poseer un porcentaje relativamente reducido de las acciones. En estos casos, si el consejero señala la calidad de las inversiones a través de compras adicionales, estará asumiendo todo el coste de esa señal sin recibir necesariamente un beneficio suficientemente elevado del descenso de los costes de financiación. En cambio, el resto de accionistas de la empresa se beneficiarán de la señal emitida sin haber incurrido en ningún coste (*free riders*). Debido a este problema, cabe esperar que en estos casos las compras basadas en la señalización de la calidad de los proyectos y de la empresa sean menores de que lo que sería socialmente deseable. Cuando su participación inicial en el capital de la empresa sea muy baja, se podría descartar incluso que los consejeros actúen por estos motivos.

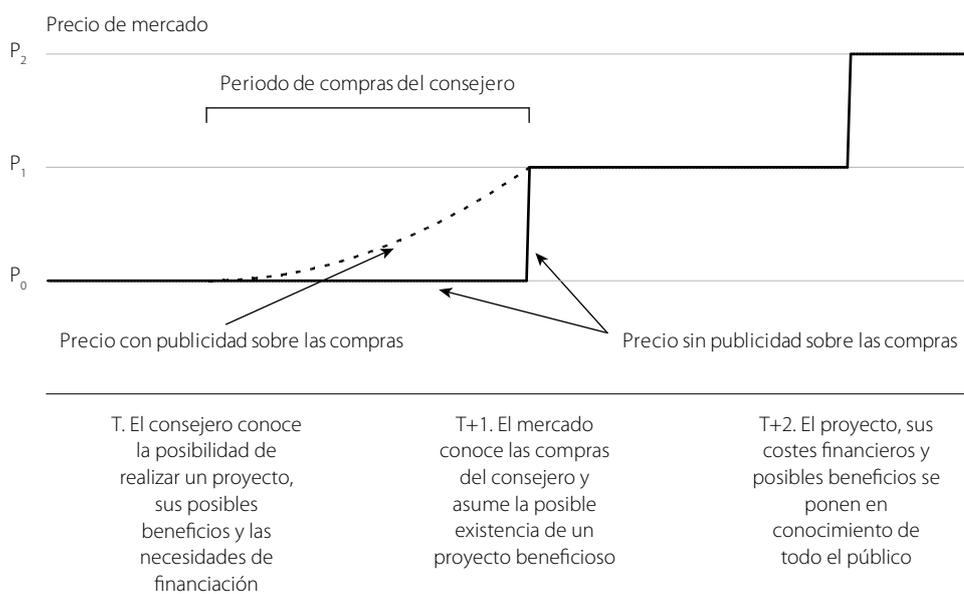
No obstante, incluso en este último caso, si la ventaja informativa de los consejeros es muy importante, estos tienen la posibilidad de aprovecharla adquiriendo acciones en el mercado antes de que el proyecto sea conocido. De este modo, pueden compensar parcialmente el problema de los *free riders* y, a su vez, ofrecer una señal que abarate la financiación de la empresa. El modelo de Huddart et al. (2000)<sup>17</sup> sería aplicable a una situación de este tipo. Así, el consejero se beneficiará más de esta operación si antes de que emita la señal a posibles financiadores –la cual supondrá un aumento del precio de mercado de las acciones–, ha podido adquirir su participación al precio anterior sin que el mercado reaccionara a las mismas.

En el gráfico 1 se puede observar cronológicamente un proceso de este tipo. Así, en esta empresa el consejero conoce en T la posibilidad de ejecutar un proyecto rentable para la empresa pero que precisa de financiación externa, que será más barata si él emite una señal a través de la compra de acciones. Este consejero compra acciones hasta el momento T+1, en el que se pone en conocimiento del público esta operativa sin conocerse aún la intención de ejecutar el proyecto. Posteriormente, en T+2 se conoce perfectamente dicho proyecto y el coste financiero que le supondrá a la empresa, por lo que se puede valorar el incremento del valor de esta.

En el eje vertical, se puede observar el precio de mercado de la empresa ante estos eventos. En orden cronológico inverso, en T+2, una vez que la información asimétrica sobre el proyecto y su coste financiero ha desaparecido, el mercado ya ha procesado toda la información de la operación reflejando la misma en un precio  $P_2$ . En T+1, no se conoce el proyecto de inversión, pero el hecho de que el consejero haya adquirido acciones genera una señal sobre su posible existencia y una revalorización de la empresa que aumentará su precio hasta  $P_1$ , superior al  $P_0$  vigente en el momento inicial. El efecto sobre el precio de esta señal será tanto mayor cuanto mayor sea la compra y mayores sean los problemas de información asimétrica, como suele ocurrir, por ejemplo, en los proyectos en sectores de alta tecnología.

---

17 Huddart et al. (*op. cit.*). Véase nota 13.



Fuente: Elaboración propia.

La transición del precio de mercado entre el periodo T y T+1 dependerá del régimen de transparencia sobre las compras del consejero. Si no hay obligación sobre su comunicación, el consejero puede adquirirlas de una manera pausada que no afecte al precio de mercado, como muestra la línea continua, beneficiándose de la totalidad de la diferencia de precio en cada momento. Sin embargo, una normativa que exija dicha transparencia provocará una evolución similar a la representada por la línea discontinua, en la que el precio de mercado iría reaccionando al conocimiento de las compras del consejero o, si este quisiera realizar las compras antes de comunicarlas, la reacción del mercado ante flujos inesperados de compras de dichas acciones.

### 3 Normativa sobre transparencia en las compraventas de los consejeros

La normativa española sobre compraventas por parte de consejeros y accionistas significativos es fruto de la transposición al derecho nacional de las correspondientes directivas y reglamentos europeos, especialmente la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre abuso de mercado y su desarrollo en la Directiva 2004/72/CE de la Comisión, sobre operaciones de directivos.

Así, en la Directiva 2003/6/CE se establece que «las personas que ejerzan responsabilidades de dirección [...] deberán, al menos, comunicar a la autoridad competente la existencia de operaciones efectuadas por cuenta propia en relación con acciones de dicho emisor [...]. Los Estados miembros velarán por que el acceso del público a esa información, al menos de manera individual, esté disponible lo antes posible». En la Directiva 2004/72/CE se establece que la notificación de las compraventas se hará en un plazo de cinco días laborables y el contenido mínimo de la misma.

En ese sentido, se puede observar que la normativa europea es coherente con el modelo de Huddart et al. (2000)<sup>18</sup> señalado anteriormente, al establecer la necesidad de una pronta notificación, lo que combinado con la propia reacción del mercado ante desequilibrios de oferta y demanda en el libro de órdenes, limita la capacidad de los consejeros para beneficiarse de su ventaja informativa.

La Directiva 2003/6/CE toma forma en la normativa nacional a través de la modificación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) mediante la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, que posteriormente fue desarrollada por el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado, y por la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias y otros modelos.

Los consejeros y directivos que realicen compraventas de acciones de las empresas en las que ejerzan su actividad, u otros instrumentos financieros vinculados, deberán comunicar las mismas a la CNMV en un plazo de cinco días hábiles. El contenido de la comunicación es el siguiente: 1) nombre de la persona que sea directivo o consejero en el emisor; 2) motivo que obliga a la notificación; 3) nombre del emisor; 4) descripción del valor o instrumento financiero; 5) naturaleza de la operación; 6) fecha, mercado en que se ha hecho la operación, precio y volumen.

La circular establece ocho modelos de comunicación en otros tantos anexos. Para consejeros y directivos, los anexos 3 al 5 son los utilizados en este trabajo. Así, por ejemplo, el anexo 3 exige información, entre otras cosas, sobre el obligado a comunicar, el emisor, el motivo de la comunicación, el detalle de las operaciones (fecha de la transacción, precio y volumen) y los derechos de voto asociados. Adicionalmente, contiene información sobre si esta compraventa la ha hecho directamente el comunicante o si la han realizado personas con un vínculo estrecho con este. También ofrece información sobre la posesión final de derechos de voto tras la operación. Por último, se dispone de la fecha en que la CNMV puso a disposición del público esta información a través de su página web.

## 4 Datos utilizados

La información utilizada en el análisis es el Registro de la CNMV sobre operaciones de consejeros y directivos de las sociedades. Esta información la remite el sujeto obligado –los propios consejeros en este caso– según los modelos establecidos por la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros, de operaciones del emisor sobre acciones propias y otros modelos. Este registro es accesible a través de la página web de la CNMV.

El periodo analizado es el comprendido entre enero de 2007 y junio de 2012. Se ha utilizado información de todos los emisores para los que España sea Estado de ori-

---

18 Huddart et al. (*op. cit.*). Véase nota 13.

gen, incluidos aquellos que son más ilíquidos, ya que el objetivo de este documento es valorar la regulación que se aplica a todos ellos.

## Operaciones de consejeros y directivos analizadas

CUADRO 1

Número de operaciones y porcentaje de capital afectado

	Compras	Ventas
Total empresas consideradas	117	117
Total empresas sobre las que se han hecho operaciones consideradas	98	78
<b>Enfoque multivariante</b>		
Número de operaciones	4.977	1.914
Porcentaje de capital afectado por las operaciones		
25 percentil	0,001%	0,001%
Mediana	0,004%	0,005%
Media	0,094%	0,079%
90 percentil	0,063%	0,087%
<b>Enfoque univariante. Observaciones analizadas</b>		
Número de operaciones	2.300	991
Porcentaje de capital afectado por las operaciones. Mediana		
Capitalización. Baja. 1.º cuartil	0,0055%	0,0113%
Capitalización. Media. 2.º y 3.º cuartil	0,0049%	0,0059%
Capitalización. Grande. 4.º cuartil	0,0007%	0,0063%
Liquidez. Baja. 1.º cuartil	0,0037%	0,0055%
Liquidez. Media. 2.º y 3.º cuartil	0,0057%	0,0073%
Liquidez. Grande. 4.º cuartil	0,0005%	0,0090%
Liquidez. <i>Blue chips</i> . Empresas en el Eurostoxx 50	0,0002%	0,0118%

Fuente: Elaboración propia.

Adicionalmente, dado que este artículo se centra en el análisis de las operaciones que surjan de una posible información asimétrica por parte de los consejeros, no se han considerado aquellas que tengan un motivo de comunicación específico como el nombramiento o cese como consejero, la admisión a cotización del emisor o variaciones sobrevenidas por cambios en el número de derechos de voto del emisor. Tampoco se han incluido operaciones en las que el precio de compraventa aparece en blanco o es cero, ni las realizadas a través de derivados. En particular, se han excluido las adquisiciones derivadas de sistemas retributivos, herencias o ejecuciones de prenda.

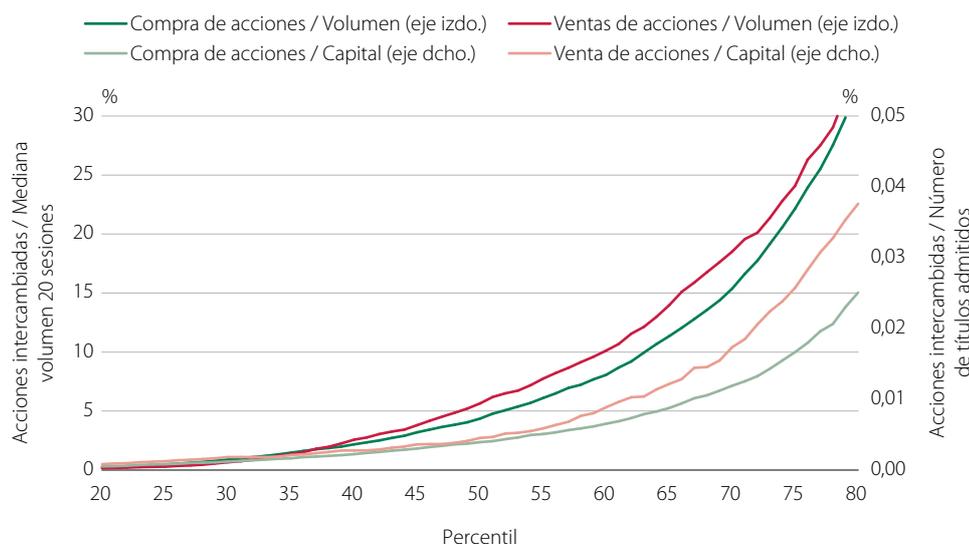
Para calcular la rentabilidad diaria de las acciones afectadas y la rentabilidad ajustada a la evolución del mercado, se ha utilizado la rentabilidad total de las acciones calculada por Thomson Datastream, que capitaliza los dividendos distribuidos. Como referencia del mercado se ha utilizado el Ibex 35 con dividendos y como tipo de interés libre de riesgo, el del bono alemán.

Como se explicará a continuación, se ha utilizado un enfoque univariante y otro multivariante para comprobar la robustez de los resultados. Por motivos metodológicos que se comentan en la sección 5.1, en el enfoque univariante no se utilizan

aquellas operaciones sobre una determinada empresa que tuvieran lugar en los cinco días posteriores a otra, lo que lleva a que la muestra final analizada sea de 2.300 compras y 991 ventas. En el enfoque multivariante no se descartan estas operaciones, incluyendo la muestra 4.977 compras y 1.914 ventas.

Además, en el enfoque univariante, se realizarán estimaciones separadas por estratos según el tamaño de la compraventa, la capitalización de la empresa y su liquidez. Dichos estratos se establecerán por cuartiles.

### Distribución<sup>1</sup> del tamaño de las operaciones de consejeros<sup>2</sup> respecto al volumen<sup>3</sup> y la capitalización<sup>4</sup> GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

- 1 En el gráfico se muestra en el eje horizontal el percentil que supone la operación o agrupación de consejeros según su tamaño relativo, ordenadas de menor a mayor. Para facilitar la interpretación gráfica se muestran los valores únicamente para los percentiles entre el 20% y el 80%.
- 2 A partir de la información del enfoque multivariante. Para cada empresa se agregan las compras y ventas netas de todos los consejeros en el día de interés.
- 3 Ratio entre el valor neto de las compraventas en un día y el volumen del mercado; se calcula como la mediana de títulos negociados en el mercado continuo durante las 20 sesiones inmediatamente anteriores a las operaciones de los consejeros. Se utiliza la mediana, para reducir el sesgo de observaciones extremas.
- 4 Ratio entre el valor neto de las compraventas y los títulos admitidos.

Como se puede observar en el cuadro 1 y en el gráfico 2, las operaciones de consejeros son, en términos generales, de un volumen relativamente reducido si se las compara con el total de títulos emitidos por las empresas afectadas. Sin embargo, si se compara dicho tamaño con el volumen típico de dichas empresas en el mercado continuo, se observa que es frecuente que este suponga un porcentaje significativo. Así, al menos el 50% de las compras netas de consejeros en un día supone el 4,4% de la negociación habitual sobre esas acciones<sup>19</sup> y, en el caso de las ventas netas, el 5,6%.

19 Para analizar la liquidez típica de estas acciones se utiliza la ratio del número de títulos afectados en un día por operaciones de consejeros de la sociedad (por el valor neto de compras y ventas) dividido por la mediana del número de títulos que se han negociado en el mercado continuo durante las 20 sesiones inmediatamente anteriores a dicha adquisición.

También se puede destacar que las compras suelen ser de un tamaño relativamente menor que las ventas, tanto medidas en función del número de títulos de la empresa como en función de la contratación.

## 5 Modelización empírica y resultados

Como se ha indicado, para obtener una mayor robustez en el análisis de los datos del mercado español, se ha procedido a utilizar dos enfoques distintos: uno univariante, basado en la metodología de estudios de eventos que se suponen aislados, y otro multivariante, que nos permite analizar a la vez el conjunto de observaciones.

### 5.1 Enfoque univariante

El enfoque univariante se centra en el estudio de eventos aislados, esto es, el análisis individual de compras y ventas por parte de consejeros. Para realizarlo, se procede a la estimación de un modelo CAPM, que usa como índice de referencia el Ibex 35. Los parámetros de este modelo se usan para calcular los rendimientos anormales de los cinco días posteriores (periodo posevento). Los dos días previos a la compraventa no se consideran en el modelo de regresión, para evitar posibles sesgos no controlados.

La principal ventaja de este método es que permite una gran flexibilidad y, por tanto, un ajuste en la estimación de la varianza de los rendimientos atípicos. Esto a su vez aporta una gran robustez a la hora de contrastar estadísticamente si, de media, las compras o ventas de consejeros están asociadas a variaciones anormales de los precios.

Sin embargo, este método también impone limitaciones en los datos susceptibles de ser utilizados. Dado que la presencia de otra compraventa del mismo u otro consejero sobre la misma empresa durante el periodo previo o posterior al evento alteraría dichos resultados, es necesario eliminar de la muestra todas las operaciones que tuvieran lugar en el periodo de cinco días posterior a otra.

Adicionalmente, se van a eliminar aquellas ventas producidas en los diez días anteriores a una OPA dirigida a la empresa emisora, por considerar que el efecto de las mismas, si bien es notable, no está relacionado con el fenómeno que se pretende analizar.

Cada observación de la muestra se va a agrupar en una serie de subconjuntos según las características de la propia operación o de la empresa, para determinar si dichas características provocan cambios en la rentabilidad anormal de la operación. Los criterios utilizados han sido los siguientes:

- Tamaño de la transacción. Se ha dividido la muestra en cuatro grupos de igual dimensión, en función del porcentaje de acciones de la empresa que resulten afectadas.
- En cuanto al tamaño de la empresa, las operaciones se van a clasificar en función del valor de mercado de la empresa afectada. Así, se establecerán tres

grupos: el primero formado por las empresas del primer cuartil, el segundo, por el segundo y tercer cuartil y el tercer grupo, por el cuarto cuartil.

- Las distintas agrupaciones en función de la liquidez de la empresa afectada serán las siguientes. Por una parte, se creará un grupo (*blue chips*) compuesto por las acciones incluidas tanto en el Ibex 35 como en el Eurostoxx 50. El resto de las empresas se agruparán en función del volumen negociado en las mismas, de una manera análoga a la aplicada para el tamaño.

En el cuadro 2 se muestran los resultados de los contrastes estadísticos para las operaciones de compra y para las de venta. La información ofrecida puede ser interpretada únicamente en términos del signo del efecto sobre el precio y su significatividad (marcada con fondo gris), pero no en términos de rentabilidad económica.

Para el conjunto de la muestra no se puede rechazar que las compras de los consejeros estén correlacionadas con aumentos simultáneos del precio de mercado. Sin embargo, cuando se analizan los resultados por submuestras, se observa que solo se obtiene este resultado significativamente distinto de cero para transacciones de un tamaño relativamente grande. Esto es acorde con lo esperado por la teoría antes mencionada, ya que una mayor compra tiene un mayor valor informativo.

### Efecto de las transacciones de consejeros en el precio de las acciones en los cinco días tras la operación (ratio t<sup>1</sup>)

CUADRO 2

Compras / ventas	Características de la empresa	Tamaño de la transacción				Total	
		Pequeña	Mediana-pequeña	Mediana-grande	Grande		
Compras	Total	0,23	-0,79	1,63	3,31	2,04	
	Tamaño	Pequeño	-1,86	-0,18	0,34	0,06	-0,65
		Mediano	0,42	0,72	1,38	2,76	2,53
		Grande	-0,43	-0,57	0,39	3,15	1,24
	Liquidez	Baja	0,05	0,38	1,33	1,02	1,39
		Media	0,94	-1,15	0,59	3,75	2,08
		Alta	-0,80	0,39	-0,85	1,26	0,21
		<i>Blue chip</i>	-1,01	1,67	0,52	1,99	1,55
Ventas	Total	-0,73	1,08	-2,01	0,46	-0,65	
	Tamaño	Pequeño	1,07	-2,26	1,03	1,07	0,34
		Mediano	-0,07	-1,33	-1,50	-1,12	-2,25
		Grande	-0,73	2,47	0,69	0,30	1,21
	Liquidez	Baja	-0,10	-1,58	-0,26	1,87	0,10
		Media	1,00	-1,88	0,32	-1,23	-1,08
		Alta	-1,01	2,54	-0,56	-0,61	0,04
		<i>Blue chip</i>	0,60	-0,13	-0,45	-1,28	-0,74

Fuente: Elaboración propia.

1 La ratio t es el cociente entre los rendimientos anormales acumulados de la acción tras el evento, divididos por la varianza esperada en los mismos. Con fondo gris aparecen aquellos resultados que son significativamente distintos de cero al 10% de probabilidad y con el signo esperado.

Pero dentro de estas compras de relativo gran tamaño, se observa que la significatividad se concentre en empresas relativamente grandes y muy líquidas. Dado que, en general, en las empresas pequeñas existen mayores problemas de información asimétrica sobre el valor intrínseco de las acciones, cabría esperar que las compras por parte de consejeros fueran una señal más fuerte. Un posible problema estadístico que puede estar afectando a los resultados es que, en general, la modelización a través del CAPM no es tan ajustada en el caso de empresas menos líquidas, lo que puede generar una varianza relativamente alta que afecte a la fiabilidad de los datos estadísticos.

En cuanto a las ventas, se puede afirmar que estas no generan un efecto significativo en el precio, con la excepción de las operaciones de mediano tamaño para empresas pequeñas. Este resultado está en línea con las previsiones de la teoría, que atribuye a las ventas un valor informativo menor con respecto a las compras.

## 5.2 Enfoque multivariante

Como se ha indicado, el estudio estadístico multivariante permite comprobar la robustez del análisis anterior. Además, con este nuevo análisis se puede obtener información más detallada sobre determinados aspectos de los efectos de las compraventas de acciones por parte de los consejeros.

Esta metodología permite utilizar un mayor número de observaciones, ya que no es necesario eliminar aquellas compraventas que se solapan con el periodo posterior a otras. Por otro lado, permite también estudiar como fenómeno separado el efecto en el precio tanto en el día de la compra como en el día en que la CNMV difunde al mercado esta información a través de su página web.

El método elegido permite que el efecto de las operaciones y de su comunicación sea distinto para cada empresa analizada. Sin embargo, impone como restricción que para una empresa, este efecto tenga que ser similar durante todo el periodo muestral, siendo únicamente sensible a diferencias en el tamaño de la operación.

El modelo también usa como variable dependiente la rentabilidad diaria de la acción, aunque en este caso no se restringe a una ventana temporal, sino que toma el periodo comprendido entre enero de 2007 y junio de 2012. Por construcción, la varianza del error se considera constante durante el periodo muestral para cada empresa.

Este enfoque permite utilizar más datos que el método univariante. Así, se ha aplicado a los datos de 117 empresas, considerando un total de 4.977 compras y 1.914 ventas por parte de consejeros.

Como variables de control se utilizan las incluidas en el modelo CAPM (rentabilidad libre de riesgo y rentabilidad del Ibex 35). Para analizar el efecto de las compraventas de los consejeros sobre el precio de las acciones, se introducen en el modelo las siguientes variables:

- Variable que toma el valor 1 en la fecha en que el consejero adquiere acciones y cero en el resto de fechas.

- Variable que toma el valor 1 en la fecha en que el consejero vende acciones y cero en el resto de fechas.
- Variable que toma el valor 1 en la fecha en que se registra en la CNMV y se publica la compra de acciones y cero en el resto de fechas.
- Variable que toma el valor 1 en la fecha en que se registra en la CNMV y se publica la venta de acciones y cero en el resto de fechas.
- Tamaño de la compra, medida como el logaritmo neperiano del porcentaje de capital adquirido en la operación.
- Tamaño de la venta, medida como el logaritmo neperiano del porcentaje de capital enajenado en la operación.

Los contrastes estadísticos han mostrado que tanto las compras como las ventas de acciones afectan al precio de la acción en el día en que se producen las mismas y lo hacen con el signo esperado. Además, el efecto en el mismo día de la operación es sensible al tamaño de la operación realizada por el consejero, de manera que unas mayores operaciones de compra (venta) producen un mayor ascenso (descenso) en el precio de la acción.

Sin embargo, en contra de lo esperado en la teoría, el día en que se registran las operaciones de compra en la CNMV se observa un descenso en el precio de las acciones. Aunque el efecto es relativamente pequeño, resulta significativo y vendría a indicar que, para el conjunto de la muestra, el mercado ya ha procesado la información sobre las compras de los consejeros en el momento de la comunicación. No obstante, los autores de este artículo no disponen de una explicación clara a este fenómeno. En cuanto a las comunicaciones de las ventas, estas tienen el efecto esperado sobre los precios.

### Enfoque multivariante. Efecto sobre el precio de las acciones

CUADRO 2

	Coefficiente (media) <sup>1</sup>	Test de Wald	99% test	Prob.
Compras que afectan el día de la operación	0,00205	116063	239,4	0
Compras que afectan el día de registro	-0,00001	598	133,5	0
Ventas que afectan el día de la operación	-0,01496	4644951	181,8	0
Ventas que afectan el día de registro	-0,00092	35336	111,1	0
log(ACC/NOSH) Compras	0,00010	77621	127,6	0
log(ACC/NOSH) Ventas	-0,00299	4280164	90,8	0

Fuente: Elaboración propia.

1 Se muestra la media de los coeficientes estimados, para cada una de las acciones consideradas en la muestra, de la variable *dummy* creada para cada uno de los eventos (compras en el día de la operación o registro) y de la variable de tamaño de la compra en relación con la capitalización total. Estos coeficientes surgen de un modelo CAPM, por lo que se deben interpretar como el efecto medio de la compra o venta sobre la rentabilidad de la acción ajustada por la evolución general del mercado. Los contrastes de significatividad se hacen mediante el test de Wald y, por tanto, se aplican al conjunto de estimaciones de la muestra.

## 6 Conclusiones

La normativa del mercado de valores permite a los consejeros de una sociedad operar en acciones de su propia empresa, siempre que dicha operativa no esté relacionada con una información material, lo cual estaría sancionado como abuso de mercado. Excluyendo estos casos, cabe suponer que los consejeros de una sociedad cotizada tendrán una capacidad de valoración de su empresa superior al resto de inversores, ya sea por su propia formación, su aprendizaje o su acceso a información no material que no es conocida por el resto del mercado.

Este hecho supone que el resto de agentes ponen especial atención a las compraventas de los consejeros, ya que las mismas pueden constituir una señal sobre una futura variación del valor de la empresa o al menos de su precio de mercado. En un modelo de comportamiento sencillo, en el que un consejero compra (vende) acciones simplemente para aprovecharse de una infravaloración (sobreevaluación) de la empresa, se puede esperar que obligarle a comunicar sus operaciones aumente la eficiencia informativa y la liquidez del mercado, así como que reduzca los posibles beneficios que pueden obtener de esta operativa.

La normativa europea, y con ella la española, sigue este modelo de transparencia sobre las compras y ventas de acciones y otros contratos financieros relacionados. Así, exige su comunicación en un plazo de cinco días, detallando los motivos, instrumentos, cuantías y precio, y esta información se da a conocer al resto de los participantes.

Utilizando los datos disponibles en el Registro Público de la CNMV sobre comunicaciones de operaciones de consejeros y directivos para el periodo 2007-2012, se ha procedido a estudiar las mismas y su incidencia a corto plazo sobre el precio de las acciones afectadas.

Utilizando dos enfoques distintos, se ha encontrado que, de media, las compras de los consejeros suelen estar relacionadas con aumentos de los precios de las acciones, y que estos aumentos se concentran en los días de compra. En cuanto a las ventas, los resultados han sido mixtos ya que solo se ha obtenido un resultado concluyente en uno de los enfoques.

Además, la variación de los precios de las acciones es sensible al tamaño de las operaciones realizadas por los consejeros de esta sociedad (tanto de manera individual como agregada), lo que de nuevo es acorde con la teoría de que a medida que aumenta el riesgo económico del consejero, la señal que supone su operación para el resto de los participantes del mercado es más poderosa.

Por otro lado, se ha encontrado que el efecto sobre el precio de estas operaciones se concentra en el momento de la propia compraventa y no en el momento en que la misma se registra en la CNMV y se pone a disposición del resto de agentes del mercado. De acuerdo con el modelo teórico utilizado, cabría esperar que el efecto precio se concentrara precisamente en el momento en el que la comunicación se difunde.

En todo caso, con los datos del mercado español, cabe concluir que la incidencia sobre el precio de las compras y ventas de consejeros es muy reducida. Esto se debe en

gran parte al pequeño tamaño de la operación típica en la muestra utilizada. Sin embargo, la decisión sobre la dimensión de la compraventa por parte del consejero no es un hecho ajeno a la propia normativa del mercado de valores o a las instituciones del mismo. Así, cabe pensar que la regulación sobre comunicaciones de estas operaciones, la propia sensibilidad de los participantes del mercado a estas operaciones y la normativa sobre abuso de mercado favorecen el que los consejeros y directivos realicen operaciones relativamente pequeñas y que el beneficio obtenido sea normalmente reducido.



# Los fondos de titulización de activos hipotecarios españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante el periodo 1993-2012

María del Rosario Martín Martín (\*)

(\*) María del Rosario Martín Martín pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

La titulización alcanzó una considerable importancia como instrumento de financiación durante los años previos a la crisis a nivel global. España no fue una excepción. En el año 2006, las emisiones de titulización supusieron el 49% de las emisiones de renta fija a largo plazo realizadas por empresas o instituciones financieras españolas. Su importancia en el mercado primario español siguió siendo considerable una vez iniciada la crisis. Así, en el año 2008, estas emisiones supusieron el 82% de las emisiones brutas del sector privado y, en conjunto, entre 2008 y 2012, el 42%<sup>1</sup>.

Desde 2009, la titulización ha ido perdiendo importancia entre las entidades financieras españolas en favor de otras formas de financiación, como las cédulas hipotecarias, que resultan más ventajosas para los emisores por su menor coste de emisión, porque han encontrado una mejor aceptación entre los inversores privados en el difícil contexto actual de los mercados y, sobre todo, porque han recibido un mejor tratamiento que los bonos de titulización en las operaciones que realizan las instituciones financieras en el ámbito del Eurosistema, donde se utilizan como garantía para recibir liquidez. Este fenómeno se ha producido también en otros países europeos.

El hecho de que la titulización haya dejado de ser interesante para los inversores obliga a llevar a cabo una revisión de la forma en la que se han diseñado este tipo de estructuras en el pasado y comprobar cuál ha sido su evolución a lo largo de los años. En este sentido, la crisis financiera puede contemplarse como un laboratorio de primer nivel para valorar la resistencia de este instrumento financiero en condiciones muy adversas. Diversos estudios académicos o promovidos por instituciones privadas internacionales han abordado durante los últimos años los problemas de la titulización, tratando de identificar las deficiencias y las malas prácticas que la convirtieron, según una opinión bastante extendida, en uno de los primeros detonantes de la crisis financiera, en el año 2007.

El objetivo del trabajo que se ha llevado a cabo es analizar en qué medida la titulización española ha participado o se ha alejado de los patrones de comportamiento señalados por los principales trabajos académicos en esta materia durante los últimos años. Este artículo anticipa una parte de la investigación realizada, en concreto aquella que se refiere a la titulización hipotecaria española. Próximamente, se publicará un segundo documento en el que los temas que se exponen a continuación se tratarán de manera más amplia, extendiendo además el ámbito de estudio al conjunto de la titulización española.

---

1 Emisiones brutas registradas en la CNMV.

Los datos manejados en este trabajo proceden, principalmente, de la información aportada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) por los agentes económicos que intervienen en una operación de titulización. En concreto, se ha recopilado la información aportada por los cedentes sobre las carteras de préstamos que se incorporan a los fondos en el momento de su constitución y que, de manera habitual, se incluye en los documentos requeridos para la constitución de un fondo de titulización. Otra fuente de información relevante para este trabajo ha sido la información pública que las sociedades gestoras de fondos remiten a la CNMV, con carácter semestral y anual, en cumplimiento de lo establecido por la normativa vigente.

La organización del artículo es la siguiente. La sección segunda resume algunas de las cuestiones que han sido discutidas recientemente por la literatura académica y, en general, por los expertos en relación con la titulización. La sección tercera hace referencia al origen y características de los datos que se utilizarán en el análisis. La sección cuarta analiza el papel de la titulización hipotecaria en el contexto más general de la titulización española y describe las características básicas de los activos que la sustentan. La sección quinta se centra en diferentes aspectos relevantes para analizar la calidad de los activos de naturaleza hipotecaria titulizados, como son su antigüedad, el tipo de interés, la ratio *loan-to-value* o la morosidad. La sección sexta analiza las principales características de los valores de titulización respaldados por activos hipotecarios y emitidos por los fondos de titulización españoles. El artículo finaliza con una sección de conclusiones.

## 2 Cuestiones de interés recientes en torno a la titulización

Desde el inicio de la crisis financiera, se ha acusado a la titulización de haber propiciado un deterioro en la calidad de los préstamos concedidos por las entidades financieras, debido a la generalización del modelo «originar para distribuir». De acuerdo con este punto de vista, el citado modelo habría favorecido la concesión de préstamos por parte de las entidades financieras para cederlos, de forma inmediata, a vehículos de titulización más o menos opacos que, a su vez, redistribuían el riesgo con relativa facilidad entre diversos tipos de inversores. Los recursos así obtenidos permitían reiniciar el proceso con la concesión de nuevos créditos por parte de las entidades financieras, sin preocuparse demasiado por la calidad de los activos generados.

Los estudios realizados a este respecto en el ámbito académico no son unánimes. Algunos autores apoyan la idea de que los procesos de titulización disminuyeron los incentivos de los agentes financieros para realizar estudios profundos sobre los deudores. En esta línea se sitúan, por ejemplo, los trabajos de Demyanyk y Van Hemert (2008), Hull (2008), Kranier y Laderman (2009) y Purnanandam (2010)<sup>2</sup>. Sin embar-

---

2 Demyanyk, Y. y Hemert, O. (2009). «Understanding the Subprime Mortgage Crisis», en *The Review of Financial Studies*. Disponible en <http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2009/05/04/rfs.hhp033.full>; Hull, J. C. (2009). «Credit Crunch of 2007: What Went Wrong? Why? What Lessons Can Be Learned?», en *Journal of Credit Risk*, 5, 2, pp. 3-18; Krainer, J. y Laderman, E. (2009). *Mortgages Loan Securitization and Re-*

go, otros autores defienden que, si bien podría haber habido una cierta relajación en los estándares, no existió, por parte de las entidades financieras, una dejación absoluta de sus obligaciones. En esta línea se sitúan los trabajos de Bubb y Kaufman (2009) o Bhardwaj y Sengupta (2009)<sup>3</sup>, entre otros.

Una cuestión también debatida en torno a la titulización es la posibilidad de que las entidades originadoras hubiesen aprovechado sus ventajas de acceso a la información, reteniendo en su balance los activos de calidad y colocando en el mercado aquellos con mayores probabilidades de impago en un futuro. Algunos autores, entre ellos Ambrose et al. (2003)<sup>4</sup>, habían rechazado esta posibilidad, con el argumento de que las entidades evitarían incurrir en el riesgo reputacional que ello podría ocasionarles. Sin embargo, los datos ofrecidos por otros trabajos posteriores, como el de Elul (2009)<sup>5</sup>, mostraron que, en algunos casos, los préstamos titulizados tuvieron un peor comportamiento que aquellos retenidos por los originadores.

Con respecto al mercado financiero español, no puede afirmarse que el modelo «originar para distribuir» fuese asumido en toda su extensión por las entidades de crédito, ya que por lo menos una parte del riesgo de crédito de los préstamos titulizados permaneció en el balance de las entidades originadoras y estas nunca se desvincularon completamente ni de los activos titulizados, de los cuales mantuvieron la administración, ni de los vehículos, respecto a los cuales actuaron también como contraparte en la contratación de mejoras crediticias.

En cambio, los estudios centrados en España sustentan la idea de que la titulización pudo haber suavizado los requisitos para el acceso al crédito de determinados sectores de población en comparación con etapas anteriores. La contribución al crecimiento del crédito por esta vía inyectó riesgo al sistema financiero, ya que esos préstamos mostraron mayores niveles de impago con el cambio de ciclo económico, como ponen de manifiesto Carbó-Valverde et al. (2011) y Jiménez et al. (2011)<sup>6</sup>.

---

*lative Loan Performance*. Reserva Federal de San Francisco. Disponible en <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2009/wp09-22bk.pdf>; Purnanandam, A. (2010). *Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis*. Federal Deposit Insurance Corporation, Center for Financial Research, Working Paper 2010-08.

3 Bubb, R. y Kaufman, A. (2009). *Securitization and Moral Hazard: Evidence from a Lender Cutoff Rule*. Reserva Federal de Boston, Public Policy Discussion Papers. Disponible en <http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2009/ppdp0905.pdf>; Bhardwaj, G. y Sengupta, R. (2010). *Where is the Smoking Gun? A Study of Underwriting Standards for US Subprime Mortgages*. Reserva Federal de San Luis, Working Paper 2008-036D. Disponible en [http://economics.rutgers.edu/dmdocuments/Sengupta\\_SmokingGun.pdf](http://economics.rutgers.edu/dmdocuments/Sengupta_SmokingGun.pdf)

4 Ambrose, B., Lacour-Little, M. y Sanders, A. (2005). «Does Regulatory Capital Arbitrage, Reputation, or Asymmetric Information Drive Securitisation?», en *Journal of Financial Services Research*, 28, pp. 113-133.

5 Elul, R. (2009). *Securitisation and Mortgage Default: Reputation vs. Adverse Selection*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Working Paper 09-21.

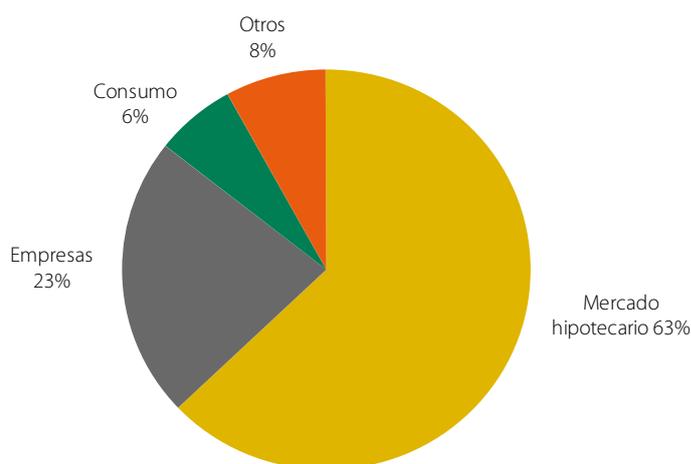
6 Carbó-Valverde, S., Marqués-Ibáñez, D. y Rodríguez Fernández, F. (2011). *Securitization, Bank Lending and Credit Quality, the Case of Spain*. Banco Central Europeo, Working Paper 1329, abril de 2011. Disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1329.pdf>; Jiménez G., Mian, A., Peydró, J. L. y Saurina, J. (2011). *Local versus aggregate lending channels: the effects of securitization on corporate lending supply*. Banco de España, Documento de Trabajo n.º 1144.

### 3 Los datos a analizar

La titulización ha estado, desde sus inicios, muy vinculada al sector inmobiliario. De acuerdo con los datos proporcionados por el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>7</sup>, el 34% de toda la titulización privada generada durante los años de máximo crecimiento de esta actividad correspondía a derechos de crédito para la compra de vivienda. España no ha sido una excepción. Entre 1993 y 2012, los bonos de titulización respaldados por activos del mercado hipotecario supusieron el 63% de las emisiones de titulización (véase gráfico 1).

Activos titulizados por finalidad: 1993-2012<sup>1, 2 y 3</sup>

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV

- 1 Mercado hipotecario: participaciones hipotecarias, préstamos hipotecarios y cédulas hipotecarias.
- 2 Consumo: préstamos al consumo, préstamos para la compra de automóviles y *leasing*.
- 3 Otros: cédulas territoriales, bonos de tesorería y otros préstamos.

Como se ha indicado, en este artículo se analizan las características de las carteras hipotecarias titulizadas a partir de la información proporcionada por las entidades cedentes durante el proceso de constitución de los fondos de titulización. La legislación española prevé que la constitución de un fondo de titulización deberá ser objeto de verificación y registro por parte de la CNMV, en los términos recogidos por la Ley 24/1988 para la emisión de valores. Entre la documentación que debe presentarse se encuentra un folleto informativo cuyo contenido está determinado por lo recogido en el Reglamento (CE) 809/2004, de 29 de abril de 2004, y que contempla la aportación de datos estadísticos globales referidos a los activos titulizados, como pueden ser: fechas de creación de los activos, fechas de vencimiento, distribución geográfica y sectorial de los derechos de crédito o datos sobre morosidad histórica de la cartera, entre otros.

Se han extraído los datos de las carteras hipotecarias titulizadas desde 1993 –año en el que se registró el primer fondo de titulización en la CNMV– hasta 2012. Se han considerado únicamente aquellos fondos que han emitido valores negociados en

7 FMI (2009), «Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls». *Global Financial Stability Report*, capítulo 2. Disponible en [www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/chap2.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/02/pdf/chap2.pdf)

mercados organizados españoles. En conjunto se han tratado 436 fondos de titulización, lo cual supone una masa de derechos de crédito que alcanzan los 510 miles de millones de euros.

Debido a la importancia adquirida por el mercado de titulización dentro de su sistema financiero durante la última década, los reguladores estimaron conveniente aumentar los requisitos de información que los fondos en funcionamiento estaban proporcionando al mercado. Así, en marzo de 2009 se publicó la Circular 2/2009, modificada posteriormente por la Circular 4/2010 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en la que, entre otros asuntos, se establecía un marco de obligaciones aplicables a la elaboración de información periódica para los fondos de titulización. De acuerdo con esta nueva normativa, los fondos deben hacer pública, mediante un formato estandarizado y el envío electrónico de datos con periodicidad semestral, la siguiente información: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de flujos de efectivo, información detallada sobre la situación de los activos cedidos al fondo (naturaleza de los activos, importes vivos, tasas de morosidad, importes declarados fallidos, vida residual, amortizaciones anticipadas, etc.) y los pasivos emitidos (tipos de interés, amortizaciones practicadas, vida media, calificaciones vigentes, etc.), así como la situación en la que se encuentran las mejoras crediticias incorporadas al fondo.

En este artículo se analizará la información proporcionada por las sociedades gestoras de los 252 fondos con activos del mercado hipotecario en su balance que estaban en funcionamiento a 31 de diciembre de 2012 y que, en conjunto, contabilizaban valores en circulación por un saldo vivo que ascendía, en esa fecha, a 233 miles de millones de euros.

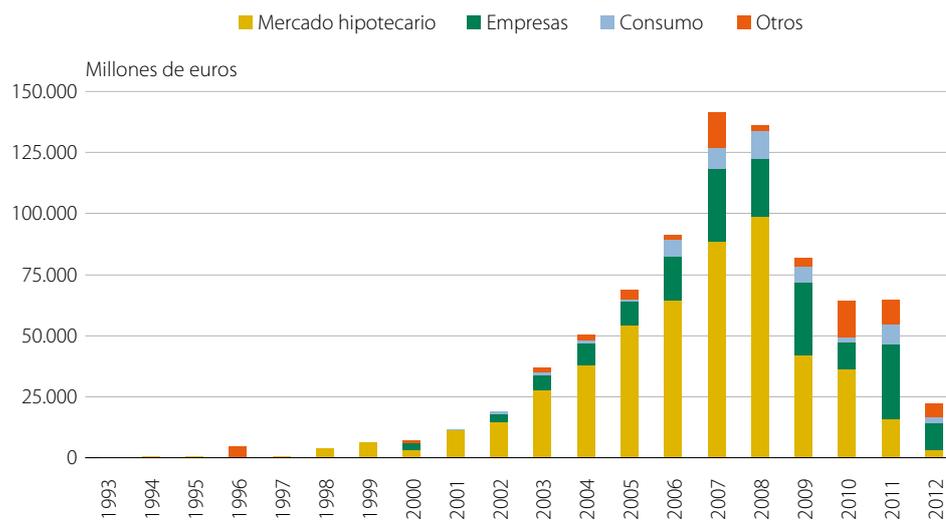
## 4 La titulización de activos relacionados con el mercado hipotecario español

Desde un punto de vista legal, la titulización hipotecaria española tiene su origen en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, modificada por la disposición final cuarta de la Ley 5/3009, de 29 de junio, y por la Ley 15/2011, de 16 de junio. En el preámbulo de dicha ley, el legislador reconocía que contribuir a abaratar la financiación para la adquisición de vivienda era el objetivo perseguido al conferir un marco normativo específico a la titulización en España. Desde entonces y hasta el año 2011<sup>8</sup>, la titulización española ha estado fuertemente ligada al mercado hipotecario, a pesar del esfuerzo institucional para involucrar a otros sectores de la economía<sup>9</sup> (véase gráfico 2).

---

8 El año 2012 fue el único en el que las operaciones de titulización vinculadas al mercado hipotecario no fueron las más importantes. Estas operaciones únicamente representaron el 14% de todos los activos titulizados ese año.

9 En este sentido destacan los numerosos Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para promover la financiación empresarial implementados desde el año 1999 tanto por la Administración central como por las Administraciones autonómicas.



Fuente: CNMV.

De hecho, hasta el año 2000, los fondos con emisiones de bonos incorporaron, mayoritariamente, títulos del mercado hipotecario, concretamente participaciones hipotecarias (en adelante PH)<sup>10</sup>. Las PH son valores emitidos por las entidades de crédito que operan en el mercado hipotecario y permiten a terceros participar de los préstamos o créditos incluidos en sus carteras. Cada PH va asociada a un determinado préstamo, el cual debe reunir una serie de características para alcanzar la consideración de elegible a tal efecto. Entre esos requisitos figuran los siguientes: constancia de hipoteca con rango de primera sobre el pleno dominio, que el préstamo no supere el 80% del valor de tasación del inmueble o la obligación de tener suscrito un seguro de daños, entre otros<sup>11</sup>.

La ventaja de titular las PH estriba en la agilidad que se da al proceso, ya que no es necesaria la modificación de la escritura pública de formalización del préstamo, del beneficiario de la garantía hipotecaria en el Registro de la Propiedad, ni tampoco comunicar al deudor el cambio de acreedor.

Las PH se configuraron como un activo de bajo riesgo debido tanto a las cualidades intrínsecas de este tipo de valores, mencionadas anteriormente, como a los activos elegidos para respaldar esas primeras PH titulizadas y que veremos a continuación. Todo ello, unido a la sencillez en el diseño financiero de los primeros fondos, permitió una valoración positiva de la titulización española en los mercados financieros y contribuyó a generar una demanda creciente de estos valores.

A partir del año 2002, la titulización de préstamos hipotecarios se vio impulsada por una modificación legislativa, que respaldaba la incorporación a los fondos de utiliza-

10 Los fondos de titulización que incorporan en su activo únicamente participaciones hipotecarias reciben el nombre de fondos de titulización hipotecaria.

11 El Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario establece las características de las participaciones hipotecarias y los requisitos para su emisión.

ción de préstamos que no reuniesen los requisitos establecidos para las participaciones hipotecarias, gracias a la creación de una nueva figura jurídica denominada certificado de transmisión hipotecaria, en adelante CTH<sup>12</sup>. La nueva norma facilitó la cesión de préstamos hipotecarios a fondos de titulización a través de CTH o carteras mixtas formadas por PH y CTH. La titulización basada en estas fórmulas experimentó un importante crecimiento, y pasó de 4.567 millones de euros en 2002 a 63.565 millones de euros en 2008, año en el que alcanzó su máximo.

Además de las PH y los CTH, otro de los títulos del mercado hipotecario ampliamente utilizado en la titulización ha sido la cédula hipotecaria. La diferencia principal entre una PH y una cédula radica en que la primera está respaldada por un préstamo concreto, mientras que la segunda está vinculada a la totalidad de una cartera de préstamos considerados elegibles a efectos de garantía. También hay una diferencia notable entre ambos instrumentos en lo que se refiere a la transferencia del riesgo de crédito. La PH traslada el riesgo de impago del acreedor del préstamo directamente al fondo. No así la cédula titulizada, en cuyo caso el fondo está expuesto al riesgo asociado a la entidad financiera emisora, actuando la cartera hipotecaria como garantía de los importes debidos al fondo. Además, si esa entidad financiera entrara en concurso de acreedores, el fondo se situaría como acreedor preferente en el orden de prelación de pagos.

En conjunto, las cesiones de activos vinculados al mercado hipotecario desde el comienzo de la titulización en España hasta 2012 han ascendido a 510.154 millones de euros, de los que más de la mitad, en concreto 268.436 millones de euros, se ubicaron en fondos de CTH o combinaciones de PH y CTH, 185.391 millones de euros fueron cedidos en forma de cédulas hipotecarias y 56.327 millones de euros en fondos de titulización hipotecaria compuestos únicamente por PH.

Es difícil cuantificar la contribución real de la titulización al crecimiento del mercado inmobiliario español durante los años de expansión económica, aunque los estudios empíricos realizados al respecto coinciden en que el sector financiero español encontró en la titulización una fuente de liquidez con la que responder a la creciente demanda de crédito que se produjo en esos años<sup>13</sup>. Como aproximación general cabe señalar que entre los años 2000 y 2006, de acuerdo con los datos publicados por la Asociación Hipotecaria Española, las disposiciones brutas de crédito hipotecario ascendieron a 1.166 miles de millones de euros. En esos mismos años el volumen agregado de emisiones de bonos de titulización respaldados por préstamos hipotecarios emitidos ascendió a 214.200 millones de euros, un importe equivalente al 18% de las disposiciones brutas de crédito hipotecario del periodo.

---

12 El artículo 18 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero introdujo la figura del certificado de transmisión hipotecaria.

13 Véanse Jiménez et al. (*op. cit.*) y Catarineu E. y Pérez, D. (2008), «La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial», en *Estabilidad Financiera*, n.º 14, Banco de España, mayo de 2008.

## 5 Aspectos relativos a la calidad de los activos hipotecarios titulizados

### 5.1 Antigüedad de las carteras de préstamos hipotecarios titulizados

El modelo «originar para distribuir» se basa en la rápida rotación de los préstamos originados por un agente financiero. Las críticas al modelo subrayan que la facilidad de las entidades financieras para generar negocio crediticio y transferir los riesgos asociados pueden haberse traducido en una menor preocupación respecto a la calidad del crédito concedido.

En relación con los préstamos hipotecarios titulizados, un elemento que conviene considerar a la hora de evaluar la calidad del riesgo transferido es la antigüedad de los préstamos que se transfieren. Cuanto más temprana sea la cesión de un préstamo a un fondo, menor historial crediticio existirá del mismo. Además, los datos basados en la experiencia de las entidades financieras sugieren que, independientemente de la calidad del prestatario estimada a priori o de la evolución de los factores macroeconómicos relevantes, la probabilidad de impago de un préstamo es mayor durante los primeros años de vida del mismo<sup>14</sup>.

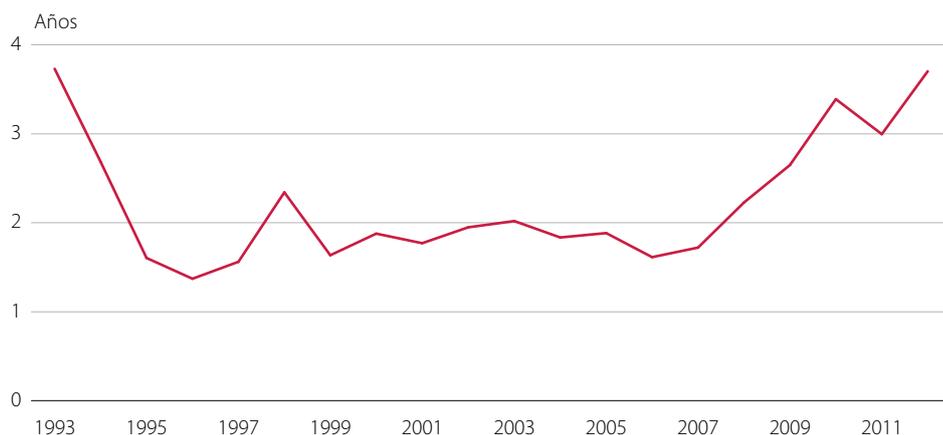
No hay ninguna especificación en la norma en cuanto a la antigüedad que deben tener los activos que se ceden a un fondo; no obstante, algunos cedentes acreditan periodos mínimos de permanencia en su balance o un número mínimo de cuotas pagadas como una característica de los préstamos que van a vender. Esa información se recoge tanto en el folleto informativo registrado en la CNMV con motivo de la constitución de un fondo de titulización como en la propia escritura de constitución. Igualmente, es habitual incluir una tabla de clasificación de los préstamos en función del año de formalización de los mismos.

A partir de la información contenida en los folletos informativos se ha calculado la antigüedad media ponderada anual de los préstamos hipotecarios titulizados mediante la cesión de PH o cestas de PH y CTH (no se incluyen las titulaciones basadas en cédulas hipotecarias, ya que en este caso no se titulizan de manera directa préstamos concretos). La serie calculada para el periodo 1993-2012 se presenta en el gráfico 3.

Como se observa en el gráfico 3, inicialmente se incorporaron a los fondos préstamos con antigüedades que estaban en torno a los tres años, lo que proporcionaba a los inversores una información relativamente amplia del historial crediticio de las carteras titulizadas. Entre los años 2000 y 2006, es decir, durante el periodo de máximo crecimiento de la titulización, la antigüedad de los préstamos cedidos fue menor, situándose en torno a los dos años. A partir del año 2007, la antigüedad aumenta de modo significativo, hasta alcanzar en el año 2012 los 3,7 años.

---

14 Véase, por ejemplo, el Informe Anual 2010 de BBVA, concretamente el gráfico 5, donde se aprecia que los cuatro o cinco primeros años de la vida de un crédito son particularmente relevantes en lo que se refiere a la probabilidad de incumplimiento, observándose, en los siguientes años, un paulatino descenso de dicha probabilidad.



Fuente: CNMV.

1 Incluye participaciones hipotecarias y certificados de transmisión hipotecaria.

Así pues, el periodo de fuerte crecimiento de la titulización hipotecaria durante la pasada década vino acompañado de una cierta reducción en la antigüedad de los préstamos cedidos que, no obstante, se situó en un nivel todavía razonable, pues suponía que las entidades financieras habían mantenido durante unos dos años su exposición a los créditos concedidos por ellas.

En cuanto al aumento de la antigüedad durante los años de la crisis que se observa en el gráfico 3, este se explica en parte por la utilización de los bonos de titulización como activos de garantía para obtener liquidez en el Banco Central Europeo (BCE) por parte de las entidades financieras españolas, que fueron los principales suscriptores de sus propias emisiones durante el periodo. Dado que el BCE requería máximas calificaciones crediticias para los valores de titulización que fueran a utilizarse con tal finalidad, las entidades cedentes recurrieron a préstamos de elevada calidad con un probado historial crediticio. También influyó en el aumento de la antigüedad de los préstamos cedidos la disminución progresiva de la concesión de créditos, que obligó a los originadores a recurrir a préstamos con fechas de formalización cada vez más lejanas.

## 5.2 Tipo de interés de los préstamos hipotecarios

Uno de los debates habituales sobre la titulización es si facilitó la creación de activos cuya remuneración no reflejaba el riesgo real asociado a los mismos. El trabajo realizado por Kara et al. (2011)<sup>15</sup> sobre una muestra de préstamos europeos concluye que aquellos bancos que estuvieron más involucrados en la titulización fueron los que llevaron a cabo políticas más agresivas de precios en los préstamos de nueva creación durante el periodo de expansión económica. También observaron que esos mismos bancos endurecieron sus protocolos a partir del estallido de la crisis. En el caso concreto del mercado financiero español no se observan diferencias notables, en cuanto a los tipos de interés, entre las entidades titulizadoras más activas y el resto.

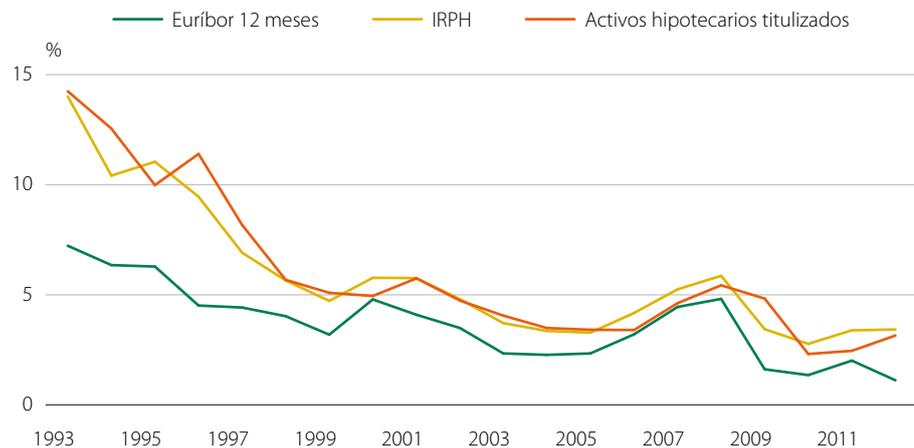
15 Kara, A., Marqués-Ibáñez, D. y Ongena, S. (2010). *Securitization and Lending standards: Evidence from the Wholesale Loan Market*. Banco Central Europeo, Working Paper 1362.

Por otra parte, asumiendo que las entidades financieras habrían llevado a cabo un análisis riguroso en el momento de la concesión de los préstamos, tampoco se aprecia que posteriormente utilizaran la titulización para desprenderse de las carteras de préstamos calificadas como más arriesgadas y que, en consecuencia, hubiesen contado con un sobrecoste en el tipo de interés cargado al prestatario.

En general, el tipo de interés medio de las carteras titulizadas evolucionó en sintonía<sup>16</sup> con los tipos de referencia del mercado hipotecario español, como se aprecia en el gráfico 4. La tendencia a la baja mostrada por los tipos de interés obedece, más bien, a las decisiones de política monetaria tomadas por las autoridades correspondientes y no tanto al crecimiento de la actividad titulizadora. En 2006 se inicia un repunte de los tipos de interés de referencia, que se hace más agudo con el inicio de la crisis, en el contexto del cierre de los mercados interbancarios. Sin embargo, este repunte fue contrarrestado a partir de 2008 por los bancos centrales con bajadas generalizadas de los tipos de interés para mejorar la liquidez en los mercados.

**Tipo medio de los préstamos hipotecarios titulizados<sup>1, 2 y 3</sup>**

GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España

- 1 Euríbor a 12 meses, excepto para el periodo 1993-1998, en el que se ha tomado como referencia el LIBOR a 12 meses.
- 2 IRPH: tipo de interés de referencia de los préstamos hipotecarios publicado por el Banco de España.
- 3 Los activos hipotecarios titulizados incluyen participaciones hipotecarias y certificados de transmisión hipotecaria.

### 5.3 La ratio *loan-to-value* (LTV) de los préstamos hipotecarios titulizados

El LTV que se analiza en este trabajo está calculado como la relación entre el saldo vivo del préstamo en el momento que se titulizó y la última tasación disponible de la vivienda, que puede coincidir con la realizada en el momento de la concesión del préstamo.

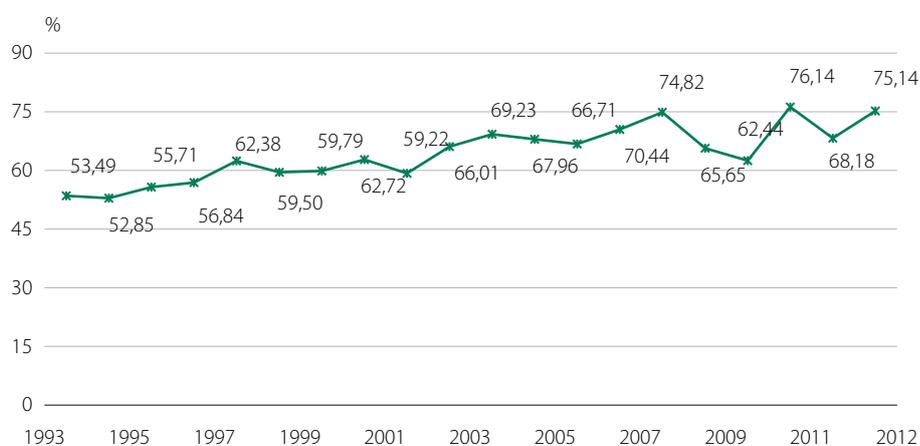
<sup>16</sup> Hay que tener en cuenta que los préstamos titulizados fueron originados, en promedio, dos años antes, por ello el trazado de la curva de tipos para los activos titulizados en el gráfico 4 replica el del mercado hipotecario con retraso.

Como se ha indicado, hasta el año 2000 la mayor parte de la titulización se realizó a través de participaciones hipotecarias. De acuerdo con la normativa, cuando las PH se refieren a préstamos para la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, el LTV aplicado a estos debe ser inferior al 80%. Los LTV medios ponderados de las carteras titulizadas en esos años muestran que, en la práctica, esta ratio se mantuvo en niveles inferiores a ese porcentaje, concretamente entre el 50% y el 60% (véase gráfico 5).

Posteriormente, con la aparición de los CTH, esta limitación desapareció y la ratio experimentó un ascenso continuado, hasta situarse cerca del 75% en 2007. En cualquier caso, aunque puntualmente hubo fondos que incorporaron préstamos con LTV por encima incluso del 100%, la media se mantuvo por debajo del 80%.

### Loan-to-value medio de los préstamos hipotecarios titulizados

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Uno de los elementos que influyó en el aumento del LTV fue el alargamiento de los plazos para la devolución de los préstamos hipotecarios. Los préstamos titulizados en el año 1993 tenían una vida media inicial de 14 años. En el año 2000, el plazo había aumentado hasta los 24 años y desde el año 2007 en adelante, la vida media pasó a ser de 30 años. Al alargar el tiempo concedido a un deudor para devolver un préstamo, este mejoraba su capacidad de pago frente al banco, ya que se reducían las cuotas periódicas a las que tenía que hacer frente. Esta circunstancia favoreció el aumento de la cuantía solicitada y de la probabilidad de que la solicitud fuese aprobada. El progresivo aumento de la cuantía de los créditos concedidos a los particulares no fue compensado totalmente por el aumento del valor de la vivienda, a pesar del fuerte incremento de los precios, lo que se reflejó en niveles cada vez más elevados de LTV.

De entre los 322 fondos que titulizaron derechos de crédito hipotecarios entre 1993 y 2012, excluidos los de cédulas hipotecarias, tan solo se han contabilizado 36 fondos en los que el LTV medio de la cartera incorporada al fondo en el momento de su constitución superaba el 80%, de acuerdo con los datos aportados por la entidad cedente sobre la cartera de créditos a titular. La mayor parte de estos fondos fueron constituidos en 2007 y 2008 y se trataba de carteras originadas, de media, entre uno y dos años antes de la constitución del fondo. También se observa la tendencia

de algunas entidades a agrupar en un mismo fondo únicamente préstamos con LTV por encima del 80%.

De manera general, las carteras con LTV altos son más vulnerables, dado que estos préstamos son más sensibles en el caso de descensos en los precios de las viviendas y se les atribuye, todo lo demás constante, una mayor probabilidad de caer en impago debido al mayor apalancamiento del deudor. La agencia de *rating* Moody's (2013)<sup>17</sup> asigna en su informe una frecuencia de impago del 25% a los préstamos con un LTV del 100%, mientras que para los préstamos con LTV del 80%, esta frecuencia disminuye hasta el 11,5%.

El comportamiento de los activos incluidos en los fondos señalados anteriormente, en comparación con el del resto de carteras hipotecarias, respalda esa idea puesto que, mientras que la tasa de morosidad del conjunto de los activos hipotecarios titulizados se situaba en el 2,39%, la de los activos incluidos en esos 36 fondos era del 3,95%.

#### 5.4 Dudosidad y falencia de los activos hipotecarios titulizados

El rápido deterioro de las carteras crediticias a partir del año 2006 hizo pensar a los inversores que el riesgo que estaba circulando en el mercado podría ser más alto de lo que inicialmente habían creído y los diferentes agentes del mercado llegaron a plantearse si las entidades originadoras no habrían aprovechado su mejor acceso a la información para colocar en los mercados aquellos activos que podrían tener mayores probabilidades de impago en un futuro, reteniendo en su balance los de mayor calidad.

En el caso particular de la titulización española, de manera general las entidades cedentes proporcionan información a los inversores sobre la situación de morosidad de la cartera que van a ceder y, en todo caso, garantizan que en el momento de su cesión al fondo, todos los activos estarán al corriente de sus obligaciones o que, como máximo, podrán tener una mora siempre inferior a 30 días<sup>18</sup>.

Además de garantizar la calidad de los activos en el momento de la cesión, los cedentes incluyen, en los diferentes escenarios presentados al inversor sobre los flujos futuros de los bonos, estimaciones sobre la posible evolución de la cartera en términos de morosidad, falencia y niveles de recuperación de impagados. Las hipótesis asumidas para estos parámetros se basan en el comportamiento histórico de los activos que se ceden o, en caso de no estar disponible esa información, en extrapolaciones realizadas a partir de carteras similares incluidas en el balance del cedente.

La estimación de la morosidad futura de las carteras titulizadas por parte de las entidades cedentes fue, entre los años 1993 y 1997, muy baja, en comparación con los datos de dudosidad que arrojaba el mercado hipotecario esos años (véase gráfico 6). Esto respalda la idea de que los cedentes utilizaron carteras de activos de elevada calidad en sus primeras operaciones con el objetivo de afianzar este mercado en

---

17 Moody's (2013), *Approach to Rating Spanish Residential Mortgage Backed Securities*.

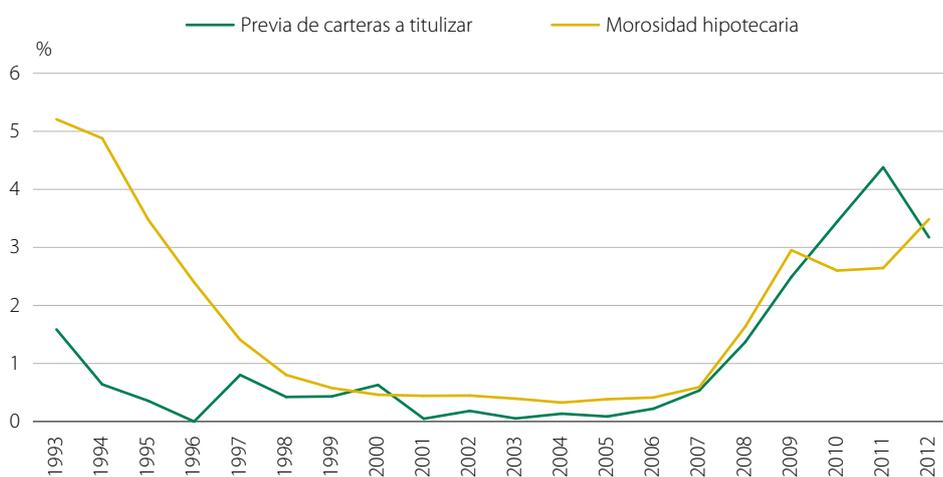
18 Los retrasos en el pago de obligaciones durante periodos inferiores a 30 días se conocen como mora técnica.

ciernes y asegurar el acceso a esta novedosa fuente de financiación, en línea con lo que observaron Albertazzi, Eramo, Gambacorta y Salleo (2011)<sup>19</sup> en el mercado de titulización italiano.

Posteriormente, a partir del año 2000, los niveles de morosidad previstos están en consonancia con la media del sector hipotecario, por lo que no resulta evidente que las entidades cedentes hubieran rentabilizado su ventaja informativa respecto a la calidad de los préstamos titulizados. Como se observa en el gráfico 6, la morosidad prevista por las entidades cedentes para los activos titulizados solo supera claramente la media del mercado en 2010 y 2011. En el año 2010, la morosidad prevista de la mayoría de las carteras titulizadas se situó en niveles relativamente bajos, pero la media ponderada se elevó al 3,4%, debido al impacto de una operación con mora prevista del 8%. En el caso de las operaciones registradas en 2011, el nivel de mora medio ponderado estimado por las cedentes fue del 4,4 %, aunque varios fondos titulizaron carteras con valores en torno al 6% o el 7%.

**Tasa de morosidad de los préstamos hipotecarios titulizados**

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

Las tasas de dudosidad reales han superado ampliamente las estimaciones manejadas por las entidades cedentes durante los años de crecimiento económico. De acuerdo con los datos aportados por las sociedades gestoras de los fondos, a finales de 2010, el porcentaje de derechos de crédito hipotecarios titulizados calificados como dudosos ascendía al 1,5%. En diciembre de 2012, había ascendido hasta el 2,39%.

Existe una variedad de factores que influyen en el comportamiento de un préstamo. A nivel macroeconómico, tradicionalmente se han señalado los tipos de interés, el precio de la vivienda o el nivel de empleo como variables fuertemente correlacionadas con los niveles de morosidad. A nivel microeconómico, cabe destacar el esfuerzo financiero de las familias para la adquisición de la vivienda o la estabilidad del empleo del deudor.

19 Albertazzi, U., Eramo, G., Gambacorta, L. y Salleo, C. (2011). *Securitization is not that evil after all*. Bank for International Settlements, BIS Working Paper 341. Disponible en <http://www.bis.org/publ/work341.pdf>

En el caso del mercado de crédito español, el empeoramiento de la situación económica, con unos niveles de desempleo extraordinariamente altos, junto con la elevada inversión acometida por las familias en la adquisición de vivienda aparecen como dos de los principales causantes del rápido aumento de la dudosidad en los préstamos hipotecarios.

El cuadro 1 recoge los niveles de dudosidad y fallidos de los derechos de crédito hipotecarios titulizados en vigor en diciembre de 2012, teniendo en cuenta el año de constitución del fondo. Como se aprecia en este cuadro, las carteras cedidas durante el periodo 2005-2009 son las que muestran un peor comportamiento. Dado que la antigüedad de estas carteras es, en promedio, de unos dos años, se trataría fundamentalmente de préstamos originados durante el periodo 2003-2007, esto es, durante el periodo de mayor crecimiento del crédito y la titulización hipotecaria. Así pues, estos datos resultan congruentes con la hipótesis de una cierta flexibilización de los criterios para la concesión de crédito hipotecario a los particulares en el periodo de mayor actividad titulizadora.

**Dudosidad y fallidos en función del año de creación del fondo (%)**

CUADRO 1

	Dudosidad	Fallidos
1999 <sup>1</sup>	1,28	0
2000	1,17	0
2001	0,84	0
2002	1,41	0,03
2003	1,84	0,02
2004	2,49	0,18
2005	5,27	0,34
2006	5,82	0,99
2007	5,41	1,54
2008	4,78	0,6
2009	4,69	0,14
2010	3,09	0,17
2011	1,21	0,02
2012	0,14	-

Fuente: CNMV.

1 No hay fondos vivos anteriores a 1999.

## 6 Aspectos relacionados con los bonos de titulización

Con el objeto de adquirir los derechos de crédito que compondrán su activo, los fondos de titulización emiten una o varias series de bonos. Una de las particularidades de la titulización es su capacidad para crear, a partir de un grupo de activos con un determinado nivel de riesgo, varias series de valores con diferentes perfiles de riesgo. El riesgo asociado a una serie de bonos viene determinado por diversos fac-

tores, entre los que se encuentran el riesgo y tamaño de la cartera subyacente, el tamaño y plazo de amortización de esa serie o la posición que ocupa en el orden de prelación de los pagos del fondo.

No hay mucha literatura sobre los parámetros que utilizan los estructuradores para decidir el número de tramos en una operación de titulización, aunque los trabajos realizados al respecto señalan que la complejidad en el diseño de las emisiones va pareja al grado de sofisticación de los inversores y al nivel de desarrollo de ese mercado<sup>20</sup>.

También habría que señalar que se aprecia cierta diferenciación en función del activo subyacente, de manera que los fondos de titulización de las cédulas hipotecarias suelen contar únicamente con una serie de bonos, mientras que los de CTH y préstamos para empresas tienden, normalmente, a tener más de dos series. Asimismo, se advierte que a partir de 2008, momento en el que se cierra el mercado para la venta de estos valores y todos son retenidos por el originador, el número de series emitidas por los fondos disminuyó.

En concreto, en lo que se refiere a las operaciones de titulización hipotecaria, excluidas las basadas en cédulas hipotecarias, una característica común es la creación de una serie con la máxima calificación<sup>21</sup>, denominada tramo preferente o sénior, junto con varias series pequeñas con calificaciones inferiores o sin calificación, conocidas como tramos *equity*. Los tramos más subordinados dentro de la estructura hacen frente al primer porcentaje de pérdidas de la cartera titulizada y suelen ser retenidos por el originador con el fin de proporcionar una mejora adicional a los tramos preferentes, de manera que estos consigan un rating más elevado.

Como se ha indicado, durante los años de la crisis financiera, las instituciones financieras españolas cedentes retuvieron la mayor parte de los bonos de titulización emitidos, con la finalidad de utilizarlos como garantía en las operaciones de liquidez ante el BCE. Inicialmente, una de las condiciones establecidas por el BCE en estas operaciones era que los valores utilizados como garantía debían contar con un *rating* AAA en el momento de su emisión<sup>22</sup>. La progresiva disminución de las calificaciones crediticias de los bonos procedentes de titulizaciones, debido al deterioro de los activos subyacentes y a las rebajas de los *ratings* de los proveedores de servicios (administración de los derechos de crédito y mejoras crediticias) contratados por los fondos, llevó al BCE en diciembre de 2011 a flexibilizar los criterios de elegibilidad de los activos presentados en garantía, situando el umbral en valores calificados como A. Posteriormente, en 2012, volvió a rebajar ese nivel hasta BBB<sup>23</sup>.

La relajación de los requisitos establecidos por el BCE tuvo un reflejo inmediato en la estructura de las emisiones de bonos realizadas en el año 2012, como se aprecia

---

20 Véase, por ejemplo, Firla-Cuchra M. y Jenkinson, T. (2006). *Why are Securitization Issues Tranched?* Disponible en <http://www.economics.ox.ac.uk/Research/wp/pdf/paper225.pdf>

21 En ocasiones puede haber varias series con la máxima calificación; esto sucede cuando un fondo emite series de bonos avaladas bien por la Administración central, bien por las instituciones autonómicas.

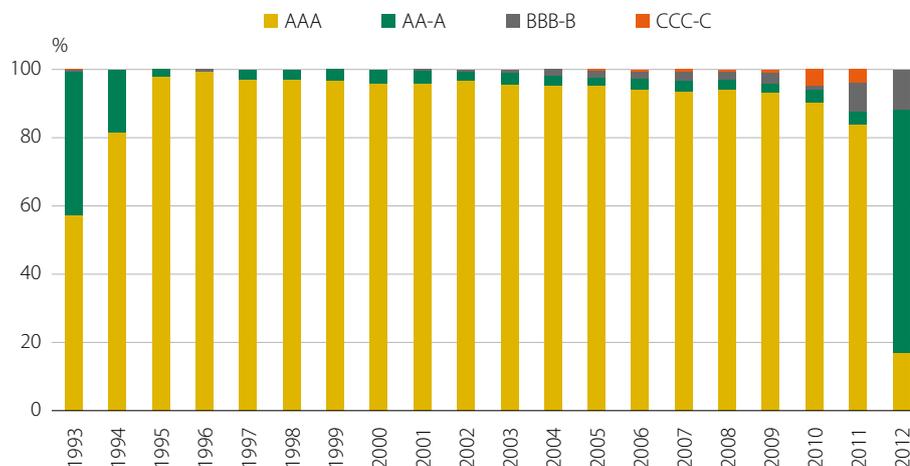
22 Acuerdo adoptado por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo el 20 de enero de 2009.

23 Acuerdos tomados por el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo el 8 de diciembre de 2011 y el 22 de junio de 2012.

en el gráfico 7. En dicho ejercicio, por primera vez los bonos calificados como A y AA pasaron a ser los tramos más relevantes, en detrimento de las series calificadas como AAA.

**Estructura de las emisiones de bonos de titulización**

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

### 6.1 Vida media de los bonos procedentes de titulaciones hipotecarias

Además de ocupar una posición preferente en el orden de prelación de pagos, las series sénior se caracterizan por tener vidas medias más cortas que el resto de las series<sup>24</sup>. Durante los primeros años de la titulización, las vidas medias estaban alrededor de los cuatro años, pero esta cifra fue aumentando progresivamente hasta llegar a los 8,4 años registrados en 2012. Durante el periodo más significativo de la titulización española, la vida media de las series sénior se situó entre cinco y seis años, mientras que las series subordinadas oscilaron, durante ese mismo periodo, entre los diez y once años. A partir de 2008, la vida media de las series *equity* experimentaron también un significativo aumento situándose, de media, en torno a los 15 años.

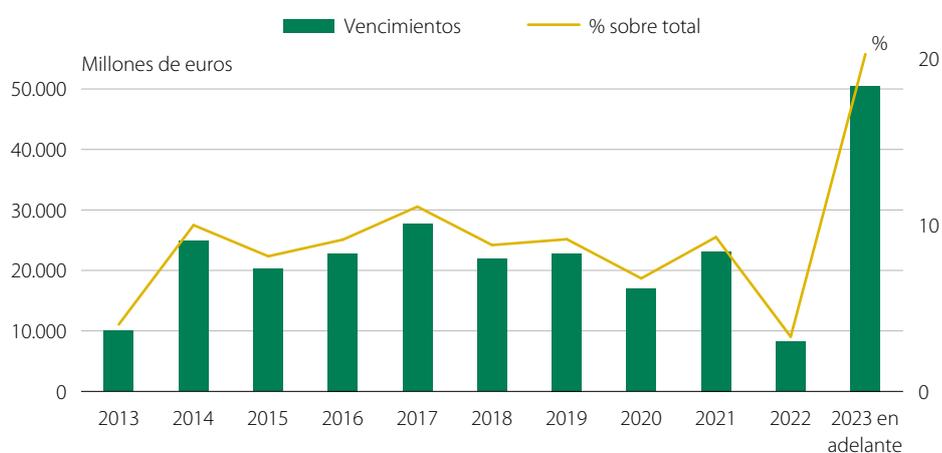
Como excepción cabe mencionar la evolución de los bonos respaldados por cédulas hipotecarias. En este caso, las vidas medias se situaron en torno a los diez años con anterioridad al inicio de la crisis y, sin embargo, a partir de 2008, los periodos de vencimiento disminuyeron drásticamente, hasta situarse entre los tres y los cinco años. La causa de esta disparidad de comportamiento hay que buscarla en la propia naturaleza de los bonos emitidos por este tipo de fondos. La amortización de los bonos garantizados por cédulas hipotecarias se produce en un único pago al vencimiento de la cédula y, ante la necesidad de obtener las máximas calificaciones, los cedentes redujeron el plazo de vencimiento de las cédulas hipotecarias tituladas.

24 La vida media de un bono se obtiene de ponderar los pagos de principal del bono a lo largo de la vida del mismo.

El gráfico 8 muestra la previsión de vencimientos de bonos de titulización hipotecarios<sup>25</sup> para los próximos años, de acuerdo con la última información remitida por las sociedades gestoras de fondos de titulización a la CNMV<sup>26</sup>. Según esos datos, en 2013 vencerán bonos por un importe nominal cercano a los 10.035 millones de euros y en los próximos cinco años los vencimientos acumulados ascenderán hasta los 105.582 millones de euros, lo cual supone el 42,4% del importe que se encuentra actualmente en circulación. El mayor peso específico de los vencimientos en los próximos ejercicios se debe, en gran medida, a la importancia que han tenido en los últimos años los fondos de titulización respaldados por cédulas hipotecarias que, de acuerdo con lo señalado anteriormente, se constituyeron con vidas medias mucho más cortas de lo que históricamente se venía haciendo.

### Calendario de vencimientos de los bonos de titulización

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV.

En todo caso, hay que tener en cuenta que los bonos de titulización no cuentan exactamente con un calendario fijo de amortización. A medida que los particulares van haciendo frente a las obligaciones de pago de sus préstamos, incluso a través de amortizaciones anticipadas, los flujos de efectivo generados se trasladan a los bonos mediante amortizaciones parciales. Así pues, las amortizaciones de principal de los bonos se ven afectadas tanto por las tasas de morosidad de los activos subyacentes como por las amortizaciones anticipadas de los préstamos subyacentes.

En diciembre de 2012, el saldo vivo de los bonos de titulizaciones hipotecarias en circulación en mercados secundarios españoles ascendía a 233.324 millones de euros, lo que suponía el 73,3% de todos que había en el mercado. Desde el año 2009, el saldo vivo de los bonos de titulización ha disminuido en torno a un 29,3%, debido al descenso de la actividad emisora, que no llega a compensar las amortizaciones. También ha influido en este descenso el progresivo deterioro de las calificaciones crediticias de los bonos de titulización españoles, que ha dejado muchas series de bonos sin posibilidad de que se puedan utilizar como garantía ante el BCE, lo que ha

25 De acuerdo con los datos de vida residual estimada proporcionados por las sociedades gestoras de fondos.

26 Datos a diciembre de 2012.

incentivado su amortización anticipada y la liquidación de los fondos emisores por parte de las entidades de crédito que las retenían en sus carteras.

## 6.2 Calificación de los bonos de titulaciones hipotecarias

Las operaciones de titulización generaron un considerable volumen de activos que obtuvieron la máxima calificación crediticia tanto en España como a nivel mundial. Durante los años de máximo crecimiento de la titulización, entre 2000 y 2006, se estima que entre el 50% y el 60% de los valores de renta fija a largo plazo colocados en los mercados financieros mundiales que obtuvieron dicha calificación procedían de operaciones de titulización<sup>27</sup>.

En el caso concreto de la titulización española, el 87% de los valores emitidos entre 1993 y 2012 obtuvieron la máxima calificación crediticia en el momento de su creación, un porcentaje que destaca en comparación con otros mercados desarrollados. Así, por ejemplo, en el año 2007, el 95% de los bonos de titulización emitidos en España fueron calificados como AAA, mientras que a nivel europeo este porcentaje se situaba en el 68% y en Estados Unidos, en el 30%<sup>28</sup>.

Cabe preguntarse si la generación de este elevado volumen de activos considerados de alta calidad era congruente con el riesgo asociado a los activos subyacentes y a las estructuras financieras utilizadas para su colocación en el mercado, sobre todo si se tienen en cuenta las drásticas rebajas de las calificaciones crediticias que han venido sufriendo los valores de titulización desde el inicio de la crisis financiera. Académicos y reguladores han investigado si la fuerte demanda de activos de alta calidad crediticia por parte de los inversores durante la época de expansión económica, el limitado número de empresas dedicadas a la actividad de la calificación crediticia y los conflictos de interés generados por la prestación de otros servicios a los emisores por parte de estas propiciaron un relajamiento de los estándares aplicados en la calificación crediticia. En esta línea cabe señalar, por ejemplo, los estudios llevados a cabo por Ashcraft et al. (2009) y Mathis (2009)<sup>29</sup>, que encontraron evidencias de un progresivo deterioro en la calidad de los procedimientos de las agencias de calificación durante los años de crecimiento económico. Otros autores, como Benmelech y Dlugosz (2009) y Skreta y Veldkamp (2009)<sup>30</sup> apuntan a la prácticas seguidas por los originadores, conocidas como *rating shopping*<sup>31</sup>, para explicar el elevado porcentaje de máximas calificaciones en el campo de la titulización.

---

27 Ver Informe Anual de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2009) y Joint Forum (2011).

28 De acuerdo con los datos publicados por la Association for Financial Markets in Europe.

29 Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham P. y Vichery, J. (2010). *MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom*. European Banking Centre, Working Paper 2010-245. Disponible en <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=107205>; Mathis, J., McAndrews, J. y Rochet, J. C. (2009). «Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?», en *Journal of Monetary Economics*, 56(5), pp. 657-674.

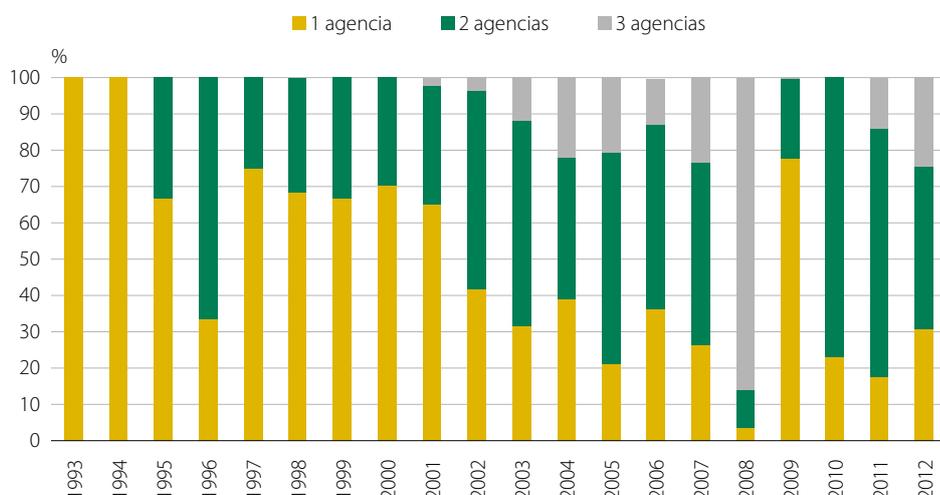
30 Benmelech, E. y Dlugosz, J. (2009). *The Credit Rating Crisis*. NBER Working Paper 15045. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w15045.pdf>; Skreta, V. y Veldkamp, L. (2009). «Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation», en *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, 5, pp. 678-695.

31 Se considera *rating shopping* el arbitraje realizado por una institución entre las diferentes agencias de calificación crediticia para conseguir el mejor *rating* posible.

En cualquier caso, parece cierto que el marco legal y las prácticas del mercado conformaron un sistema altamente dependiente de la actuación de las agencias de *rating* en las emisiones del mercado primario, en particular en las titulizaciones. España no es una excepción, puesto que la legislación requiere que los valores generados por los fondos de titulización sean calificados por una agencia<sup>32</sup>. No obstante, como se aprecia en el gráfico 9, en el periodo de mayor crecimiento de las titulizaciones era habitual que una operación contase con la participación de varias agencias calificadoras. La presencia de más de una agencia se ha acentuado desde 2010, después de que el BCE impusiese la existencia de dos calificaciones como requisito para los valores que fuesen a ser utilizados como colateral en las operaciones de crédito con el Eurosistema<sup>33</sup>.

**Número de calificaciones de los bonos emitidos en operaciones de titulización**

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV.

La regulación también ha propiciado una excesiva dependencia de las entidades financieras y los inversores institucionales respecto a las agencias de calificación. Así, por ejemplo, el Joint Forum ha identificado algunos ámbitos en los que el condicionamiento del comportamiento inversor a los *ratings* puede resultar excesivo, entre ellos los siguientes: el desarrollo de las políticas de inversión de algunas instituciones financieras, limitadas por el cumplimiento de niveles mínimos de *rating* en sus carteras; el cálculo de límites regulatorios y requerimientos de capital, particularmente relevante en el caso europeo en lo que se refiere a las titulizaciones y a la aplicación del método contable estándar; y la exigencia de determinados niveles de calidad crediticia para ciertos tipos de fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros<sup>34</sup>.

La dependencia del sistema financiero respecto a las agencias de *rating* se puso también de manifiesto a partir del momento en el que comenzaron a producirse las re-

32 Real Decreto 926/1998, art 2.3(b).

33 Acuerdo del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo de 20 de noviembre de 2009.

34 Véase Joint Forum (2009). *Stocktaking on the use of credit ratings*. Disponible en <http://www.bis.org/publ/joint22.pdf>

bajas de las calificaciones de los bonos de titulización. Así, por ejemplo, los fondos de inversión, obligados a mantener determinadas ratios de calidad crediticia en sus carteras, se encontraron en una posición difícil, al acumular bonos de titulización con unos *ratings* cada vez menores y sin posibilidad de darles salida en un mercado secundario.

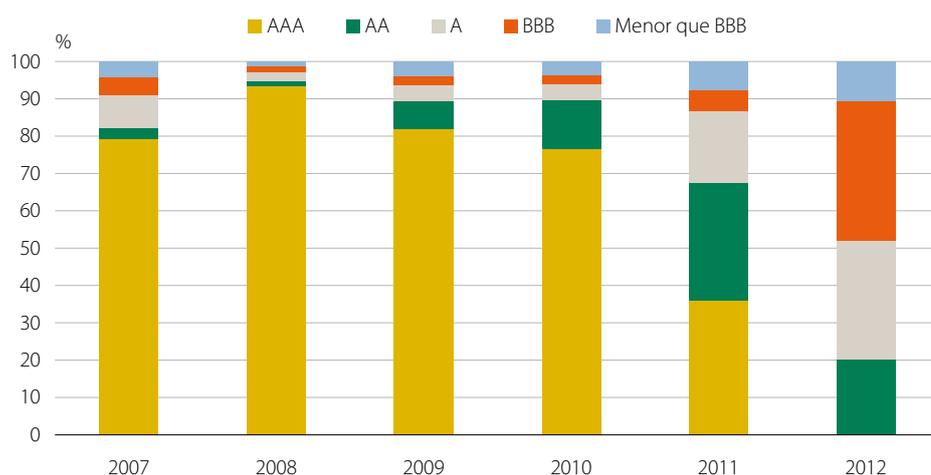
Como se aprecia en el gráfico 10, los bonos de titulización españoles se han visto severamente afectados por el descenso de los *ratings* durante la crisis financiera. Los principales factores que han ocasionado estas bajadas se encuentran en el deterioro experimentado por las carteras de activos subyacentes, tal y como se explicaba en el apartado anterior, y en las rebajas de los *ratings* de las instituciones financieras españolas proveedoras de servicios a los fondos, motivadas en parte por su propia situación y en parte como consecuencia de las bajadas al *rating* soberano<sup>35</sup>.

Asimismo, la revisión a la baja de las emisiones de titulización está ligada también a un factor externo a la industria de la titulización. Se trata de la profunda revisión que las agencias de calificación han hecho de sus procedimientos para el otorgamiento de calificaciones crediticias, como consecuencia de las críticas recibidas por no adelantar los acontecimientos que se produjeron en 2007. Tal revisión ha supuesto la modificación de una buena parte de los *ratings* otorgados en años anteriores.

A consecuencia de todo ello, a finales de 2012 apenas quedaban bonos que mantuviesen la máxima calificación. La mayor parte de los valores en circulación se repartían entre las calificaciones BBB y AA, que suponían el 37% y el 32% del saldo vivo total, respectivamente (véase gráfico 10).

**Evolución de los *ratings* de los bonos de titulización**

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

35 Véase CNMV (2012), *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, donde se incluye un análisis sobre del impacto de los descensos de la calificación crediticia de la deuda soberana en diferentes ámbitos la economía española.

### 6.3 Impagos en el caso de los bonos de titulización hipotecaria

A pesar de la rebaja sustancial que han sufrido los bonos de titulización en términos de calificación crediticia, no se constatan tasas de impago importantes en este tipo de valores por parte de los fondos de utilización. De acuerdo con la información remitida por las sociedades gestoras de fondos de titulización a la CNMV, a finales de diciembre de 2012 los fondos anotaban cantidades impagadas por importe de 205 millones de euros, de los cuales 132,5 millones correspondían a intereses impagados y 72,7 millones, a principales. Aunque la dudosa de las carteras titulizadas ascendía al 2,39%, la tasa de impagos<sup>36</sup> se situó en el 0,087%, debido al efecto limitativo de las mejoras crediticias con las que cuentan estos vehículos. La mayor parte de los importes impagados correspondían a fondos registrados entre los años 2006 y 2008, periodo en el que se registró un significativo aumento de la dudosa (véase cuadro 1). Los fondos constituidos en el año 2007 son los que mostraron un peor comportamiento, con un porcentaje de impagos del 0,4%.

La comparación internacional pone de relieve el reducido nivel de la tasa de impagos de los fondos de titulización hipotecaria españoles. En efecto, de acuerdo con Standard & Poors (2013)<sup>37</sup>, la tasa de impagos de las titulizaciones para la compra de vivienda en el conjunto de Europa se situó durante 2012 en el 0,24% y en Estados Unidos, en el 19,20%, mientras que a nivel mundial alcanzó el 11,4%. A pesar de que las operaciones de titulización originadas en Europa han mostrado mayor robustez que las originadas en Estados Unidos, la titulización hipotecaria está experimentando una cierta recuperación en ese país, mientras que sigue estancada en los mercados europeos, incluido el español.

## 7 Conclusiones

La sucesión de acontecimientos acaecidos desde el inicio de la crisis puso en evidencia un conjunto de deficiencias dentro del ámbito de la titulización. Los estudios realizados a este respecto destacaron el papel que la titulización podría haber tenido en el deterioro de los procesos de creación de derechos de crédito debido a la desvinculación que los originadores conseguían de esos activos, una vez transferidos a terceros a través de la titulización. Otro de los problemas identificados se refería al uso que los originadores podrían haber hecho de la posición ventajosa que ostentaban con respecto a la información sobre la calidad de los préstamos, convirtiendo a la titulización en el mecanismo de salida de aquellos activos que no fuesen interesantes para la entidad.

Los primeros estudios realizados estaban centrados en el mercado estadounidense de los préstamos subprime, que fue el detonante de la crisis financiera en el año 2007. Sin embargo, las conclusiones obtenidas se generalizaron a todos los segmentos de la financiación para la compra de vivienda y a otros tipos de titulización;

---

36 Calculada como importes impagados sobre importes totales pendientes del fondo.

37 Standard & Poors (2013). *Global Structured Finance Default Study; 1978-2012: A Defining Moment For Credit Performance Stability*. Disponible en [http://static.ow.ly/docs/Global%20Structured%20Finance%20Default%20Study%201978-2012%20A%20Defining%20Moment%20For%20Credit%20Performance%20Stability\\_19Xu.pdf](http://static.ow.ly/docs/Global%20Structured%20Finance%20Default%20Study%201978-2012%20A%20Defining%20Moment%20For%20Credit%20Performance%20Stability_19Xu.pdf)

préstamos a empresas, derechos de crédito derivados del uso de tarjetas de crédito, financiaciones para la compra de automóviles, etc.

Esta asimilación se produjo también a nivel geográfico y se extendió la idea de que la titulización se había llevado a cabo de la misma forma en las distintas áreas económicas. Sin embargo, la actividad titulizadora se ha desarrollado de manera diferente en cada país, condicionada por las características y necesidades específicas de los agentes económicos involucrados en este tipo de operaciones: originadores, gestores e inversores.

El mercado de la titulización en España no ha sido una excepción y presenta sus propias peculiaridades, al tiempo que comparte prácticas, procedimientos y, en ocasiones, legislación con los países de su entorno. El objetivo de este trabajo era describir las principales características de la titulización española de activos hipotecarios y analizar en qué medida ésta participó o se alejó de la problemática atribuida de manera general a la titulización.

Los datos analizados en este trabajo no sustentan la idea de que la titulización española contribuyese a la implantación del modelo «originar para distribuir» entre los originadores de préstamos hipotecarios para la compra de vivienda españoles, mayoritariamente entidades financieras. El hecho de que los préstamos permaneciesen de media dos años en el balance de las entidades antes de cederlos indica que la titulización era un mecanismo para obtener liquidez, no un fin en sí misma. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que, a diferencia de lo que ocurrió en otros mercados como el estadounidense, los originadores españoles siguieron involucrados en las operaciones que ellos habían promovido, por lo que sí que existían incentivos para mantener unos niveles mínimos de calidad de los activos creados y de fortaleza de las estructuras diseñadas.

Tampoco se aprecia en las características de las carteras titulizadas evidencia de que estas entidades hayan utilizado de forma sesgada información relevante sobre los derechos de crédito subyacentes, sustentado por el hecho de que los tipos de interés de los préstamos titulizados estén en línea con los registrados para el mercado hipotecario en su conjunto y que el apalancamiento de los deudores no muestre niveles anormalmente altos.

No obstante, los datos de dudosa y falencia de las carteras titulizadas, sí permiten pensar que pudo haber una cierta flexibilización de los criterios para la concesión de crédito hipotecario durante los años de mayor crecimiento de la actividad titulizadora. De hecho se observa que las carteras originadas en los años de mayor crecimiento del crédito y de la titulización hipotecaria, es decir entre los años 2003 y 2007, son las que peor comportamiento están mostrando. De este modo, la titulización pudo haber contribuido de forma significativa al excesivo crecimiento de la demanda de crédito durante el periodo anterior a la crisis.

A pesar de que la titulización pudo haber contribuido al fuerte aumento del riesgo asumido por las entidades financieras durante el periodo de crecimiento del crédito, no parece que haya trasladado riesgos excesivos a los inversores en bonos de titulización. La calidad de los activos titulizados y la incorporación en las estructuras de titulización de mejoras crediticias han permitido mantener las tasas de impago asociadas a las emisiones de titulización hipotecaria en unos niveles inferiores a los registrados en otras áreas económicas.

### III Novedades regulatorias



# Reseña sobre informes recientes de IOSCO en materia de estándares de regulación

Anna Isperto Maté y Julia Rodríguez de Agüero Delgado (\*)

(\*) Anna Isperto Maté y Julia Rodríguez de Agüero Delgado pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.



# 1 Introducción

En este artículo se presenta un resumen de cuatro informes destacados de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) emitidos durante los últimos meses, en los que se establecen nuevas recomendaciones en materia de regulación y/o prácticas de la industria.

Como es bien conocido, IOSCO es el organismo internacional de referencia en relación con el establecimiento de estándares de regulación. Sus recomendaciones son ampliamente observadas por los países que cuentan con mercados desarrollados y, de manera creciente, por los denominados mercados emergentes. El FMI utiliza estas recomendaciones y los criterios de evaluación sobre su cumplimiento que IOSCO ha desarrollado como referencia en sus evaluaciones periódicas del sector financiero en el ámbito de los mercados de valores.

IOSCO utiliza el término «principios» para referirse a sus recomendaciones. Este término captura de manera bastante precisa la esencia de los informes, que no suelen contener pautas detalladas, sino más bien enunciados generales en los que, de acuerdo con esta organización, deberían inspirarse tanto las normas de regulación como los códigos de conducta y las prácticas de la industria. De ahí que la reseña de estos principios pueda resultar especialmente atractiva para quienes estén interesados en los criterios que inspiran las normas de regulación y que no siempre resulta fácil deducir de la mera lectura de la normativa.

El artículo se organiza como sigue. En la sección segunda se refieren los principios sobre información en base continua que los emisores de valores de titulización deben facilitar en aras de una mayor transparencia. La sección tercera contiene recomendaciones aplicables a los intermediarios en la distribución de productos financieros complejos, a fin de mejorar la protección de la clientela. En las secciones cuarta y quinta se resumen las recomendaciones relativas a las instituciones de inversión colectiva con relación a la gestión del riesgo de liquidez y a la valoración de sus carteras, respectivamente.

## 2 Principios sobre difusión continua de información para inversores en valores de titulización

En noviembre de 2012 IOSCO aprobó un informe<sup>1</sup> en el que se revisan los estándares recomendados por esta organización en relación con la información ofrecida a los inversores sobre valores de titulización.

---

1 IOSCO, *Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities*, noviembre de 2012. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD395.pdf>

Dentro del elenco de estándares aprobados por IOSCO, un buen número de ellos está dedicado a las obligaciones de publicidad de los emisores de instrumentos financieros. Sin embargo, hasta hace unos pocos años, las recomendaciones de dicho organismo en esta materia no resultaban directamente aplicables a las emisiones de activos titulizados, dadas las particularidades tanto de estas emisiones como de sus emisores. De ahí que, a raíz de la crisis financiera, y especialmente como consecuencia del impacto de las emisiones de titulización respaldadas por las denominadas hipotecas *subprime*, IOSCO detectase la necesidad de elaborar unos principios que tuvieran en cuenta las características específicas de los activos titulizados.

El primer paso en esta dirección se produjo en abril de 2010, con la publicación por parte de IOSCO de un informe<sup>2</sup> cuyo objetivo consistía en facilitar unas pautas a los reguladores que estuviesen desarrollando o revisando sus regímenes acerca de la información que los emisores de activos titulizados debían poner a disposición de los inversores en las ofertas públicas y en las admisiones a cotización.

Ahora, como complemento a estos principios, IOSCO ha publicado el informe que aquí se comenta, que se refiere a la información en base continua de los valores de titulización cotizados, esto es, a la información pública periódica y a la información sobre hechos significativos relativa a estos valores cuando estén admitidos a negociación en un mercado secundario.

Estos principios se han desarrollado de forma tal que permiten su adaptación por parte de los reguladores de valores. Además, aunque se trata de principios aplicables a los emisores públicos de activos titulizados, también pueden servir de orientación a aquellas jurisdicciones que estén desarrollando requerimientos de publicidad en la distribución privada de activos titulizados.

Los principios enunciados por IOSCO en este informe se resumen a continuación:

- Principio 1. La información relacionada con los valores titulizados debe ser puesta a disposición del inversor de forma periódica, ya sea anualmente o con una periodicidad distinta, dependiendo del tipo de información y de su utilidad para los inversores.
- Principio 2. En caso de que suceda algún hecho relevante, dicha información debe ser publicada de forma expresa, sin esperar al siguiente informe de carácter periódico. Estos hechos relevantes deben ser previamente definidos por el regulador y entre ellos se incluirán en todo caso los que puedan afectar a la formación de los precios.
- Principio 3. Toda la información que se facilite a los inversores estará orientada a mejorar la transparencia, así como a ayudarlos a que lleven a cabo un análisis independiente en la toma de decisiones de inversión.

Para incrementar la transparencia, la información contenida en los distintos informes debe ser fácilmente comprensible por parte de los inversores, rele-

---

2 IOSCO, *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, abril de 2010. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>

vante para sus decisiones de inversión y contrastada. Además, ha de buscarse que la información pueda ser comparada con la de informes anteriores sobre los mismos valores titulizados, o con la información que facilitan otros emisores de valores similares. En referencia a este principio, IOSCO matiza qué características debe poseer la información que se facilita a los inversores como sigue:

- Debe actualizarse de forma continuada, a fin de reflejar cualquier cambio que pueda resultar relevante para las partes interesadas.
- Comprenderá aquella información relativa a los activos subyacentes que deban conocer los agentes de las operaciones de titulización, de forma que se respeten las normas de confidencialidad.
- Se facilitarán datos relativos a las mejoras crediticias previstas.
- En caso de utilizarse instrumentos derivados que alteren los flujos de la operación (y cuyo propósito principal no sea contribuir a las mejoras crediticias ya mencionadas), se reflejará su existencia, así como sus características clave.
- Se hará referencia a cualquier procedimiento pendiente en contra de los participantes en un programa de titulización.
- Se desglosará cualquier relación existente entre los participantes de una operación de titulización y se describirá en qué consiste tal transacción.
- En algunas jurisdicciones en las que se requiere la actuación de un gestor, la evaluación de su actuación, así como la opinión que emita un experto independiente sobre dicho gestor, deben ser puestas a disposición de los inversores. El informe de IOSCO contempla expresamente dos formas de cumplir con esta obligación: la incorporación en el informe anual de una declaración de cumplimiento por parte de quien presta los servicios de gestión o el informe de un auditor independiente, en caso de que las cuentas anuales del gestor deban ser auditadas.
- Se facilitará información sobre la distribución y comportamiento de la cartera crediticia titulizada, especialmente en lo referente a créditos impagados. Los datos deberán ser fácilmente comparables e ir dirigidos a evitar una confianza excesiva en las agencias de calificación crediticia por parte de los inversores.
- Periódicamente se desglosarán también datos sobre aquellos activos de la cartera crediticia titulizada que pudieran estar sujetos a procesos de recompra y/o sustitución.
- Como ya se apuntó anteriormente, hay una serie de hechos que deben ser publicados en cuanto se produzcan, sin perjuicio de que también se mencionen en la información periódica si así lo dispone el regulador. Dentro de esta categoría de hechos relevantes se encuentran, entre otros, los

siguientes: cambio de la gestora o del administrador, modificaciones en las mejoras de crédito, cambios en la calificación crediticia de los valores titulizados o en la agencia de calificación, información sobre pagos, amortización anticipada de los valores, etc.

- Principio 4. La información deberá ser completa, clara y no dar lugar a una interpretación errónea. Por tanto, se evitará omitir cualquier dato que pueda ser relevante, así como las referencias excesivas a textos modelo.
- Principio 5. La información se presentará de tal forma que facilite el análisis por parte de los inversores. En este sentido parece que el uso de la tecnología podría facilitar una comparación y un análisis de la información rápidos y sencillos.
- Principio 6. Las partes responsables de proveer la información deben estar claramente identificadas. Esta obligación de identificación se refiere tanto a quien deba publicar la información como a quien sea responsable de obtener datos de otras personas o entidades que formen parte de la estructura de titulización. Los informes periódicos estarán firmados por el emisor, la gestora o los representantes de alguno de ellos, en caso de haberlos.
- Principio 7. La información estará disponible sin demora, de forma que se asegure que la información es actual y que se publica con una periodicidad tal que resulte útil para el inversor.
- Principio 8. Todos los inversores y participantes del mercado deben tener un acceso idéntico y simultáneo a la información, a no ser que se den ciertas circunstancias que hayan sido previamente reguladas y que permitan que se facilite la información con anterioridad a algunos inversores o partes interesadas, sin que se incurra en manipulación o abuso de mercado.
- Principio 9. La información será equivalente en todos los mercados, de forma que si los valores titulizados están admitidos a negociación en más de un mercado (pertenecientes a jurisdicciones diferentes), la información que se requiera en uno de ellos se facilitará inmediatamente al resto de mercados.
- Principio 10. La información periódica se enviará al regulador o estará a su disposición, según lo que establezca, para permitir una adecuada revisión de la misma. La transmisión de la información al regulador puede hacerse de forma completa o puede notificarse que la información ha sido correctamente depositada o completada en el registro dispuesto al efecto.
- Principio 11. La información se conservará y almacenará de forma que se facilite el acceso público a la misma de modo sencillo y al menor coste posible para los inversores.

### 3 Requisitos de idoneidad para la distribución de productos financieros complejos

En enero de 2013, IOSCO publicó un informe<sup>3</sup> dirigido a aclarar el papel de los intermediarios y su obligación de evaluar la idoneidad de los productos financieros complejos para los clientes a la hora de distribuírseles.

Entre los objetivos y principios de IOSCO relacionados con la regulación de valores se encuentra la obligación, por parte de los intermediarios financieros, de obtener de sus clientes cualquier información sobre sus circunstancias y objetivos de inversión que pueda resultar relevante para la prestación de servicios de inversión<sup>4</sup>. Así mismo, cuando entre los servicios prestados por el intermediario se incluya el asesoramiento o la recomendación de productos, se especifica que tal asesoramiento debe partir de un adecuado conocimiento de las necesidades y situación del cliente. La aplicación de estos principios adquiere una especial relevancia en relación con la distribución de productos financieros complejos.

Aunque no siempre los productos financieros complejos conllevan más riesgo para el inversor que el resto de productos, suelen estar caracterizados por rasgos de más difícil comprensión, incluso para los clientes profesionales. Por esta razón, IOSCO ha emitido los presentes principios, que promueven una protección eficaz del cliente en relación con la distribución de productos financieros complejos por parte de los intermediarios, incluida una guía sobre cómo se deben aplicar los requisitos de idoneidad.

Estos principios deben ser entendidos como recomendaciones aplicables tanto a inversores minoristas como a profesionales, salvo que se indique lo contrario. Se ha procurado dotar al término distribución del significado más amplio y funcional posible, incluyendo, por tanto, la venta, cualquier tipo de asesoramiento y la gestión discrecional de carteras. No obstante, dichos principios se circunscriben a la aplicación de los requisitos de idoneidad (y requisitos asociados) a la distribución que hacen los intermediarios financieros; por tanto, no se dirigen a los emisores ni creadores de productos financieros complejos (salvo que sean los propios intermediarios).

Cabe destacar también que la elaboración de estos principios busca subsanar deficiencias que se han observado en relación con la distribución de estos productos complejos, entre las que destacan las siguientes: el inversor puede experimentar dificultades para comprender algunos riesgos que no son evidentes, como el que las transacciones de estos productos involucren a varias contrapartes; en algunos casos los intermediarios han retribuido a sus agentes con incentivos especiales en la venta, aunque los productos no fueran los más adecuados para los clientes, y sin el conocimiento de estos últimos; o que las características de estos productos hagan que su valoración pueda resultar difícil también para los intermediarios, especialmente si estos carecen de herramientas y modelos informáticos ad hoc y su negociación en los mercados secundarios es nula o muy limitada.

---

3 IOSCO, *Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products*, enero de 2013. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf>

4 IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, junio de 2010. Disponible en <http://www.compliance-exchange.com/governance/library/ioscoprinciples2010.pdf>

Como todos los principios de IOSCO, estos van dirigidos a un gran número de jurisdicciones, por lo que se trata de requisitos de carácter general. En el caso europeo ya han sido parcialmente incorporados al elenco normativo comunitario.

Los principios aprobados son los siguientes:

- Principio 1. Clasificación de los clientes: Los intermediarios deben adoptar y aplicar políticas y procedimientos adecuados que les permitan distinguir entre inversores minoristas y profesionales a la hora de distribuir productos financieros complejos. Esta clasificación estará basada en una valoración razonada del cliente en cuestión y para la que se tendrá en cuenta la complejidad y riesgo de los diferentes productos. A tal efecto, los reguladores han de considerar la conveniencia de emitir guías para los intermediarios.

Dentro de este principio se contemplan algunos criterios objetivos que pueden servir como punto de partida para la clasificación del cliente; esto es: naturaleza, capacidad financiera, experiencia y conocimiento de los productos financieros complejos, así como capacidad para comprender las características (incluidos los riesgos) y valor de los productos financieros.

Así mismo, se advierte sobre la importancia de que los intermediarios valoren la experiencia y conocimiento del cliente, aunque este haya solicitado que se le clasifique como profesional. En caso de duda, los intermediarios deben considerar al cliente como minorista. Los intermediarios mantendrán informado siempre al cliente sobre la categoría en la que se encuentra y revisarán o actualizarán la información relativa al cliente periódicamente, o cuando tengan conocimiento de que ha variado.

- Principio 2. Deberes generales: Indistintamente de la clasificación del cliente como minorista o profesional, los intermediarios deberán desempeñar sus cometidos de una forma equitativa, honesta y profesional. Además deberán adoptar aquellas medidas y procedimientos que sean necesarios para gestionar o mitigar los conflictos de interés que puedan surgir en la distribución de productos complejos y, en caso de detectar un posible conflicto de interés que pueda causar un perjuicio al cliente, deberán informarlo acerca de la naturaleza y/o procedencia de dicho conflicto con anterioridad a la prestación del servicio o ejecución de la transacción, a fin de que el cliente pueda adoptar una decisión basada en esta información.
- Principio 3. Requisitos de información: Los clientes deben poder recibir, o tener acceso, a la información que les permita evaluar las características, costes y riesgos de los productos financieros complejos. La información que envíen los intermediarios a sus clientes deberá ser imparcial, comprensible y proporcionada/coherente.

Estos requisitos han de tenerse en cuenta tanto si se asesora como si se recomienda la compra de productos financieros complejos y deben adaptarse según la categoría de cliente de la que se trate. La finalidad de los mismos consiste en que el cliente pueda identificar los costes y cargas asociados a la compra del producto, así como si se trata de un producto ilíquido.

En la medida de lo posible, los intermediarios deberían facilitar al cliente información comparable sobre los distintos productos que sean alternativos entre sí, para lo cual los reguladores pueden prescribir el uso de formatos predeterminados que relacionen las características claves del producto.

- Principio 4. Protección que debe proporcionarse a los clientes en caso de que no reciban asesoramiento: Si la venta no ha estado asociada a la prestación de algún servicio de asesoramiento, los reguladores deberán prever una serie de cautelas, de aplicación por parte de los intermediarios.

Dentro de estas cautelas mínimas se incluyen, entre otras, alertar al cliente cuando se piense que la transacción puede no ser apropiada o prudente, informarlo de las características y riesgos específicamente asociados con la transacción, imponer requisitos especiales para la adquisición de ciertos productos complejos (como puede ser la aprobación escrita por parte de los directores para que se puedan abrir cuentas en las que registrar este tipo de productos complejos) o prohibir la distribución de aquellos productos que sean más complejos entre inversores clasificados como minoristas.

- Principio 5. Requisitos de idoneidad aplicables a la prestación de servicios de asesoramiento y gestión de carteras: En estos casos la recomendación de compra de un producto financiero complejo, el asesoramiento o la adquisición de ese producto en nombre del cliente deben ir precedidos por una valoración sobre si la estructura, riesgo y rentabilidad del producto financiero se adecuan a la experiencia, conocimiento, objetivos de inversión, perfil de riesgo, capacidad financiera (dentro de la que se incluye la capacidad para absorber pérdidas) y necesidades de liquidez del cliente.

Dada la particular relación de confianza que se da en los casos mencionados en el párrafo anterior, se ha procurado dotar de una especial protección a los clientes que solicitan estos servicios, si bien los requisitos de idoneidad deben adecuarse a la complejidad y riesgos de los productos y al nivel de sofisticación del cliente. Antes de emitir recomendaciones, el intermediario ha de considerar si entre los productos que puede ofrecer figura alguno menos costoso y complejo y que pudiera ser más adecuado para el cliente.

Cualquier obligación relativa a la idoneidad del cliente aplica tanto al intermediario como a sus agentes. A su vez implica que los empleados del intermediario deben haber recibido una formación suficiente como para poder adecuar las características y riesgos al resultado sobre la idoneidad de la inversión.

En caso de que no exista un mercado secundario líquido para los productos, este hecho debe comunicarse expresamente a los clientes. Así mismo, es necesario evaluar si la duración y liquidez de la inversión se corresponden con el horizonte de inversión del cliente y, en caso de que este busque productos que le sirvan de cobertura para otras inversiones, el intermediario se asegurará de la coherencia entre ambos tipos de inversión. Se debe conservar cualquier constancia escrita de este proceso de adecuación de los productos a las necesidades del cliente, facilitando de esta forma la labor de los reguladores, así como la resolución de cualquier posible reclamación.

- Principio 6. Los intermediarios deben estar suficientemente informados para poder emitir razonadamente cualquier recomendación de inversión, asesorar sobre un producto o gestionar discrecionalmente carteras de los clientes que incluyan productos financieros complejos.

Si el intermediario aprecia que no hay suficiente información, deberá abstenerse de hacer la recomendación o prestar el servicio al cliente o, en caso de llevarlo a cabo, advertirle de que la recomendación se ha basado en una información limitada. Los intermediarios no recomendarán nunca productos que ellos mismos no entiendan.

- Principio 7. Función de cumplimiento normativo, políticas y procedimientos internos: Los intermediarios establecerán esta función dentro de su organización y desarrollarán políticas y procedimientos internos que permitan adecuar el cumplimiento normativo a los requisitos de idoneidad, incluido el diseño de nuevos productos para clientes.

Quienes desempeñen la función de cumplimiento normativo velarán por el correcto funcionamiento de los productos y procesos que aseguren la gestión adecuada de los conflictos de interés, un trato equitativo de todos los clientes y la aplicación de los requisitos de idoneidad.

- Principio 8. Incentivos: Para asegurar una distribución adecuada de los productos, se pide a los intermediarios que desarrollen y apliquen políticas de incentivos apropiadas.

En particular debe evitarse incentivar al personal de los intermediarios para que recomiende productos determinados cuando pudieran existir otros que satisficieran mejor necesidades del cliente. La obligación impuesta por parte de los reguladores a los intermediarios para que estos últimos informasen sobre sus estructuras y políticas de remuneración podría ayudar a la correcta aplicación de este principio.

- Principio 9. Imposición de medidas coercitivas: Se requiere a los reguladores para que, en su labor periódica de supervisión, colaboren asegurando que los intermediarios cumplen con los requisitos sobre idoneidad y con el resto de requisitos de protección de los clientes en la distribución de productos financieros. A tal efecto, los reguladores podrán imponer medidas de aplicación y cumplimiento.

Las inspecciones in situ y a distancia, así como las revisiones temáticas son aconsejables para asegurar que los intermediarios cumplen con los principios de IOSCO. Así mismo, se establece que los reguladores deben prestar atención a cómo los intermediarios resuelven las disputas y quejas de sus clientes y que, en el caso de intermediarios que pertenezcan a grupos multinacionales, los reguladores correspondientes deben colaborar en sus actividades supervisoras.

## 4 Principios de gestión del riesgo de liquidez para las instituciones de inversión colectiva

El 4 de marzo de este año, el Consejo de Administración de IOSCO publicó un documento<sup>5</sup> con el objetivo de establecer unas guías de referencia a la hora de determinar la calidad de la regulación y las prácticas de la industria en relación con la gestión del riesgo de liquidez en las instituciones de inversión colectiva (IIC).

Desde el inicio de la crisis financiera, las cuestiones relacionadas con la liquidez de las entidades financieras y de los productos financieros han ocupado un papel central en las preocupaciones de los reguladores, si bien los debates en torno a posibles reformas se han centrado sobre todo en el sector bancario. Aunque la probabilidad de que se generen problemas de liquidez con potencial sistémico es menor que en el caso de las entidades financieras, la experiencia de los fondos de mercado monetario norteamericanos ha puesto de manifiesto que tal potencial no puede ignorarse tampoco en el caso de las IIC.

El informe de IOSCO que se reseña establece 15 principios para abordar las especificidades de la gestión del riesgo de liquidez en el contexto del funcionamiento de una IIC. Estos principios se agrupan en dos grandes secciones, según se refieran a medidas previas a la constitución del vehículo o a medidas que deban llevarse a cabo de forma continua durante la vida de la IIC.

Es importante mencionar que en relación con las suspensiones temporales de reembolsos de las IIC, debidas en su mayoría a problemas graves de liquidez, existe un documento específico de IOSCO<sup>6</sup>.

Los principios aprobados por IOSCO en materia de gestión de riesgo de liquidez, previos a la constitución del vehículo, son los siguientes:

- Principio 1. La entidad responsable debe establecer un proceso efectivo para la gestión del riesgo de liquidez acorde con los requerimientos de liquidez de la jurisdicción correspondiente.

Se señala que, con carácter previo a la constitución de una nueva IIC, la entidad responsable de su gestión (en España sería la sociedad gestora de la IIC) se comprometa a mantener los requisitos de liquidez que se aplicarán durante la vida de este vehículo.

La gestión del riesgo de liquidez debe ser efectiva en un amplio abanico de condiciones del mercado. En los casos en los que exista un mayor riesgo de sufrir problemas de liquidez, la entidad responsable debe establecer un proceso de gestión de riesgo de liquidez más riguroso. Este sería el caso de una IIC con un elevado porcentaje de activos ilíquidos o con una base estrecha de inversores.

---

5 IOSCO, *Principles of Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes*, marzo de 2013. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD405.pdf>

6 IOSCO, *Principles on Suspensions of Redemptions in Collective Investment Schemes*, enero de 2012. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD367.pdf>

La entidad responsable de una IIC no tiene por qué establecer un nuevo proceso de gestión de riesgo de liquidez para cada nueva IIC que da de alta, siempre y cuando esta tenga características similares.

- Principio 2. La entidad responsable debe establecer umbrales de liquidez acordes con sus obligaciones de reembolso y con los pasivos de la IIC.

Se deben establecer definiciones y umbrales de liquidez precisos que se adecuen con el principio de trato equitativo de todos los inversores y con la política de inversión de la IIC. Así, por ejemplo, una IIC de negociación diaria debería tener unos requisitos de liquidez mucho más estrictos que una IIC en la que no se espera de los inversores que hagan reembolsos durante un cierto periodo de tiempo.

- Principio 3. La entidad responsable debe determinar una adecuada frecuencia para poder realizar compras o ventas.

Cuando no existan requerimientos legales específicos, se debe establecer una frecuencia de suscripciones y reembolsos realista, acorde con los objetivos y el enfoque de la IIC. La posibilidad de obtener beneficios fiscales, o el acceso a un mercado de distribución más amplio, no debe generar una mayor frecuencia de la que se considera apropiada.

- Principio 4. Cuando sea posible y apropiado para una IIC, y siempre en beneficio de los inversores, la entidad responsable debe incluir en la documentación de constitución la capacidad de usar herramientas específicas o medidas excepcionales, pudiendo estas afectar a los derechos de reembolso.

La entidad responsable debe considerar la utilización de herramientas y medidas excepcionales, pero bajo la condición de que no se viole el principio de trato equitativo entre los inversores, y cuando las leyes aplicables lo permitan.

- Principio 5. La entidad responsable debe considerar los efectos en la liquidez de sus canales de distribución.

Hay que valorar cómo las decisiones concernientes a la distribución de la IIC pueden afectar a su liquidez. Se deben considerar las condiciones del mercado a la hora de predecir el volumen y el tipo de posibles inversores.

En muchas jurisdicciones, los futuros partícipes invierten a través de cuentas agregadas, lo que imposibilita que se sepa cuál es la base de inversores, por ejemplo, si son muchos los que invierten pequeñas cantidades o, por el contrario, si son pocos inversores de grandes cantidades. En estas situaciones la entidad responsable debe hacer lo posible para tener información de la concentración de los inversores a través, por ejemplo, de acuerdos contractuales.

- Principio 6. La entidad responsable debe asegurarse de tener acceso en todo momento a la información relevante para la gestión de la liquidez.

La entidad responsable debe conocer cuáles son sus necesidades en relación con la información necesaria para poder realizar correctamente las tareas de

gestión del riesgo de liquidez y debe saber si podrá acceder a dicha información durante la vida de la IIC.

- Principio 7. La entidad responsable debe asegurarse de que se informa adecuadamente a los inversores del riesgo de liquidez y de la gestión del mismo.

Como parte de los documentos públicos disponibles para los inversores, debe proporcionarse una explicación del riesgo de liquidez, incluido el impacto potencial que puede tener en la propia IIC y sus partícipes, y un resumen de cómo se pretende mitigar dicho riesgo. A su vez, se debe proporcionar una explicación de las posibles herramientas o medidas excepcionales que puedan afectar a los derechos de reembolso.

Por otro lado, también es importante que los partícipes dispongan de información básica acerca de la liquidez durante la vida del vehículo, como, por ejemplo, la frecuencia de las operaciones de suscripciones y reembolsos.

Los principios de gestión de riesgo de liquidez aplicables durante la vida del vehículo son los siguientes:

- Principio 8. El proceso de gestión del riesgo de liquidez debe estar respaldado por una gobernanza efectiva y sólida.

Una buena gobernanza es esencial para que el proceso de gestión del riesgo de liquidez sea efectivo y para que todos los riesgos se consideren y gestionen como un todo.

- Principio 9. La entidad responsable debe efectivamente llevar a cabo y mantener en el tiempo el proceso de gestión del riesgo de liquidez.

Una vez se ha establecido el proceso de gestión del riesgo de liquidez, este debe seguirse y mantenerse durante toda la vida de la IIC. En los siguientes principios se exponen algunas consideraciones importantes con relación a este seguimiento.

- Principio 10. La entidad responsable debe evaluar la liquidez de los activos que conforman la cartera de forma regular.

Además de medir y gestionar la liquidez de la IIC de forma periódica, se deben tener en cuenta las interconexiones del riesgo de liquidez con otros riesgos, como el riesgo de mercado o el riesgo reputacional.

- Principio 11. La gestión de la liquidez debe ser un factor importante a la hora de tomar las decisiones de inversión.

A la hora de realizar nuevas adquisiciones de activos, se debe considerar el nivel de liquidez de dichos activos y de aquellos a los que pueda verse expuesta la IIC. Solamente se deben materializar aquellas transacciones que no comprometan la capacidad de la IIC para cumplir con los reembolsos y otras obligaciones.

La evaluación del riesgo de liquidez debe incluir tanto información sobre las operaciones (volúmenes, número de transacciones...) como un análisis, para cada tipo de activo, del número de días en los que se podría vender sin alterar los precios de mercado.

Por otra parte, también se debe considerar a la hora de evaluar la liquidez de la IIC los acuerdos de garantías, teniendo en cuenta, por ejemplo, que un colateral recibido de una contraparte en una transacción de productos derivados puede, en un momento dado, volverse totalmente ilíquido. Es decir, la «calidad» de la liquidez de los activos aceptados como colateral también debe incorporarse al análisis del riesgo de liquidez de la cartera de la IIC.

En el caso de disolución de la IIC, se debe tener en cuenta las cuestiones referentes a la liquidez e intentar hacer un balance entre una rápida devolución de las inversiones a los partícipes y la obtención de un precio justo de venta para los activos en la cartera de la IIC.

- Principio 12. El proceso establecido para gestionar el riesgo de liquidez debe permitir que la entidad responsable pueda identificar una falta de liquidez antes de que se produzca.

Se debe poder identificar las presiones en los niveles de liquidez antes de que se cristalicen. La entidad responsable tiene que gestionar los futuros flujos de caja para que esto no perjudique los niveles de liquidez.

- Principio 13. La entidad responsable debe poder incorporar datos y factores en su cálculo del riesgo de liquidez para crear una visión robusta y global de los posibles riesgos.

A la hora de desarrollar el proceso de gestión del riesgo de liquidez, se deben tomar en consideración todos los factores, tanto cuantitativos como cualitativos, que permitan asegurar que en circunstancias excepcionales la IIC puede hacer frente a sus compromisos.

La entidad responsable debería tener un cierto grado de conocimiento de la base de inversores y, sin perjuicio de un trato equitativo para todos los partícipes, debería poder identificar a aquellos inversores con mayor cantidad de participaciones para intentar conocer si tienen alguna intención de realizar reembolsos significativos.

- Principio 14. La entidad responsable debe llevar a cabo evaluaciones del nivel de liquidez en diferentes escenarios, incluidos aquellos más adversos.

Como parte del proceso de gestión del riesgo de liquidez, se debe realizar este tipo de evaluaciones. Como ejemplo se citan ciertos escenarios posibles que deberían analizarse: calcular el número de días en los que se podrían vender ciertos activos para cumplir con sus obligaciones (posiblemente unas peticiones de reembolso elevadas) en situaciones de mercado muy adversas, o demostrar, en relación con el colateral, que la cuantía de activos líquidos disponibles es suficiente a la hora de hacer frente a los márgenes de garantía de los productos derivados.

- Principio 15. La entidad responsable debe asegurarse de que se conservan los registros de los resultados del proceso de gestión del riesgo de liquidez y que estos, además, se hacen públicos.

Como parte del proceso de control del riesgo de liquidez, se debe poder demostrar al regulador que, en general, se están llevando a cabo medidas robustas y que funcionan correctamente. Para ello es necesario disponer de información a nivel histórico.

Por su parte, cuando se aplica una medida excepcional, se debe informar a los partícipes y potenciales inversores de forma adecuada y continuada. Cabe mencionar que en algunas jurisdicciones existe también la obligación de informar al regulador y, en ocasiones, este tiene que aprobar la aplicación de estas medidas *ex-ante*.

## 5 Principios para la valoración de instituciones de inversión colectiva

En mayo de 2013, IOSCO publicó un documento<sup>7</sup> que incluye una serie de principios cuyo objetivo es servir de base a los distintos agentes de mercado a la hora de establecer una regulación de calidad y unas prácticas adecuadas dentro de la industria en relación con la valoración de las IIC.

La correcta valoración de los activos que conforman la cartera de las IIC es de vital importancia, ya que las compras y ventas de participaciones se realizan según el valor del patrimonio en un momento concreto. Esto significa que si las valoraciones de los activos de la cartera de la IIC son incorrectas, los inversores podrían pagar de más por sus participaciones o recibir de menos cuando realicen reembolsos.

En el informe que aquí se reseña se revisan los principios y directrices desarrollados en un documento anterior<sup>8</sup>, para incorporar los cambios que se han producido tanto en la regulación como en los mercados financieros durante la última década. Muchos activos complejos y difíciles de valorar están ahora disponibles entre los activos en los que puede invertir una IIC. Su precio no se puede determinar utilizando precios cotizados (el llamado *mark-to-market*). Su cálculo se basa en modelos internos que implican el uso de criterios subjetivos, lo que incrementa los riesgos regulatorios y requiere de una serie de principios y guías para que exista una cierta uniformidad de criterios.

En la elaboración de estos principios se ha tenido en cuenta también otro informe<sup>9</sup> anterior realizado por IOSCO en el año 2007, en el que se establecen nueve principios concebidos para garantizar que los instrumentos financieros de los fondos de

---

7 IOSCO, *Principles for the Valuation of Collective Investment Schemes*, mayo de 2013. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD413.pdf>

8 IOSCO, *Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, mayo de 1999. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD91.pdf>

9 IOSCO, *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, noviembre de 2007. Disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>

inversión libre se evalúan de forma correcta y que estos no se distorsionan generando una desventaja para los inversores del fondo.

IOSCO propone los siguientes once principios para cumplir los objetivos mencionados:

- Principios 1 y 2. Se deben establecer políticas y procedimientos, especificando claramente las metodologías utilizadas para valorar todos los activos.

Por un lado, debe existir una serie de normas escritas que describan los procedimientos que seguir a la hora de realizar una valoración. Dichas normas deben, a su vez, contener de forma explícita la metodología utilizada a la hora de valorar cada tipo de activo. Dado que los activos que forman parte de la cartera de las IIC pueden ser de muy distinta naturaleza, los métodos y procedimientos de cada IIC deben adecuarse a la complejidad y al tipo de los activos, así como a las condiciones del mercado.

Si es posible, los activos se deben valorar de acuerdo a su precio de mercado. No obstante, si este precio no es apropiado, como en el caso de activos con una liquidez muy reducida o sin mercado secundario, deben usarse otras técnicas de valoración. Cuanto más ilíquido sea el mercado de un activo, más robusto debe ser el proceso de valoración.

- Principio 3. Los procesos de valoración deben abordar e intentar resolver los potenciales conflictos de interés.

Los conflictos de interés en la valoración de las carteras de las IIC pueden surgir por distintas vías. En el informe se destacan las situaciones en las que hay que valorar activos complejos o muy poco líquidos. En estos casos, la entidad responsable es la fuente más fiable de información –o en ocasiones la única– para poder valorarlos. No obstante, dicha entidad puede tener incentivos para sobrevalorar los activos gestionados, especialmente cuando algunas de las comisiones se calculan basándose en el valor de la cartera.

Para solucionar este y otros posibles conflictos de interés se propone, por ejemplo, que un tercero revise las valoraciones, pudiendo ser este la entidad depositaria, o que no se permita que la función de valoración la establezca la entidad responsable. También hay que tener en cuenta que, en la medida de lo posible, automatizar el proceso de valoración puede ayudar a reducir la posibilidad de influencias humanas en la misma.

- Principio 4. Los activos que posee la IIC en su cartera deben valorarse de forma consecuente con las políticas y procedimientos descritos.

Una vez establecidos los procedimientos y técnicas de valoración que se consideran más adecuados, debe quedar claro que los activos se valoran según dichos procedimientos. Asimismo, es importante que exista conformidad entre tipos similares de activos y entre todas las IIC que pertenecen a la misma gestora.

Podría darse algún caso excepcional en el que la metodología establecida no fuera apropiada, en cuyo caso se recomienda utilizar técnicas alternativas, lo

que daría lugar a un cambio en el valor del activo. No obstante, para evitar arbitrariedades, debe darse una explicación de esta desviación, documentando las razones por las que se cambia de metodología, asegurándose de que existe una revisión del cambio de precio por parte de un tercero y describiendo detalladamente la metodología final utilizada.

- Principio 5. Una entidad responsable debe disponer de procedimientos para detectar, prevenir y corregir los errores en la determinación del precio de los activos. Dichos errores deben subsanarse y, si es el caso, se deberá compensar a los inversores perjudicados.

Los errores en la determinación del precio de un activo se pueden producir por diferentes razones, como por una notificación tardía de una operación de compra-venta o simplemente por un error humano. La entidad responsable debe contar con procedimientos que permitan la detección de estos errores y debe revisar sus métodos de cálculo por si con ello es posible reducir la probabilidad de que se produzcan.

En el caso de aquellos errores que perjudiquen de forma material a los inversores, se deberá compensar a estos por la cantidad total que han perdido (o dejado de ganar) debido al error en el precio del activo o, en su defecto, según establezcan las reglas aplicables en la jurisdicción correspondiente.

- Principio 6. La entidad responsable debe revisar periódicamente sus políticas y procedimientos de valoración para asegurar que continúan siendo apropiados y efectivos. Una tercera parte debe revisar los procesos de valoración de la IIC como mínimo una vez al año.

La revisión de los procedimientos de valoración debe evaluar si estos son consecuentes con los métodos establecidos y si cualquier error en los precios se ha corregido según los procedimientos indicados. Esta revisión debe llevarse a cabo por parte de una entidad o persona independiente al proceso de valoración, con el objetivo de lograr la máxima objetividad posible.

- Principio 7. La entidad responsable debe llevar a cabo procedimientos de diligencia debida (*due dilligence*) de la entidad que realiza los servicios de valoración tanto en el momento inicial como, posteriormente, de forma periódica.

En caso de que la entidad responsable haya designado a un tercero para realizar las tareas de valoración, se debe llevar a cabo una *due dilligence* para determinar que el proveedor del servicio dispone de sistemas de control y políticas de valoración adecuados, así como de personal con unos niveles de conocimiento y experiencia óptimos.

- Principio 8. La entidad responsable debe asegurarse de que los acuerdos en materia de valoración de los activos que conforman la cartera de la IIC se difunden a los inversores en la documentación pública puesta a su disposición.

En el caso de EEUU, por ejemplo, el folleto de la IIC debe especificar que el precio de las participaciones se basa en el valor neto de los activos (*net asset*

*value*, NAV) de la IIC, al igual que debe informar de los métodos utilizados para valorar los activos en cartera (por ejemplo, si lo hace a precios de mercado o a coste amortizado).

- Principio 9. Las suscripciones y reembolsos no deben calcularse, en general, a precios históricos.

El cálculo del precio «por adelantado» (*forward pricing*) se considera la práctica más correcta a la hora de satisfacer reembolsos y suscripciones, ya que asegura que los actuales y los posibles inversores son tratados de forma equitativa. En principio, el cálculo del valor liquidativo utilizando el último precio solo se justificaría en aquellos casos en los que así se minimiza el riesgo de operaciones por parte de agentes con información privilegiada.

- Principio 10. La cartera de una IIC se debe valorar en cada uno de los días en los que haya alguna suscripción o algún reembolso.

Los inversores deben poder invertir o realizar reembolsos a un precio justo que refleje el valor de los activos de la IIC en el momento. Si los activos no se valoran cada vez que existen reembolsos o nuevas suscripciones, esto puede generar compras o ventas a precios demasiado bajos o altos, dependiendo del caso, lo que podría acabar afectando también a los proveedores de servicios o a la entidad gestora.

- Principio 11. El valor liquidativo debe estar disponible para los inversores sin coste alguno.

## **IV Anexo legislativo**



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

### Normativa nacional

- 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 ahorro y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Esta norma unifica la regulación de determinadas obligaciones de información de las sociedades anónimas cotizadas, cajas de ahorro y otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

En concreto, la orden desarrolla la estructura y contenido de los dos siguientes informes:

- Informe de gobierno corporativo (IAGC):
  - a) En relación con sociedades anónimas cotizadas, mantiene el esquema recogido en la orden anterior, pero introduce algunas novedades, como la obligación de incluir información sobre los siguientes elementos: a) valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario; b) restricción a la libre transmisibilidad de valores y al derecho de voto; c) normas aplicables a la modificación de estatutos de la sociedad.
  - b) En relación con las cajas de ahorro, se introduce en la orden una referencia a las diferentes comisiones como integrantes en la estructura de estas entidades, preceptos relativos a los conflictos de interés y la descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos.
  - c) Por otro lado, las sociedades cotizadas, las cajas de ahorro y las entidades que emitan valores admitidos a negociación deben incluir en su informe de gobierno corporativo información sobre el número y categoría de las mujeres que integren el consejo y sus comisiones, las medidas adoptadas para integrar mujeres en sus consejos de administración y, en caso de haberlo hecho, describir en qué han consistido.
- Informe anual sobre remuneraciones (IAR) de los consejeros de las sociedades anónimas cotizadas y cajas de ahorro, así como de la comisión de control de estas últimas, que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores (IAR). Se desarrolla por primera vez su contenido, que incluye:
  - a) Información de la política de remuneraciones para el ejercicio en curso (componentes fijos y variables, retribuciones en especie, siste-

mas de previsión, información en el proceso de toma de decisiones sobre política retributiva, acciones adoptadas para reducir riesgos, plazos fijados para la disponibilidad de las acciones tras la adquisición de la propiedad, cambios significativos en la política retributiva, condiciones en los contratos de quienes ejerzan funciones de alta dirección...).

- b) Previsión general de la política de remuneraciones para años futuros.
- c) Resumen de la política del año anterior.
- d) Detalle de las retribuciones devengadas durante el ejercicio anterior.

Ambos informes se publicarán como hecho relevante y serán comunicados a la CNMV, la cual los publicará en su página web.

Igualmente, es importante destacar entre las novedades de esta orden, la introducida por la disposición adicional única, en la que indica que las cajas de ahorro que no emitan valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial están también obligadas a publicar el IAGC y el IAR.

Además, la orden eleva a rango normativo las definiciones de las categorías de consejeros del Código Unificado de Buen Gobierno. La principal novedad, en este aspecto, consiste en la prohibición de continuar calificando como consejeros independientes a aquellos que lo hayan sido durante un periodo superior a 12 años.

Por último, esta orden deroga lo dispuesto en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el IAGC y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades y en la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el IAGC y otra información de las cajas de ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Al mismo tiempo, la orden habilita a la CNMV para que en el plazo de tres meses detalle el contenido y estructura de los IAGC y de los IAR, pudiendo hacer uso de modelos para ello. Entre tanto, mantiene en vigor las Circulares 1/2004, 4/2007 y 2/2005 de la CNMV sobre la materia.

- **Real Decreto-ley 6/2013, de 22 de marzo**, de protección a los titulares de determinados productos de ahorro e inversión y otras medidas de carácter financiero. (Corrección de errores publicada el 4 de abril de 2013)

En primer lugar, esta norma regula en su artículo 1 la creación, composición y funcionamiento de la Comisión de seguimiento de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada. Se trata de un órgano colegiado dependiente del Ministerio de Economía y Competitividad a través de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa cuyo principal objetivo asignado consiste en analizar cuáles han sido los factores generadores de las reclamaciones judiciales y extrajudiciales presentadas con ocasión de la comercialización de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada por parte de las entida-

des participadas por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB). También se ocupará de las propuestas relacionadas con su comercialización, así como de la determinación de los criterios para que ciertas reclamaciones puedan ser sometidas a arbitraje.

Adicionalmente, esta norma obliga a la Comisión a presentar al Congreso de los Diputados, al mes de su constitución, un informe sobre las características básicas de la comercialización entre clientes minoristas de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada de los últimos años, y trimestralmente, otro sobre los aspectos fundamentales de las reclamaciones mencionadas en el anterior párrafo.

La Comisión está compuesta por: a) la Presidenta de la CNMV (que, a su vez, presidirá esta Comisión); b) el Subgobernador del Banco de España (en calidad de Vicepresidente); c) la Secretaria de Sanidad y Consumo; d) el Secretario General del Tesoro y Política Financiera; y e) la Presidenta del Consejo de Consumidores y Usuarios.

En segundo lugar, el artículo 2 modifica la disposición adicional quinta, y se añade un nuevo apartado, del Real Decreto-ley 21/2012, de 13 de julio, de medidas de liquidez de las Administraciones públicas y en el ámbito financiero, facultando al Fondo de Garantía de Depósitos (FGD) para realizar las siguientes operaciones:

- Adquisición de acciones o instrumentos de deuda subordinada emitidos por la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).
- En el plano de la realización de los ejercicios de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, en el marco de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, adquisición de acciones no cotizadas, entregadas como canje obligatorio de los anteriores instrumentos en las entidades financieras participadas por el FROB, a precios de mercado.

También, con el objetivo de reforzar el patrimonio de este Fondo, se establece una contribución especial a realizar por las entidades adheridas, aplicable una sola vez, de un tres por mil adicional de los depósitos computables a 31 de diciembre de 2012.

Adicionalmente, el Real Decreto-ley 6/2013 incluye una serie de disposiciones adicionales y finales de especial relevancia. Estas son:

- La disposición adicional primera modifica el artículo 51.3 de la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago, para cumplir con el mandato contenido en el Reglamento (UE) n.º 260/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, por el que se establecen requisitos técnicos y empresariales para las transferencias y los adeudos domiciliados en euros, y se modifica el Reglamento (CE) n.º 924/2009. Para ello, se habilita al Ministro de Economía y Competitividad a realizar

las autorizaciones y exenciones en los supuestos y términos previstos en dicho Reglamento. Igualmente, se designa al Banco de España como autoridad competente responsable de garantizar su cumplimiento.

- La disposición adicional segunda establece que los servicios de atención al cliente y los defensores del cliente de las entidades financieras atenderán las reclamaciones relacionadas con los compromisos suscritos por dichas entidades en el marco de la encomienda al Gobierno prevista en la disposición adicional única del Real Decreto-ley 27/2012, de 15 de noviembre, de medidas urgentes para reforzar la protección de los deudores hipotecarios y de conformidad con la cual se creó el Fondo Social de la Vivienda.
- La disposición final primera modifica la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, lo que permite al Banco de España fijar umbrales de declaración distintos en función de las finalidades de supervisión o registro de información que corresponden a la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Esta reforma responde al compromiso de reformas adquirido por España en el marco del Memorando de Entendimiento firmado para la asistencia financiera europea a la recapitalización de las entidades de crédito.
- La disposición final segunda modifica el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre para permitir a las entidades españolas utilizar las agencias de suscripción para contratar seguros.
- La disposición final tercera modifica la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito de la siguiente manera:
  - a) Los créditos transmitidos a la SAREB no serán calificados como subordinados en el marco de un eventual concurso del deudor, aun cuando la SAREB fuese accionista de la sociedad deudora, aunque si el crédito hubiese sido calificado como subordinado antes de la transmisión, conservará tal calificación.
  - b) La SAREB ostentará, respecto a los créditos que haya adquirido después de la declaración de concurso, derecho de adhesión a la propuesta o propuestas de convenio que se presenten por cualquier legitimado, así como derecho de voto en la junta de acreedores.
  - c) También la SAREB podrá ser beneficiaria de las hipotecas de máximo previstas en el artículo 153 bis de la Ley Hipotecaria que estuvieran constituidas sobre los activos que se le hubiesen transmitido al amparo de lo previsto en esta Ley, o de las que se constituyan en lo sucesivo.
  - d) Será de aplicación a la SAREB el régimen de acuerdos de compensación contractual y garantías financieras regulado en el capítulo II del Real Decreto-ley 5/2005.

e) Se modifica la redacción del artículo 44.2 b) de esta Ley facultando al FROB, que cuando acuerde que una entidad debe comprar los valores afectados, decida que el precio de recompra se reinvierta, no solo en la adquisición de acciones de la propia entidad, sino también de otra entidad de crédito participada por ella, o que dicho pago se realice en especie mediante la entrega de acciones o cuotas participativas disponibles en autocartera directa o indirecta de la entidad o de su entidad de crédito participada.

- **Orden ECC/680/2013, de 8 de abril**, por la que se autoriza la modificación de los artículos 11 y 12 del Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.

Esta norma modifica los artículos 11 y 12 del Reglamento de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Sociedad de Sistemas). La finalidad perseguida es eximir a las entidades que sean miembros negociadores de las correspondientes Bolsas de Valores o sistemas multilaterales de negociación de la obligación de ostentar, a su vez, la condición de entidad participante en la Sociedad de Sistemas. A partir de la entrada en vigor de esta norma, será suficiente con que estas entidades firmen un acuerdo con una entidad participante, la cual se hará cargo de las obligaciones de registro, compensación y liquidación que se deriven de la contratación realizada por el miembro negociador, asumiéndolas como propias frente a dicho miembro y frente al sistema.

- **Real Decreto 256/2013, de 12 de abril**, por el que se incorporan a la normativa de las entidades de crédito los criterios de la Autoridad Bancaria Europea de 22 de noviembre de 2012, sobre la evaluación de la adecuación de los miembros del órgano de administración y de los titulares de funciones clave.

Esta norma recoge las directrices de 22 de noviembre de 2012 que para la evaluación de la idoneidad de las personas que efectivamente dirigen la actividad de las entidades de crédito fueron dictadas por la Autoridad Bancaria Europea en cumplimiento del mandato conferido por la Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito.

Sin embargo, por motivos de coherencia, el legislador nacional ha decidido incluir en el ámbito subjetivo de su aplicación, no solo a las entidades de crédito, sino también a las entidades de dinero electrónico, entidades de pago, sociedades de tasación, sociedades de reafianzamiento, establecimientos de cambio de moneda extranjera y sociedades financieras mixtas de cartera. Esto ha llevado a la modificación de distintos reales decretos en función de la entidad afectada.

En concreto, destacan en este real decreto las siguientes modificaciones sustantivas relacionadas con la evaluación de la idoneidad de los miembros de los órganos de administración y titulares de funciones clave:

- En cuanto al requisito de honorabilidad comercial y profesional de los cargos sujetos a esta normativa, se recoge un amplio elenco de criterios a

ser tenidos en cuenta por el Banco de España, los cuales pueden agruparse en torno a tres elementos principales: a) la trayectoria profesional; b) la existencia de condenas por comisión de delitos o faltas y sanciones administrativas; y c) la existencia de investigaciones relevantes.

- En cuanto al requisito del conocimiento y experiencia de los cargos sujetos a esta normativa, se introducen las siguientes novedades: a) la exigencia de experiencia y conocimientos adecuados a todos los miembros del consejo; b) la exigencia de conocimientos teóricos, además de la experiencia profesional; y c) la valoración de la experiencia del consejo de administración en su conjunto con el objetivo de asegurar su capacidad efectiva de toma de decisiones de forma independiente y autónoma en beneficio de la entidad.
- Se añade una nueva exigencia conforme a la cual los miembros del consejo de administración deben estar en disposición de ejercer un buen gobierno de la entidad, que consiste fundamentalmente en un régimen más amplio en materia de conflictos de interés.

Igualmente, este Real Decreto exige que las entidades afectadas cuenten con unidades y procedimientos internos para llevar a cabo la selección y evaluación continua de los cargos sujetos a esta norma. Asimismo, estas entidades deberán identificar los puestos clave en el desarrollo de la actividad y mantener una relación de las personas que los desempeñan a disposición del Banco de España, a la que se adjuntará con documentación acreditativa la valoración de la idoneidad realizada por la entidad.

El Banco de España, por su parte, deberá valorar la concurrencia de estos criterios tanto en el momento de la autorización, como a lo largo de la vida de la entidad, pudiendo esta ser sancionada en caso de incumplimiento.

- **Ley 1/2013, de 14 de mayo**, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.

Esta norma tiene por objetivo reforzar el marco de protección de aquellos deudores que, a causa de circunstancias excepcionales derivadas de la crisis económica y financiera que vive nuestro país, se encuentran en una situación económica o patrimonial merecedora de especial protección.

Por ello, en su capítulo I recoge la suspensión inmediata y por un plazo de dos años desde la entrada en vigor de la misma de los desahucios de las familias que se encuentren en una situación de especial riesgo de exclusión.

El capítulo II contiene una serie de medidas que afectan al mercado hipotecario. Para ello, modifica la Ley Hipotecaria –Decreto de 8 de febrero de 1946– introduciendo las siguientes medidas, entre otras: a) la limitación de intereses por demora en caso de vivienda habitual a tres veces el interés legal del dinero; b) su no capitalización; c) mejoras en el procedimiento extrajudicial (con la celebración de una única subasta electrónica, por ejemplo).

Igualmente, modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario, entre cuyas principales novedades destacan: a) el fortalecimiento de la independencia de las sociedades de tasación (auditoría de cuentas anuales, participación significativa del 10%, entre otras); b) en cuanto a los préstamos y créditos hipotecarios que sirvan de cobertura para emitir títulos, su plazo de amortización, si se utilizan para financiar la adquisición, construcción o rehabilitación de una vivienda habitual, no puede exceder de 30 años.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la disposición transitoria novena no exige este límite en cuanto al plazo de amortización de los préstamos y créditos hipotecarios anteriores a esta ley para que sigan sirviendo de cobertura a la emisión de cédulas hipotecarias. Adicionalmente, se suprime el tercer párrafo del artículo 5, en el que se decía que «si por razones de mercado o por cualquier otra circunstancia que haga desmerecer el precio del bien hipotecado, el valor del mismo desciende por debajo de la tasación inicial en más de un veinte por ciento, la institución financiera podrá exigir la ampliación de la hipoteca a otros bienes, a menos que el deudor opte por la devolución de la totalidad del préstamo o de la parte de este que exceda del importe resultante de aplicar a la tasación actual el porcentaje utilizado para determinar inicialmente la cuantía del mismo».

Finalmente, el capítulo III recoge modificaciones en la Ley de Enjuiciamiento Civil que afectan a la ejecución hipotecaria, y el capítulo IV modifica el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, sobre medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos. En este último capítulo se recoge que el cumplimiento del Código de Buenas Prácticas –relativo a la concesión de préstamos o créditos hipotecarios de manera profesional– por parte de las entidades adheridas será supervisado por una comisión de control integrada por 11 miembros, uno de ellos designado por la CNMV.

- **Circular 2/2013, de 9 de mayo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el documento con los datos fundamentales para el inversor y el folleto de las instituciones de inversión colectiva.

Esta circular tiene por objeto adecuar la Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva (IIC) a dos normas europeas que regulan esta materia: la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (UE) n.º 583/2010 de la Comisión, entre cuyas principales novedades destaca la exigencia de un documento con los datos fundamentales para el inversor en sustitución del anterior folleto simplificado. Por ello, la mencionada circular se deroga, pero manteniendo las salvedades recogidas en las normas transitorias.

En consecuencia, esta norma regula:

- La forma, contenido y modelos del documento con los datos fundamentales para el inversor y del folleto de las IIC. Estos documentos se presentarán a la CNMV por vía telemática.

- Las especialidades que corresponden al documento con los datos fundamentales para el inversor de las IIC de carácter no financiero, IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre.
- También recoge especialidades para el folleto y el documento con los datos fundamentales para el inversor cuando el objeto de la IIC sea desarrollar una política de inversión que replique, reproduzca o tome como referencia un determinado índice bursátil o de renta fija.
- Se establecen nuevas exigencias de modificación y actualización de los elementos del folleto y de los datos fundamentales para el inversor que se consideran esenciales y que requieren registro previo para su entrada en vigor.
- Se establecen nuevas obligaciones de publicidad y nuevos supuestos que otorgan el derecho de separación o de comunicación previa a los partícipes.
- Se establecen otros contenidos del folleto referentes a técnicas de gestión eficiente de la cartera e instrumentos financieros derivados, así como la gestión de las garantías en relación con esta operativa.

Igualmente, diferentes circulares son modificadas por esta norma: a) Circular 5/2007, de 27 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre hechos relevantes de las instituciones de inversión colectiva; b) Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestral y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición; c) Circular 6/2010, de 21 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones con instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva; d) Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva.

### Normativa europea

- **Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013**, sobre los fondos de capital riesgo europeos.

Con este reglamento se pretende regular los fondos de capital riesgo europeos («FCRE») de tal manera que sirvan para aportar financiación a aquellas pequeñas y medianas empresas de la Unión Europea que, arraigadas en la economía real, sean innovadoras.

Para ello, impone a los gestores de instituciones de inversión colectiva que, bajo la denominación «FCRE», comercialicen fondos de capital riesgo admisibles con una serie de requisitos uniformes (fondos suficientes, organización, presentación de informes anuales, conflictos de interés o delegación de funciones, entre otros).

Igualmente, esta norma establece un conjunto de normas uniformes para que los fondos de capital riesgo admisibles puedan comercializarse entre inversores admisibles en toda la Unión Europea. Entre estas normas destacan:

- a) Los activos de las carteras de fondos de inversión «con pasaporte» no deben exceder de 500 millones de euros.
- b) Los inversores habrán de ser exclusivamente institucionales o minoristas cualificados que estén dispuestos a realizar inversiones mínimas de 100.000 euros.
- c) El 70% del total agregado de sus aportaciones de capital y de capital comprometido no exigido debe ser invertido en activos permitidos. En cuanto al tipo de inversiones admisibles caben en forma de instrumentos de capital o cuasi capital.
- f) No pueden incurrir en apalancamiento.
- g) Los documentos constitutivos de estos fondos deben contener disposiciones sobre la valoración de sus activos.
- h) Para poder utilizar la denominación «FCRE», los fondos de capital riesgo europeos admisibles deben, por el momento, estar establecidos en la Unión Europea.

Por otro lado, la Autoridad Europea de Valores y Mercados contará con una base de datos central en la que constarán todos los gestores de fondos de capital riesgo admisibles registrados en la Unión Europea y los fondos de capital riesgo europeos admisibles que comercializan, así como los países donde los comercializan.

Este reglamento será aplicable a partir del 22 de julio de 2013, a excepción del artículo 9, apartado 5, que será de aplicación a partir del 15 de mayo de 2013. La supervisión de su cumplimiento corresponderá a las autoridades competentes de los Estados miembros de origen.

- **Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre los fondos de emprendimiento social europeos.**

El objetivo de este reglamento es apoyar el crecimiento de las empresas sociales en la UE, facilitando su financiación a través de inversiones primarias.

Para ello, impone una serie de requisitos uniformes, en todo el territorio de la Unión Europea, que deben cumplir aquellos gestores de instituciones de inversión colectiva que, bajo la denominación «FESE», comercialicen fondos de emprendimiento social europeos admisibles. Entre estos requisitos se encuentran los relativos a fondos suficientes, presentación de informes anuales, conflictos de interés, delegación de funciones o procedimientos de medición del impacto social positivo.

Este reglamento, igualmente, establece un conjunto de normas uniformes para que los fondos de emprendimiento social puedan comercializarse entre inversores admisibles en toda la Unión. Entre estas normas destacan:

- a) Estos fondos deberán invertir como mínimo el 70% del total agregado de sus aportaciones de capital y del capital comprometido no exigido en activos que sean inversiones admisibles.
- b) Se limitan los instrumentos que deben emplear estos fondos al realizar inversiones (instrumentos de capital, de cuasi capital, instrumentos de deuda, inversiones en otros fondos de emprendimiento social europeo admisibles, préstamos garantizados o no garantizados y subvenciones).
- c) La comercialización solo puede tener lugar entre clientes profesionales o minoristas cualificados que estén dispuestos a realizar inversiones mínimas de 100.000 euros.

Por otro lado, la Autoridad Europea de Valores y Mercados contará con una base de datos central en la que constarán todos los gestores de fondos de emprendimiento social admisibles y los fondos de emprendimiento social europeos admisibles gestionados por estos.

Este reglamento será aplicable a partir del 22 de julio de 2013, a excepción del artículo 3, apartado 2, del artículo 10, apartado 2, y del artículo 14, apartado 4, que serán de aplicación a partir del 15 de mayo de 2013. La supervisión de su cumplimiento corresponderá a las autoridades competentes de los Estados miembros de origen.

- **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.

El objetivo de esta directiva es modificar las tres directivas mencionadas con la intención de integrar en sus articulados el principio general de rechazo de la dependencia excesiva de las calificaciones crediticias en los procesos y sistemas de gestión de riesgos de los fondos de pensiones de empleo, las sociedades de gestión y de inversión relativas a organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y los gestores de fondos de inversión alternativos, y adaptarlo a sus características particulares.

- **Reglamento (UE) n.º 301/2013 de la Comisión, de 27 de marzo de 2013**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las Mejoras Anuales de las Normas Internacionales de Información Financiera, Ciclo 2009-2011.

El 17 de mayo de 2012, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (CNIC/IASB) publicó las Mejoras Anuales de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), Ciclo 2009-2011, con la intención de aclarar y racionalizar algunas de dichas normas. Tres de las mejoras –las modificaciones del apéndice D de la NIIF 1, de la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) 16 y de la NIC 34– constituyen aclaraciones o correcciones de las normas correspondientes. Las tres mejoras restantes –esto es, las modificaciones de la NIIF 1, de la NIC 1 y de la NIC 32– introducen cambios en los requerimientos existentes o aportan alguna orientación complementaria sobre la aplicación de esos requerimientos. Este reglamento las incorpora al Reglamento (CE) n.º 1126/2008 sobre Normas Internacionales de Contabilidad.



## V Anexo estadístico



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>IMPORTES EFECTIVOS<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	16.016,5	17.145,9	21.142,1	5.296,5	5.695,3	6.961,9	4.996,0	16.358,0
Ampliaciones de capital	15.407,0	17.018,9	19.910,7	5.245,9	5.290,5	6.185,9	4.996,0	16.358,0
De ellas, mediante OPS	958,7	6.238,8	2.457,3	1.510,8	75,0	0,0	0,0	1.054,8
Tramo nacional	61,6	5.827,1	2.457,3	1.510,8	75,0	0,0	0,0	1.054,8
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	50,6	404,8	776,0	0,0	0,0
Tramo nacional	79,1	124,7	1.231,4	50,6	404,8	776,0	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	1.512,5	1.008,8	1.209,2	4.987,2	12.083,6
Ampliaciones de capital	6.309,3	5.698,8	4.595,2	1.509,7	977,3	1.132,8	4.987,2	12.083,6
De ellas, mediante OPS	6,8	2.070,6	613,1	82,1	8,2	0,0	0,0	568,2
Tramo nacional	6,4	1.888,4	613,1	82,1	8,2	0,0	0,0	568,2
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	2,8	31,5	76,4	0,0	0,0
Tramo nacional	8,9	5,9	110,6	2,8	31,5	76,4	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	25	27	30	28	26
Ampliaciones de capital	67	91	103	25	26	29	28	26
De ellas, mediante OPS	12	8	7	2	1	0	0	3
De ellas, liberadas	15	22	22	6	10	4	9	7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	2	3	1	1	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>4</sup></b>								
Total	46	46	38	16	20	17	17	16
Ampliaciones de capital	45	45	38	15	19	16	17	16
De ellas, mediante OPS	12	8	7	2	1	0	0	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	2	3	1	1	1	0	0

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

2 Datos disponibles: mayo de 2013.

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

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

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN</b>								
Total	958,7	6.238,8	2.457,3	1.510,8	75,0	0,0	0,0	1.054,8
Mercado nacional	61,6	5.815,7	6,8	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores minoristas	2,5	2.206,3	4,1	1,5	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	1.509,2	75,0	0,0	0,0	1.054,8
<b>OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA</b>								
Total	609,5	127,0	1.231,4	50,6	404,8	776,0	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	50,6	404,8	776,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2013.

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

CUADRO 1.3

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	129	130	127	128	127	127	127	126
Sin Nuevo mercado	129	130	127	128	127	127	127	126
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	6	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	6	7	8	7	7	8	8	8
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	4	5	6	5	5	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	24	23	23	23
Madrid	13	13	11	11	11	11	11	11
Barcelona	18	17	13	14	14	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	3.059	3.034	3.015	3.011	3.023
Latibex	29	29	27	27	27	27	27	27

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	531.194,2	498.148,1	532.039,7	443.405,2	490.027,9	532.039,7	539.926,0	575.693,1
Sin Nuevo mercado	531.194,2	498.148,1	532.039,7	443.405,2	490.027,9	532.039,7	539.926,0	575.693,1
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	85.013,5	89.988,0	99.072,0	108.982,0	116.746,7
Ibex 35	322.806,6	320.672,5	324.442,0	272.514,9	302.019,9	324.442,0	321.700,5	341.086,5
Segundo mercado	109,9	59,7	20,6	57,8	46,3	20,6	72,8	76,2
Madrid	22,8	25,5	20,3	23,6	23,6	20,3	23,6	26,9
Barcelona	87,1	34,2	0,3	34,2	22,7	0,3	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	3.364,7	3.257,6	3.233,0	3.165,6	3.129,6
Madrid	1.454,7	833,3	667,1	682,9	673,4	667,1	629,0	630,5
Barcelona	3.580,2	3.242,3	2.945,9	3.053,6	2.953,6	2.945,9	2.874,6	2.838,1
Bilbao	45,9	328,8	77,8	78,9	78,9	77,8	248,7	234,1
Valencia	760,4	240,2	350,9	379,6	369,4	350,9	344,6	342,1
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	23.315,7	24.188,7	23.776,0	24.669,2	25.400,0
Latibex	210.773,5	402.008,5	350.635,5	358.599,2	369.568,3	350.635,5	342.939,4	327.585,6

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	196.896,4	151.267,7	168.208,0	160.019,8	104.460,8
Sin Nuevo mercado	1.026.478,5	917.383,3	691.558,3	196.896,4	151.267,7	168.208,0	160.019,8	104.460,8
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	963,9	851,6	780,8	1.168,9	826,1
Segundo mercado	3,0	2,3	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4
Madrid	2,8	1,7	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2
Barcelona	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
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	7,3	8,3	17,7	5,6	2,7
Madrid	15,7	16,1	3,0	0,4	0,8	0,3	2,5	0,3
Barcelona	135,7	26,4	37,7	6,9	7,4	9,0	3,1	2,4
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,0	0,0	8,5	0,0	0,0
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	8,1	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	1.104,5	947,0	1.060,0	1.238,1	825,8
Latibex	521,2	357,7	313,2	61,7	89,5	88,7	98,9	70,2

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
En sesión	983.584,5	873.485,4	658.891,4	187.871,7	143.171,9	159.082,8	153.802,1	101.524,0
Órdenes	541.879,8	505.870,1	299.022,0	81.004,3	61.468,6	52.601,8	85.760,3	54.768,8
Aplicaciones	58.678,1	69.410,4	80.617,0	30.160,1	21.441,3	16.986,8	13.449,6	10.570,5
Bloques	383.026,6	298.204,9	279.252,4	76.707,3	60.262,0	89.494,2	54.592,1	36.184,6
Fuera de hora	17.209,5	9.801,8	9.630,0	2.006,8	3.506,5	3.300,4	2.959,0	1.413,1
Autorizadas	2.660,5	3.492,6	7.936,9	2.301,0	2.202,6	2.406,5	1.099,4	491,8
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	9,6	0,0	0,0	0,0	220,1
OPV	1.448,2	3.922,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6
Toma de razón	2.273,4	2.212,7	545,0	539,7	2,4	3,0	3,0	0,0
Ejercicio de opciones	11.474,7	11.730,3	9.603,4	2.991,2	1.472,1	2.838,9	964,4	189,0
Operaciones de cobertura	7.515,8	8.521,5	4.942,0	1.176,4	912,3	576,3	1.192,0	620,2

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: mayo de 2013.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	556.246,7	493.602,4	395.859,3	115.376,8	79.731,5	102.447,3	103.130,3	76.660,2
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	598,0	518,3	199,2	100,3	16,8	6,1	62,3	66,0
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	65,9	73,0	44,4	7,0	11,1	10,3	12,4	4,0
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	36.195,9	35.626,7	34.915,1	33.174,2	39.075,3	34.915,1	33.761,3	34.880,9
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	9,9	7,0	1,2	13,2	1,6	1,2	4,9	14,1
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	5,0	3,9	2,5	2,2	2,5	2,5	1,9	2,5

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	115	101	71	29	19	32	19	14
Cédulas hipotecarias	25	30	26	11	15	11	9	6
Cédulas territoriales	6	7	11	7	2	0	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	39	23	24	12	6	8	6	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	5	3	2	0	1	1	1
Bonos de titulización	36	34	16	2	1	9	5	2
Programas de pagarés	58	49	35	12	5	9	4	2
De titulización	2	2	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	56	47	34	12	5	8	4	2
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	100	48	69	61	45
Cédulas hipotecarias	88	115	94	22	27	18	15	9
Cédulas territoriales	9	42	18	8	2	0	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	154	87	134	50	13	23	27	28
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	9	7	4	0	2	3	1
Bonos de titulización	36	45	35	2	1	17	11	4
Programas de pagarés	59	53	46	14	5	9	4	2
De titulización	2	2	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	57	51	45	14	5	8	4	2
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	91.425,1	60.679,5	84.903,7	44.462,4	20.887,7
Cédulas hipotecarias	34.378,5	67.226,5	102.170,0	33.350,0	29.800,0	13.020,0	9.195,0	5.290,0
Cédulas territoriales	5.900,0	22.334,2	8.974,0	4.100,0	1.674,0	0,0	95,0	220,0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356,0	20.191,7	86.441,5	15.230,7	91,1	39.814,9	15.595,4	1.888,7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968,0	7.125,9	3.563,1	1.592,3	0,0	842,5	424,8	15,0
Bonos de titulización	63.260,5	68.412,8	23.799,6	1.535,3	1.884,0	11.185,0	8.052,0	4.175,0
Tramo nacional	62.743,0	63.455,9	20.627,1	1.535,3	1.884,0	9.397,5	6.965,1	3.541,7
Tramo internacional	517,5	4.956,9	3.172,5	0,0	0,0	1.787,5	1.086,9	633,3
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	97.586,0	103.501,0	132.882,0	35.616,9	27.230,5	20.041,2	11.100,2	9.299,0
De titulización	5.057,0	2.366,0	1.821,0	630,0	275,0	300,0	180,0	150,0
Resto de pagarés	92.529,0	101.135,0	131.061,0	34.986,9	26.955,5	19.741,2	10.920,2	9.149,0
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	1.788,3	580,9	2.492,0	1.556,5	699,0
Emisiones aseguradas	299,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	193,0

1 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Total	223.404,5	278.656,0	363.952,5	85.145,2	69.879,2	81.533,4	44.982,2	22.175,1
Pagarés	99.784,4	102.042,0	134.346,9	32.233,4	31.278,3	18.964,1	12.581,9	8.533,1
Bonos y obligaciones	24.728,6	12.311,9	92.733,5	15.868,4	692,9	39.732,8	15.609,8	2.037,0
Cédulas hipotecarias	32.861,0	68.346,5	103.470,0	28.800,0	34.350,0	12.820,0	9.395,0	5.290,0
Cédulas territoriales	5.900,0	20.334,2	8.974,0	4.800,0	1.674,0	0,0	0,0	315,0
Bonos de titulización	60.030,5	75.421,4	24.428,1	3.443,3	1.884,0	10.016,5	7.395,5	6.000,0
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: mayo de 2013.

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	634	613	568	596	572	568	545	531
Renta fija privada	634	613	568	596	572	568	545	530
Pagarés	60	45	42	49	46	42	36	34
Bonos y obligaciones	93	91	95	96	94	95	93	93
Cédulas hipotecarias	33	43	49	46	50	49	50	51
Cédulas territoriales	12	13	18	18	19	18	12	12
Bonos de titulación	459	437	385	415	391	385	369	364
Participaciones preferentes	59	60	60	60	60	60	58	45
Bonos matador	12	12	11	12	12	11	11	10
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	-	1
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	-	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	-	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	3.630	4.382	4.907	5.285	5.208	4.907	4.459	4.241
Renta fija privada	3.630	4.382	4.907	5.285	5.208	4.907	4.459	4.093
Pagarés	958	1.778	2.529	2.757	2.762	2.529	2.150	1.866
Bonos y obligaciones	645	624	558	600	583	558	564	535
Cédulas hipotecarias	253	296	328	316	334	328	326	322
Cédulas territoriales	26	49	52	58	55	52	43	43
Bonos de titulación	1.641	1.527	1.334	1.446	1.366	1.334	1.272	1.247
Participaciones preferentes	93	94	94	94	94	94	92	69
Bonos matador	14	14	12	14	14	12	12	11
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	-	148
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	-	13
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	-	135
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	850.181,7	882.395,1	879.627,5	899.458,8	886.354,6	879.627,5	848.906,4	1.519.714,1
Renta fija privada	850.181,7	882.395,1	879.627,5	899.458,8	886.354,6	879.627,5	848.906,4	812.052,3
Pagarés	23.233,6	37.549,1	64.927,5	66.983,5	75.777,8	64.927,5	50.854,3	45.207,0
Bonos y obligaciones	146.077,7	131.756,8	161.225,4	132.981,0	125.944,4	161.225,4	168.809,8	156.032,6
Cédulas hipotecarias	195.734,8	241.149,7	293.142,8	283.064,8	309.736,1	293.142,8	288.052,8	277.232,8
Cédulas territoriales	18.350,0	31.884,2	33.314,3	35.284,2	33.579,6	33.314,3	31.014,3	30.268,3
Bonos de titulación	434.835,1	407.908,0	315.373,5	364.253,6	327.492,8	315.373,5	299.019,5	296.778,9
Participaciones preferentes	30.891,8	31.088,6	10.813,4	15.833,0	12.765,1	10.813,4	10.325,1	5.738,1
Bonos matador	1.058,8	1.058,8	830,7	1.058,8	1.058,8	830,7	830,7	794,6
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	-	707.661,8
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	-	90.396,2
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	-	617.265,7

1 Datos disponibles: mayo de 2013.

2 Importes nominales.

## AIAF. Contratación

Importes nominales en millones de euros	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	555.233,8	674.389,1	961.635,0	445.730,4	291.420,2
Renta fija privada	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	555.233,8	674.389,1	961.635,0	445.730,4	291.399,3
Pagarés	385.238,9	227.534,5	199.794,9	42.897,4	55.717,4	43.443,5	30.211,6	26.913,7
Bonos y obligaciones	922.393,1	484.705,8	164.098,6	40.927,5	44.398,4	37.341,6	104.970,8	48.854,4
Cédulas hipotecarias	271.441,8	662.177,0	994.071,3	168.803,9	302.081,0	275.727,2	115.745,9	64.304,2
Cédulas territoriales	14.458,2	544.780,9	595.599,6	180.778,2	108.473,6	127.290,5	22.225,5	31.987,5
Bonos de titulación	2.784.775,4	5.462.806,2	1.136.966,1	114.957,9	156.980,5	470.358,1	172.164,5	104.173,3
Participaciones preferentes	4.635,7	6.065,0	28.781,3	6.593,8	6.616,4	7.438,9	403,9	15.094,0
Bonos matador	175,7	116,3	443,2	275,1	121,8	35,1	8,3	72,2
Deuda Pública	-	-	-	-	-	-	-	20,9
Letras del Tesoro	-	-	-	-	-	-	-	3,4
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	-	-	-	-	-	17,5
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	4.383.118,7	7.388.185,7	3.119.755,1	555.233,8	674.389,1	961.635,0	445.730,4	291.420,2
Simple	288.927,3	343.099,6	428.838,0	121.364,6	78.110,9	77.828,8	66.158,8	79.904,1
Repo	304.493,2	198.514,7	108.771,9	29.885,1	18.513,0	18.811,8	18.095,0	12.116,6
Simultánea	3.789.698,3	6.846.571,5	2.582.145,2	403.984,2	577.765,2	864.994,5	361.476,7	199.399,4

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	553.896,6	487.543,3	454.385,7	129.837,4	84.419,9	82.251,6	71.301,0	60.493,7
Sociedades no financieras	162.949,5	131.765,2	77.452,1	17.333,2	19.618,1	19.089,8	16.710,7	6.882,3
Instituciones financieras	289.950,4	256.975,8	282.733,9	90.698,5	46.946,5	41.576,2	33.736,1	40.633,3
Entidades de crédito	102.372,1	139.538,2	207.555,6	68.400,6	38.309,4	31.434,2	21.555,2	28.769,3
IIC, seguros y fondos de pensiones	125.899,4	103.899,9	69.568,7	21.122,2	7.132,0	8.701,1	10.460,9	10.432,2
Otras entidades financieras	61.678,9	13.537,7	5.609,6	1.175,8	1.505,2	1.440,9	1.720,0	1.431,7
Administraciones públicas	3.117,7	2.602,7	5.448,2	747,2	1.005,9	322,3	479,4	560,7
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	14.244,4	10.230,3	11.517,9	2.373,7	3.137,1	3.213,5	1.106,1	4.044,2
Resto del mundo	83.634,6	85.969,3	77.233,7	18.684,8	13.712,3	18.049,8	19.268,7	8.373,2

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
Total	868,0	2.681,6	7.522,0	1.765,9	880,2	0,0	779,3	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	779,3	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	468,0	2.681,6	7.522,0	1.765,9	880,2	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	8	6	7	2	3	0	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	7	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	6	7	2	3	0	2	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: mayo de 2013.

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

CUADRO 1.14

NÚMERO DE EMISORES	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	60	59	52	56	55	52	51	48
Emisores privados	46	46	39	43	42	39	38	35
Sociedades no financieras	5	4	3	4	4	3	3	3
Instituciones financieras privadas	41	42	36	39	38	36	35	32
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	224	220	216	207
Emisores privados	145	133	122	124	125	122	122	111
Sociedades no financieras	7	6	3	5	5	3	3	3
Instituciones financieras privadas	138	127	119	119	120	119	119	108
Administraciones públicas <sup>2</sup>	102	107	98	100	99	98	94	96
Comunidades autónomas	64	74	67	69	68	67	65	61
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	41.091,3	43.817,5	37.636,4	45.444,9	43.726,1	37.636,4	36.778,1	31.367,4
Emisores privados	19.261,5	17.759,6	13.625,4	19.645,5	16.429,5	13.625,4	12.965,5	12.346,8
Sociedades no financieras	376,6	375,4	194,9	195,1	195,1	194,9	195,0	195,0
Instituciones financieras privadas	18.884,8	17.384,2	13.430,6	19.450,4	16.234,4	13.430,6	12.770,6	12.151,9
Administraciones públicas <sup>2</sup>	21.829,9	26.057,8	24.010,9	25.799,4	27.296,6	24.010,9	23.812,6	19.020,5
Comunidades autónomas	19.442,4	24.014,4	22.145,0	23.932,2	25.429,9	22.145,0	22.047,3	17.377,2

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Mercado electrónico	504,5	386,1	1.198,3	784,5	137,5	144,6	974,5	81,7
Corros	7.525,6	4.942,5	3.746,6	392,6	904,7	347,6	111,0	1.905,3
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	389,9	863,1	341,0	7,2	1.853,5
Bilbao	2,3	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	376,6	56,6	338,7	2,7	41,6	6,6	103,8	51,8
Deuda anotada	331,1	883,4	1.189,0	321,4	464,4	6,6	6,5	1,1
Deuda comunidades autónomas	62.029,0	63.443,7	54.015,1	14.588,0	13.761,1	12.521,7	8.393,9	11.722,6

1 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	265.966,0	84.090,9	40.034,0	9.235,0	4.979,0	6.841,0	11.401,0	9.651,0
Simples	110.011,0	81.905,0	40.034,0	9.235,0	4.979,0	6.841,0	11.401,0	9.651,0
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: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Sobre deuda	14	18	45.240	10.796	18.659	15.783	6.019	1.145
Futuro sobre bono notional <sup>2</sup>	14	18	45.240	10.796	18.659	15.783	6.019	1.145
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	6.946.167	5.819.264	5.410.311	1.884.757	1.370.029	1.035.203	1.375.908	1.056.167
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.280.999	5.291.956	4.745.067	1.683.154	1.183.751	856.141	1.238.369	960.461
Futuro mini sobre Ibex 35	357.926	307.411	242.477	95.423	62.721	34.786	47.616	33.242
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	-	3.154	2.162	382	210	1.015	584	51
Opción call mini	122.158	86.096	225.704	55.375	64.746	86.915	49.390	37.626
Opción put mini	185.083	133.801	194.902	50.423	58.601	56.347	39.949	24.787
Sobre acciones <sup>5</sup>	57.291.482	55.082.944	55.753.236	14.627.113	12.394.790	12.196.833	8.253.014	4.331.956
Futuros	19.684.108	24.758.956	21.220.876	6.357.895	3.397.488	4.377.763	4.199.543	956.382
Futuros sobre dividendos de acciones	-	-	25.000	0	0	23.500	24.300	0
Opción call	17.186.515	12.050.946	14.994.283	2.977.728	4.272.914	3.409.731	1.966.022	1.319.908
Opción put	20.420.859	18.273.042	19.513.077	5.291.490	4.724.388	4.385.839	2.063.149	2.055.666
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	373.113	267.713	161.376	51.603	28.209	42.392	49.336	20.414
Sobre índices <sup>7</sup>	604.029	451.016	266.422	71.498	61.078	55.070	35.316	12.769

1 Datos disponibles: mayo de 2013.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

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

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <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	1.202,9	751,3	957,7	1.505,4	463,8
Sobre acciones	2.537,4	3.211,7	2.231,7	685,2	468,2	568,6	909,9	287,1
Sobre índices	1.852,6	1.786,8	1.273,5	435,7	229,7	297,8	516,3	128,5
Otros <sup>3</sup>	525,4	546,0	329,1	82,0	53,3	91,4	79,1	48,2
Número de emisiones	8.375	9.237	7.073	1.798	1.319	2.223	3.326	758
Número de emisores	9	9	7	4	5	6	6	3
<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: mayo de 2013.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

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

CUADRO 1.19

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.603,2	1.550,2	762,9	178,6	195,2	145,7	207,4	129,7
Sobre acciones nacionales	759,8	654,2	349,0	78,0	94,9	72,4	94,3	58,3
Sobre acciones extranjeras	60,7	97,8	87,6	15,5	17,4	20,4	34,0	15,3
Sobre índices	689,5	518,2	268,6	73,4	75,1	44,5	70,1	49,7
Otros <sup>2</sup>	93,2	280,0	57,7	11,7	7,9	8,3	9,0	6,5
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.750	13.165	11.980	3.069	2.919	2.816	3.106	2.605
Número de emisores <sup>3</sup>	10	9	34	9	9	7	7	6
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	22,0	92,1	16,8	6,6	2,7	1,1	0,1	0,5
Número de emisiones <sup>3</sup>	16	32	13	4	3	2	1	1
Número de emisores <sup>3</sup>	2	2	7	2	2	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.229,7	3.495,4	2.935,7	815,5	1.027,0	454,0	639,1	896,4
Número de fondos	65	75	74	75	73	74	75	75
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	827,8	327,2	274,7	262,5	277,3	274,7	264,3	n.d.

1 Datos disponibles: mayo de 2013.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n.d.: Dato no disponible.

### 1.3.3 Derivados no financieros

#### Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.20

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <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	10.577	33.350	34.639	30.818	13.514

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: mayo 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	50	49	46	48	47	46	46	46
Sucursales	80	78	15	25	17	15	16	16
Representantes	6.560	6.589	6.267	6.531	6.305	6.267	6.263	6.263
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	45	45	41	45	43	41	41	41
Sucursales	13	14	10	12	12	10	10	10
Representantes	689	655	601	633	622	601	549	549
<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	2	2	2
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	58	82	101	97	101	101	107	111
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	186	187	172	188	181	172	165	163

1 Datos disponibles: mayo de 2013.

2 Empresa de servicios de inversión creada por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), y regulada por la Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total	2.671	2.814	2.992	2.907	2.950	2.992	3.036	3.063
ESI <sup>2</sup> en el Espacio Económico Europeo	2.238	2.377	2.534	2.459	2.501	2.534	2.578	2.604
Con sucursal	40	36	37	35	39	37	35	35
En libre prestación de servicios	2.198	2.341	2.497	2.424	2.462	2.497	2.543	2.569
Entidades de crédito <sup>3</sup>	433	437	458	448	449	458	458	459
Comunitarias	423	429	448	438	439	448	448	449
Con sucursal	55	55	55	56	55	55	55	55
En libre prestación de servicios	368	374	393	382	384	393	393	394
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: mayo 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	I 2012				I 2013			
	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total	Mercados organizados nacionales	Otros mercados nacionales	Mercados extranjeros	Total
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	810.305,1	1.711.997,7	185.669,9	2.707.972,7	616.241,8	1.730.437,7	121.386,6	2.468.066,1
Sociedades de valores	126.743,8	479.484,1	114.729,2	720.957,1	601.621,9	499.387,4	85.852,2	1.186.861,5
Agencias de valores	683.561,3	1.232.513,6	70.940,7	1.987.015,6	14.619,9	1.231.050,3	35.534,4	1.281.204,6
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	168.501,1	618,3	15.909,8	185.029,2	143.194,5	1.104,9	14.348,8	158.648,2
Sociedades de valores	164.298,0	430,6	14.579,8	179.308,4	138.226,7	479,7	11.722,9	150.429,3
Agencias de valores	4.203,1	187,7	1.330,0	5.720,8	4.967,8	625,2	2.625,9	8.218,9

1 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

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

CUADRO 2.4

Millones de euros	I 2012				I 2013			
	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total	Mercados organizados nacionales	Mercados organizados extranjeros	Mercados no organizados	Total
Total	465.907,8	1.277.144,6	117.791,1	1.860.843,5	578.589,0	962.230,8	135.250,5	1.676.070,3
Sociedades de valores	464.070,1	1.098.028,2	74.092,2	1.636.190,5	576.888,1	954.427,8	68.815,3	1.600.131,2
Agencias de valores	1.837,7	179.116,4	43.698,9	224.653,0	1.700,9	7.803,0	66.435,2	75.939,1

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

2 Datos acumulados del periodo. Periodicidad trimestral.

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

CUADRO 2.5

	I 2012			I 2013			
	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total	IIC <sup>2</sup>	Otras <sup>3</sup>	Total	
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>							
Total		144	11.570	11.714	123	10.860	10.983
Sociedades de valores		83	4.681	4.764	67	3.920	3.987
Agencias de valores		56	3.671	3.727	51	3.836	3.887
Sociedades gestoras de cartera		5	3.218	3.223	5	3.104	3.109
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>							
Total	2.147.924	7.597.017	9.744.941	1.618.616	8.242.095	9.860.711	
Sociedades de valores	927.511	2.963.183	3.890.694	1.053.239	2.625.150	3.678.389	
Agencias de valores	1.117.723	1.561.719	2.679.442	451.901	1.611.401	2.063.302	
Sociedades gestoras de cartera	102.690	3.072.115	3.174.805	113.476	4.005.544	4.119.020	

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de IIC residentes; así como gestión de IIC no residentes.

3 Incluye el resto de clientes, tanto cubiertos como no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones, según establece el RD 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

## Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado<sup>1</sup>

CUADRO 2.6

	I 2012			I 2013		
	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total <sup>2</sup>	Clientes minoristas	Clientes profesionales	Total <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>						
Total	7.706	129	7.856	9.335	264	9.654
Sociedades de valores	1.427	12	1.444	1.295	13	1.341
Agencias de valores	4.784	107	4.907	6.337	245	6.604
Sociedades gestoras de cartera	1.495	10	1.505	1.703	6	1.709
<b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b>						
Total	3.623.904	4.578.741	8.570.567	5.299.348	2.093.322	7.843.675
Sociedades de valores	891.979	66.060	1.252.394	619.965	24.231	978.055
Agencias de valores	2.081.895	1.059.386	3.214.848	3.955.705	1.568.975	5.641.826
Sociedades gestoras de cartera	650.030	3.453.295	4.103.325	723.678	500.116	1.223.794

1 Datos a final de periodo. Periodicidad trimestral.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	102.054	91.542	56.161	32.651	43.328	56.161	7.515	8.778
II. Comisiones netas	533.858	490.517	410.740	234.842	324.639	410.740	97.329	126.485
Comisiones percibidas	798.152	776.641	589.027	331.330	460.661	589.027	142.577	185.843
Tramitación y ejecución de órdenes	555.207	529.711	348.403	200.721	276.779	348.403	88.899	116.450
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.499	7.446	6.869	4.089	4.689	6.869	4.293	4.295
Depósito y anotación de valores	22.367	21.060	19.775	10.091	15.090	19.775	4.308	5.767
Gestión de carteras	13.880	16.186	14.883	6.881	10.005	14.883	3.544	4.751
Diseño y asesoramiento	53.722	60.712	12.067	26.539	19.856	12.067	4.551	5.726
Búsqueda y colocación de paquetes	36	485	50	25	31	50	15	19
Operaciones de crédito al mercado	9	8	8	6	6	8	6	6
Comercialización de IIC	65.487	59.588	45.050	23.113	33.927	45.050	11.374	15.472
Otras	78.944	81.446	141.924	59.864	100.278	141.924	25.586	33.357
Comisiones satisfechas	264.294	286.124	178.287	96.488	136.022	178.287	45.248	59.358
III. Resultado de inversiones financieras	48.588	271.956	9.403	92.439	39.959	9.403	36.603	49.287
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	26.081	-194.355	-28.522	-56.355	24.051	-28.522	-5.908	-5.742
V. Margen bruto	710.580	659.659	447.782	303.577	431.977	447.782	135.539	178.808
VI. Resultado de explotación	276.253	207.379	35.304	92.286	129.448	35.304	29.470	42.545
VII. Resultado de actividades continuadas	196.834	148.553	-12.057	78.460	107.043	-12.057	27.353	39.212
VIII. Resultado neto del ejercicio	196.834	148.553	-12.057	78.460	107.043	-12.057	27.353	39.212

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: abril de 2013.

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

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	Margen de intereses		Inversiones financieras		Diferencias de cambio y otras partidas		Total	
	I 2012	I 2013	I 2012	I 2013	I 2012	I 2013	I 2012	I 2013
Total	7.206	7.514	110	36.603	34.600	-10.563	41.916	33.554
Activos monetarios y deuda pública	712	1.430	4.975	5.035	-	-	5.687	6.465
Otros valores de renta fija	4.818	1.643	15.479	17.099	-	-	20.297	18.742
Cartera interior	4.323	746	11.783	15.422	-	-	16.106	16.168
Cartera exterior	495	897	3.696	1.678	-	-	4.191	2.575
Renta variable	2.021	3.869	129.313	-156.113	-	-	131.334	-152.244
Cartera interior	211	48	1.836	1.889	-	-	2.047	1.937
Cartera exterior	1.810	3.821	127.477	-158.002	-	-	129.287	-154.181
Derivados	-	-	-149.339	169.543	-	-	-149.339	169.543
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-987	-436	-	-	-	-	-987	-436
Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	-	-	-	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	2.216	615	-	-	-	-	2.216	615
Diferencias de cambio netas	-	-	-	-	29.760	-8.399	29.760	-8.399
Otros productos y cargas de explotación	-	-	-	-	6.350	2.490	6.350	2.490
Otras operaciones	-1.574	394	-318	1.039	-1.510	-4.654	-3.402	-3.221

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	1.629	2.481	1.912	946	1.401	1.912	391	552
II. Comisiones netas	109.165	97.886	93.246	46.663	67.075	93.246	24.515	33.424
Comisiones percibidas	126.055	112.351	108.198	53.623	77.220	108.198	28.394	38.640
Tramitación y ejecución de órdenes	38.176	36.354	38.112	17.993	28.968	38.112	10.384	13.578
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.748	2.870	3.128	1.620	1.871	3.128	199	396
Depósito y anotación de valores	366	441	576	311	458	576	138	192
Gestión de carteras	19.489	12.352	14.476	5.487	8.356	14.476	3.044	4.224
Diseño y asesoramiento	3.618	5.349	3.123	2.455	3.822	3.123	1.065	1.295
Búsqueda y colocación de paquetes	304	61	88	0	0	88	55	55
Operaciones de crédito al mercado	27	42	30	14	23	30	3	3
Comercialización de IIC	23.946	21.381	25.949	9.880	15.124	25.949	7.111	9.617
Otras	37.381	33.500	22.715	15.864	18.599	22.715	6.396	9.281
Comisiones satisfechas	16.890	14.465	14.952	6.960	10.145	14.952	3.879	5.216
III. Resultado de inversiones financieras	456	622	1.255	787	1.093	1.255	91	200
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.416	-1.539	-1.459	-953	-1.340	-1.459	-208	-302
V. Margen bruto	109.834	99.450	94.954	47.443	68.229	94.954	24.789	33.874
VI. Resultado de explotación	9.457	7.758	4.598	2.589	3.398	4.598	3.375	5.390
VII. Resultado de actividades continuadas	6.452	5.489	3.583	2.357	2.960	3.583	3.373	5.330
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.452	5.489	3.583	2.357	2.960	3.583	3.373	5.330

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: abril de 2013.

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

CUADRO 2.10

Miles de euros <sup>1</sup>	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	407	682	733	390	559	733	182	241
II. Comisiones netas	10.097	7.988	7.879	3.832	5.921	7.879	2.014	2.772
Comisiones percibidas	20.994	18.477	17.887	8.864	13.408	17.887	4.625	6.286
Gestión de carteras	18.020	16.582	16.307	8.115	12.168	16.307	4.226	5.751
Diseño y asesoramiento	1.160	1.894	1.579	749	1.240	1.579	399	534
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	5.032	7.487	10.008	2.611	3.514
III. Resultado de inversiones financieras	51	186	4	-51	-41	4	-7	8
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	22	-11	-1	48	9	-1	19	9
V. Margen bruto	10.577	8.845	8.615	4.219	6.448	8.615	2.208	3.030
VI. Resultado de explotación	1.154	1.526	1.406	639	1.071	1.406	474	730
VII. Resultado de actividades continuadas	939	1.042	953	439	728	953	316	486
VIII. Resultado neto del ejercicio	939	1.042	953	439	728	953	316	486

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: abril de 2013.

## Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

Miles de euros	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe		<50	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1000	>1000
	total	% <sup>2</sup>										
Total	1.106.049	319,33	15	22	8	3	15	11	3	8	2	6
Sociedades de valores	1.040.039	355,90	2	8	3	2	11	7	3	4	1	5
Agencias de valores	53.556	160,50	11	13	5	1	3	3	0	4	0	1
Sociedades gestoras de cartera	12.454	59,97	2	1	0	0	1	1	0	0	1	0

1 Datos disponibles: marzo de 2013.

2 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.12

	Media <sup>3</sup>	Pérdidas	Número de entidades según su rentabilidad anualizada								
			0-5%	6-15%	16-30%	31-45%	46-60%	61-75%	76-100%	>100%	
Total	9,99	29	15	19	14	6	3	4	1	2	
Sociedades de valores	9,72	13	10	9	9	2	2	0	1	0	
Agencias de valores	15,20	14	4	8	4	4	1	4	0	2	
Sociedades gestoras de cartera	6,59	2	1	2	1	0	0	0	0	0	

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Datos disponibles: marzo de 2013.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2009	2010	2011	2011		2012	
				I	II	I	II
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>							
Total	1.410.985	15.802.743	16.033.109	16.498.814	16.033.109	14.663.856	14.769.051
Clientes minoristas	364.284	1.715.084	2.181.943	1.895.320	2.181.943	2.415.002	3.259.987
Clientes profesionales	1.046.702	13.995.206	13.831.973	14.501.823	13.831.973	12.205.216	11.454.933
Otros	0	92.453	19.193	101.671	19.193	43.638	54.132
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>							
Total	3.183	20.745	31.052	14.116	31.052	13.940	25.828
Comisiones percibidas	3.183	20.629	30.844	14.080	30.844	13.855	25.653
Otros ingresos	0	116	209	36	209	85	175
<b>PATRIMONIO NETO</b>							
Total	1.500	10.057	12.320	10.469	12.320	13.098	15.249
Capital social	1.043	3.014	3.895	3.386	3.895	4.328	4.485
Reservas y remanentes	36	242	950	2.915	950	5.904	7.139
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	421	6.801	7.474	4.168	7.474	2.866	3.626

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.627	5.460	5.246	5.373	5.293	5.246	5.243	5.236
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.284	2.224	2.205	2.207	2.195
Sociedades de inversión	3.133	3.056	2.981	3.025	3.007	2.981	2.979	2.983
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	28	26	24	24	24
IIC de inversión libre	33	36	36	36	36	36	33	34
Total IIC inmobiliarias	16	14	14	14	14	14	15	15
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	8	9	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	660	739	754	743	749	754	753	764
Fondos extranjeros comercializados en España	379	426	421	421	418	421	417	421
Sociedades extranjeras comercializadas en España	281	313	333	322	331	333	336	343
SGIIC	123	114	105	110	110	105	105	102
Depositarias IIC	114	97	84	90	87	84	83	80

1 Datos disponibles: mayo de 2013.

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

CUADRO 3.2

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I <sup>1</sup>	II <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.578.524	5.249.813	4.815.636	5.046.010	4.939.311	4.815.636	4.927.984	4.982.344
Fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.634.772	4.531.940	4.410.771	4.523.140	4.576.878
Sociedades de inversión	417.635	414.620	404.865	411.238	407.371	404.865	404.844	405.466
Total IIC inmobiliarias	76.223	30.678	26.155	28.655	28.522	26.155	25.069	23.759
Fondos de inversión inmobiliaria	75.280	29.735	25.218	27.716	27.587	25.218	24.048	22.738
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	943	937	939	935	937	1.021	1.021
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	865.767	761.380	817.309	789.088	819.911	817.309	887.121	-
Fondos extranjeros comercializados en España	193.233	177.832	163.255	180.064	186.878	163.255	186.449	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	666.534	583.548	654.054	609.024	633.033	654.054	700.672	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril 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	
				II	III	IV	I <sup>1</sup>	II <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	170.073,1	155.982,6	147.722,2	148.594,6	149.122,7	147.722,2	154.845,3	158.479,8
Fondos de inversión <sup>3</sup>	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.120,7	125.108,2	124.040,4	130.295,4	133.497,7
Sociedades de inversión	26.155,0	23.614,0	23.681,8	23.473,9	24.014,5	23.681,8	24.549,9	24.982,1
Total IIC inmobiliarias	6.437,5	4.807,1	4.485,5	4.691,2	4.608,6	4.485,5	4.915,2	4.892,3
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.386,0	4.313,9	4.201,5	4.071,4	4.050,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	305,1	294,7	284,1	843,8	841,9
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	36.692,9	29.969,5	37.990,7	34.555,4	38.409,5	37.990,7	44.504,2	-
Fondos extranjeros comercializados en España	8.535,9	6.382,9	6.248,7	7.199,6	7.591,8	6.248,7	7.599,1	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	28.156,9	23.586,6	31.742,0	27.355,8	30.817,7	31.742,0	36.945,1	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: abril 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 marzo de 2013, del orden de 3.400 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
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Patrimonio	143.918,2	132.368,6	124.040,4	131.994,5	125.120,7	125.108,2	124.040,4	130.295,4
Cartera de inversiones financieras	137.295,4	126.370,0	118.446,5	125.415,1	119.257,1	119.558,0	118.446,5	123.616,6
Cartera interior	89.630,2	90.394,4	82.929,6	88.306,4	83.543,1	83.428,6	82.929,6	88.257,3
Valores representativos de deuda	68.575,1	72.076,1	65.999,1	71.341,6	67.492,7	67.268,2	65.999,1	67.522,7
Instrumentos de patrimonio	3.829,2	3.087,0	3.140,8	2.896,1	2.812,9	2.942,0	3.140,8	3.327,5
Instituciones de inversión colectiva	7.338,6	6.038,5	3.170,7	3.827,9	3.566,2	3.326,8	3.170,7	3.563,9
Depósitos en EECC	9.460,8	8.961,2	10.333,3	10.049,9	9.415,4	9.650,0	10.333,3	13.647,7
Derivados	426,2	231,5	285,7	191,0	256,0	241,6	285,7	195,5
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	37.097,8	35.708,0	36.123,3	35.512,7	35.355,8
Valores representativos de deuda	30.337,4	22.713,5	20.493,9	22.699,0	21.937,0	21.553,5	20.493,9	18.969,8
Instrumentos de patrimonio	8.385,8	7.037,3	7.668,6	7.443,8	7.069,7	7.452,0	7.668,6	8.241,2
Instituciones de inversión colectiva	8.404,7	6.061,6	7.112,3	6.746,4	6.485,3	6.928,3	7.112,3	7.904,4
Depósitos en EECC	108,0	23,0	45,8	58,8	59,8	37,4	45,8	36,9
Derivados	387,1	131,6	191,6	149,1	154,7	151,5	191,6	203,1
Otros	3,6	1,1	0,6	0,7	1,5	0,6	0,6	0,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	38,6	7,5	4,2	10,9	6,0	6,1	4,2	3,6
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	6.398,4	5.630,4	5.324,0	5.374,7	6.397,1
Neto deudores/acreedores	91,4	161,1	219,2	181,0	233,3	226,2	219,2	281,6

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
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Patrimonio	26.155,0	23.614,0	23.681,8	24.465,8	23.473,9	24.014,5	23.681,8	24.549,9
Cartera de inversiones financieras	25.187,3	22.521,9	22.512,4	23.175,1	22.149,6	22.300,8	22.512,4	23.310,1
Cartera interior	12.881,4	12.385,3	11.568,0	12.695,2	11.613,0	11.196,4	11.568,0	11.859,7
Valores representativos de deuda	5.435,9	7.460,8	6.021,4	7.415,2	7.006,9	6.562,6	6.021,4	5.937,5
Instrumentos de patrimonio	2.988,6	2.508,5	2.271,7	2.385,9	2.275,2	2.149,5	2.271,7	2.336,8
Instituciones de inversión colectiva	758,7	667,4	701,0	694,0	646,1	650,7	701,0	800,6
Depósitos en EECC	3.675,2	1.721,7	2.531,9	2.164,7	1.649,6	1.794,8	2.531,9	2.740,9
Derivados	-5,9	-5,2	7,7	1,9	1,4	4,0	7,7	10,0
Otros	29,0	32,2	34,3	33,4	33,9	34,6	34,3	33,9
Cartera exterior	12.298,1	10.131,1	10.940,2	10.473,9	10.531,5	11.100,0	10.940,2	11.446,1
Valores representativos de deuda	3.606,8	3.070,6	2.489,2	2.966,6	3.024,4	2.972,9	2.489,2	2.217,1
Instrumentos de patrimonio	4.166,0	3.384,3	3.587,8	3.493,5	3.345,4	3.433,4	3.587,8	3.822,5
Instituciones de inversión colectiva	4.390,5	3.516,3	4.700,2	3.840,0	3.997,7	4.523,9	4.700,2	5.261,0
Depósitos en EECC	12,1	10,8	14,0	13,8	12,1	11,0	14,0	13,5
Derivados	119,9	145,1	147,1	156,3	147,6	154,6	147,1	130,2
Otros	2,8	3,9	1,8	3,9	4,2	4,2	1,8	1,7
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	5,5	4,3	6,0	5,1	4,4	4,3	4,3
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	832,0	854,6	959,7	1.071,7	1.030,2	1.530,9	959,7	1.076,2
Neto deudores/acreedores	135,5	237,4	209,6	218,8	294,0	182,7	209,6	163,4

1 Datos provisionales.

	2010	2011	2012	2012			2013	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.408	2.310	2.185	2.255	2.197	2.185	2.185	2.176
Renta fija <sup>3</sup>	537	508	454	479	459	454	448	439
Renta fija mixta <sup>4</sup>	160	140	125	132	128	125	126	127
Renta variable mixta <sup>5</sup>	138	128	117	122	119	117	120	124
Renta variable euro	172	148	127	135	129	127	126	122
Renta variable internacional	232	220	211	220	214	211	209	205
Garantizado renta fija	276	351	398	385	393	398	409	414
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	499	420	361	384	369	361	348	341
Fondos globales	192	203	192	198	194	192	182	176
De gestión pasiva	61	59	85	75	75	85	103	114
Retorno absoluto	141	133	115	125	117	115	114	112
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.634.772	4.531.940	4.410.771	4.523.140	4.576.878
Renta fija <sup>3</sup>	1.622.664	1.384.946	1.261.634	1.326.504	1.297.686	1.261.634	1.283.052	1.308.994
Renta fija mixta <sup>4</sup>	270.341	206.938	188.574	195.137	193.992	188.574	194.084	197.496
Renta variable mixta <sup>5</sup>	171.336	145.150	138.096	141.784	140.387	138.096	140.132	141.331
Renta variable euro	266.395	237.815	220.450	225.774	220.342	220.450	231.881	233.449
Renta variable internacional	501.138	448.539	398.664	432.816	417.276	398.664	409.552	412.985
Garantizado renta fija	790.081	1.042.658	1.075.852	1.070.002	1.082.897	1.075.852	1.114.875	1.124.575
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	1.065.426	912.298	727.880	832.332	783.203	727.880	703.587	682.868
Fondos globales	105.720	127.336	101.321	105.966	105.824	101.321	104.718	106.686
De gestión pasiva	90.343	100.416	125.003	108.166	110.678	125.003	170.399	196.855
Retorno absoluto	277.445	229.097	173.297	196.291	179.655	173.297	170.860	170.413
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.120,7	125.108,2	124.040,4	130.295,4	133.497,7
Renta fija <sup>3</sup>	56.614,6	46.945,5	40.664,6	42.837,8	41.512,2	40.664,6	42.690,3	43.905,0
Renta fija mixta <sup>4</sup>	7.319,0	5.253,6	5.500,9	5.430,9	5.512,9	5.500,9	5.965,6	6.133,2
Renta variable mixta <sup>5</sup>	3.470,5	2.906,1	3.179,9	3.040,3	3.116,2	3.179,9	3.593,6	3.741,7
Renta variable euro	5.356,8	4.829,2	5.270,2	4.516,5	4.891,7	5.270,2	5.691,8	5.910,5
Renta variable internacional	8.037,3	6.281,2	6.615,0	6.373,7	6.663,2	6.615,0	7.224,0	7.316,7
Garantizado renta fija	26.180,2	35.058,0	36.445,0	35.421,7	36.489,9	36.445,0	37.653,1	38.147,8
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	22.046,5	18.014,5	14.413,2	15.943,0	15.383,0	14.413,2	13.925,5	13.660,2
Fondos globales	4.440,3	5.104,7	4.358,6	4.272,1	4.288,4	4.358,6	4.366,9	4.441,4
De gestión pasiva	2.104,8	1.986,2	2.991,2	2.190,9	2.456,2	2.991,2	4.511,4	5.522,3
Retorno absoluto	8.348,1	5.989,7	4.601,9	5.093,9	4.794,4	4.601,9	4.673,3	4.702,0

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

2 Datos disponibles: abril 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	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	5.160.889	4.835.193	4.410.771	4.634.772	4.531.940	4.410.771	4.523.140	4.576.878
Personas físicas	5.019.902	4.706.193	4.293.071	4.509.469	4.410.151	4.293.071	4.400.031	4.451.472
Residentes	4.954.891	4.645.384	4.237.534	4.451.177	4.353.203	4.237.534	4.344.170	4.395.487
No residentes	65.011	60.809	55.537	58.292	56.948	55.537	55.861	55.985
Personas jurídicas	140.987	129.000	117.700	125.303	121.789	117.700	123.109	125.406
Entidades de crédito	524	490	473	492	485	473	500	494
Otros agentes residentes	139.550	127.765	116.589	124.123	120.632	116.589	121.922	124.217
Entidades no residentes	913	745	638	688	672	638	687	695
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	143.918,1	132.368,6	124.040,4	125.120,7	125.108,2	124.040,4	130.295,4	133.497,7
Personas físicas	113.660,6	106.627,6	101.963,8	102.223,9	102.386,1	101.963,8	106.634,4	108.862,2
Residentes	111.900,1	105.088,0	100.515,7	100.763,1	100.914,7	100.515,7	105.154,3	107.356,8
No residentes	1.760,5	1.539,6	1.448,0	1.460,9	1.471,4	1.448,0	1.480,1	1.505,3
Personas jurídicas	30.257,5	25.741,1	22.076,6	22.896,8	22.722,0	22.076,6	23.661,0	24.635,5
Entidades de crédito	1.926,1	1.446,7	1.075,4	1.274,6	1.258,3	1.075,4	610,5	568,6
Otros agentes residentes	27.644,6	23.880,7	20.657,1	21.259,1	21.116,5	20.657,1	22.662,2	23.648,9
Entidades no residentes	686,9	413,7	344,1	363,1	347,2	344,1	388,2	418,0

<sup>1</sup> Datos disponibles: abril 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
				I	II	III	IV	I
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	78.805,2	58.145,0	51.006,7	12.932,8	11.127,7	18.221,5	8.724,7	17.899,8
Renta fija	41.656,1	27.206,2	32.924,2	7.776,1	5.897,5	14.366,3	4.884,3	9.266,2
Renta fija mixta	3.538,8	1.332,4	1.440,2	358,9	379,1	310,6	391,6	784,9
Renta variable mixta	1.221,7	815,7	590,0	101,5	196,1	94,7	197,7	396,6
Renta variable euro	1.673,0	2.085,0	1.257,5	284,5	350,6	312,1	310,3	699,9
Renta variable internacional	4.455,2	3.835,1	1.693,8	561,2	385,1	393,4	354,1	698,3
Garantizado renta fija	11.513,4	13.965,7	7.976,3	2.340,3	2.538,7	1.851,5	1.245,8	2.956,0
Garantizado renta variable	5.120,1	2.570,7	1.420,7	474,4	494,9	272,4	179	469,3
Fondos globales	3.018,1	3.261,6	1.270,9	468,3	295,8	168,6	338,2	500,8
De gestión pasiva	683,8	924,7	1.402,2	249,6	366,8	263,6	522,2	1.689,9
Retorno absoluto	5.924,8	2.147,7	1.031,0	318,1	223,1	188,3	301,5	437,9
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	104.385,6	68.983,6	63.744,4	14.585,3	15.465,6	21.398,1	12.295,4	13.654,7
Renta fija	68.806,1	37.633,9	38.767,8	8.503,0	7.859,9	16.247,2	6.157,7	7.353,2
Renta fija mixta	4.955,7	3.258,1	2.215,4	596,8	626,3	484,2	508,1	471,7
Renta variable mixta	1.311,8	1.136,2	973,1	235,5	323,6	163,0	251	185,2
Renta variable euro	2.369,9	1.933,0	1.421,2	436,0	336,8	314,2	334,2	425,3
Renta variable internacional	3.303,3	4.652,7	2.114,4	575,2	549,3	449,3	540,6	583,0
Garantizado renta fija	6.797,4	6.737,4	8.829,3	1.756,2	3.059,8	1.793,0	2.220,3	2.427,3
Garantizado renta variable	7.620,2	5.632,3	4.944,2	1.206,0	1.365,9	1.077,5	1.294,8	1.030,3
Fondos globales	2.694,4	2.316,3	1.278,4	310,4	367,6	269,7	330,7	301,1
De gestión pasiva	1.474,1	1.199,2	830,1	220,3	252,2	195,8	161,8	467,2
Retorno absoluto	5.053,0	4.484,7	2.370,4	745,8	724,2	404,2	496,2	410,4

<sup>1</sup> Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-25.580,6	-10.853,1	-14.597,3	-3.421,1	-4.419,4	-3.177,2	-3.579,6	4.224,4
Renta fija	-27.149,9	-10.423,6	-7.739,7	-2.496,5	-2.060,0	-1.885,4	-1.297,8	1.729,5
Renta fija mixta	-1.417,0	-1.980,4	-18,8	302,2	-167,8	-46,1	-107,1	419,0
Renta variable mixta	-90,0	-375,5	35,8	219,8	-100,8	-45,2	-38,0	349,0
Renta variable euro	-696,9	142,0	-115,4	-171,8	18,2	13,5	24,7	275,0
Renta variable internacional	1.152,1	-796,0	-425,3	-17,2	-180,8	-38,6	-188,7	122,3
Garantizado renta fija	4.716,0	7.809,3	-338,8	749,0	-430,5	215,7	-873,0	537,8
Garantizado renta variable	-2.500,1	-4.053,9	-4.225,9	-896,4	-1.030,4	-1.040,2	-1.258,9	-651,9
Fondos globales	323,6	972,2	-1.021,0	-710,2	-199,8	-105,5	-5,5	-61,0
De gestión pasiva	-790,3	60,8	823,8	30,2	233,6	140,0	420,0	1.477,0
Retorno absoluto	871,7	-2.207,9	-1.571,9	-430,2	-501,0	-385,4	-255,3	27,7
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	135,7	-673,3	6.289,3	3.053,1	-2.452,8	3.175,6	2.513,4	2.035,2
Renta fija	64,5	744,9	1.459,6	653,0	-203,9	560,1	450,4	296,4
Renta fija mixta	-56,4	-85,1	266,1	131,1	-88,2	128,2	95,0	45,8
Renta variable mixta	-53,4	-189,0	238,2	108,3	-93,0	121,1	101,8	64,7
Renta variable euro	-254,1	-666,9	558,8	158,2	-316,1	361,8	354,9	146,5
Renta variable internacional	877,4	-947,2	759,1	549,2	-258,8	328,2	140,5	486,7
Garantizado renta fija	-170,4	1.070,4	1.727,4	870,5	-824,3	852,8	828,4	670,5
Garantizado renta variable	-392,8	21,8	624,5	290,5	-435,2	480,2	289,0	164,2
Fondos globales	123,1	-307,8	274,9	151,1	-73,7	121,8	75,7	69,3
De gestión pasiva	-109,7	-163,9	196,8	42,7	-96,5	135,6	115,0	47,4
Retorno absoluto	107,7	-150,5	184,1	98,4	-63,0	85,8	62,9	43,7

**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
				I	II	III	IV	I
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,09	0,45	6,03	2,56	-1,73	2,83	2,31	1,86
Renta fija	0,78	2,28	4,33	1,65	-0,30	1,58	1,34	0,92
Renta fija mixta	0,61	-0,15	6,05	2,59	-1,33	2,65	2,06	1,09
Renta variable mixta	0,11	-4,30	9,20	3,71	-2,67	4,34	3,68	2,25
Renta variable euro	-3,05	-10,77	12,84	3,70	-6,40	8,15	7,49	3,10
Renta variable internacional	14,80	-11,05	13,51	8,70	-3,51	5,48	2,60	7,57
Garantizado renta fija	-0,11	3,77	5,30	2,51	-2,30	2,58	2,50	2,00
Garantizado renta variable	-0,46	1,29	5,26	1,97	-2,34	3,36	2,26	1,45
Fondos globales	4,15	-4,55	7,80	3,79	-1,42	3,18	2,11	1,97
De gestión pasiva	-2,50	-6,27	7,99	2,38	-4,46	5,92	4,23	1,42
Retorno absoluto	2,49	-0,90	4,93	1,99	-0,90	2,11	1,67	1,24
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,91	0,93	0,94	0,24	0,23	0,23	0,24	0,24
Renta fija	0,65	0,64	0,66	0,17	0,16	0,16	0,17	0,17
Renta fija mixta	1,20	1,17	1,10	0,29	0,27	0,27	0,27	0,28
Renta variable mixta	1,65	1,59	1,51	0,39	0,38	0,37	0,36	0,37
Renta variable euro	1,78	1,80	1,77	0,44	0,44	0,44	0,44	0,43
Renta variable internacional	1,84	1,77	1,74	0,47	0,43	0,41	0,42	0,46
Garantizado renta fija	0,62	0,72	0,79	0,19	0,19	0,20	0,21	0,21
Garantizado renta variable	1,24	1,24	1,23	0,30	0,30	0,31	0,31	0,30
Fondos globales	1,06	1,11	1,01	0,33	0,23	0,23	0,22	0,31
De gestión pasiva	0,72	0,75	0,81	0,22	0,20	0,20	0,19	0,18
Retorno absoluto	1,06	1,08	1,03	0,30	0,26	0,23	0,24	0,29
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,10	0,12	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,11	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,10	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I
Total fondos de inversión	0,35	-0,08	5,50	2,41	-1,75	2,72	2,08	1,64
Renta fija	0,11	1,56	3,54	1,51	-0,47	1,35	1,12	0,76
Renta fija mixta	-0,54	-1,34	4,95	2,30	-1,55	2,41	1,75	0,83
Renta variable mixta	-0,98	-5,64	7,83	3,25	-2,90	4,12	3,30	2,02
Renta variable euro	-2,94	-11,71	12,31	3,34	-6,34	8,16	7,28	3,05
Renta variable internacional	14,22	-10,83	13,05	8,91	-3,63	5,27	2,32	7,49
Garantizado renta fija	-0,67	3,28	4,85	2,48	-2,32	2,42	2,27	1,72
Garantizado renta variable	-1,79	0,14	5,07	1,63	-2,43	3,89	1,99	1,16
Fondos globales	3,22	-4,64	7,44	3,56	-1,23	2,93	2,03	1,75
De gestión pasiva	-2,36	-7,33	7,10	1,97	-4,31	5,44	4,04	0,96
Retorno absoluto	1,53	-1,87	3,84	1,68	-1,04	1,82	1,36	1,01

## IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	1.852	2.047	2.427	2.077	2.169	2.305	2.427	2.425
Patrimonio (millones de euros)	646,2	728,1	918,6	775,3	774,5	828,7	918,6	964,4
Suscripciones (millones de euros)	236,6	201,1	347,6	71,5	60,7	83,0	132,4	75,0
Reembolsos (millones de euros)	268,6	92,5	212,7	49,8	43,8	50,9	68,2	52,8
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-32,0	108,6	134,8	21,7	16,8	32,1	64,2	22,2
Rendimientos netos (millones euros)	26,3	-26,5	55,7	25,5	-17,7	22,2	25,7	23,0
Rentabilidad (en %)	5,37	-2,60	7,11	3,66	-2,42	2,66	3,15	2,64
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	6,33	-1,88	8,00	3,60	-1,48	2,72	3,01	2,76
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	1,91	1,66	1,38	0,37	0,32	0,32	0,36	0,31
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>								
Participes	4.404	3.805	3.338	3.592	3.607	3.513	3.338	3.307
Patrimonio (millones de euros)	694,9	573,0	540,0	568,0	561,4	561,3	540,0	543,1
Suscripciones (millones de euros)	47,9	10,6	23,6	2,0	7,4	13,7	0,5	-
Reembolsos (millones de euros)	184,8	120,1	74,3	13,5	13,2	21,2	26,4	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-136,9	-109,6	-50,8	-11,5	-5,9	-7,5	-25,9	-
Rendimientos netos (millones euros)	21,7	-12,3	17,6	6,4	-0,7	7,4	4,5	-
Rentabilidad (en %)	3,15	-1,70	0,88	1,15	-2,21	1,38	0,60	1,50
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	4,38	-0,47	4,56	1,45	0,16	1,66	1,22	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,25	1,25	1,28	0,32	0,30	0,32	0,33	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: febrero de 2013. Rentabilidad calculada para el periodo diciembre-febrero.

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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Fondos de inversión	2.429	2.341	2.205	2.284	2.224	2.205	2.207	2.195
Sociedades de inversión	3.068	3.002	2.922	2.967	2.949	2.922	2.922	2.921
IIC de IIC de inversión libre	32	27	24	28	26	24	24	24
IIC de inversión libre	31	35	35	35	35	35	33	34
Fondos de inversión inmobiliaria	8	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	8	8	8	8	9	9
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	143.918,2	132.368,6	124.040,4	125.120,7	125.108,2	124.040,4	130.295,4	133.497,7
Sociedades de inversión	25.361,3	23.037,8	23.011,0	22.849,4	23.363,1	23.011,0	23.936,4	24.295,6
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	694,9	573,0	539,6	561,4	561,3	539,6	543,1	-
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	643,5	694,7	882,5	738,0	791,0	882,5	964,4	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.386,0	4.313,9	4.201,5	4.071,4	4.050,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	321,9	312,5	284,1	305,1	294,7	284,1	843,8	841,9

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: abril de 2013.

3 Datos disponibles para el primer trimestre de 2013: febrero de 2013.

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

CUADRO 3.14

	2010	2011	2012	2012				2013
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	36.692,9	29.969,5	37.990,7	31.835,1	34.555,4	38.409,5	37.990,7	44.504,2
Fondos	8.535,9	6.382,9	6.248,7	6.595,4	7.199,6	7.591,8	6.248,7	7.559,1
Sociedades	28.156,9	23.586,6	31.742,0	25.239,7	27.355,8	30.817,7	31.742,0	36.945,1
<b>Nº DE INVERSORES</b>								
Total	865.767	761.380	817.309	768.467	789.088	819.911	817.309	887.121
Fondos	193.233	177.832	163.255	175.819	180.064	186.878	163.255	186.449
Sociedades	666.534	583.548	654.054	592.648	609.024	633.033	654.054	700.672
<b>Nº DE INSTITUCIONES</b>								
Total	660	739	754	765	743	749	754	753
Fondos	379	426	421	445	421	418	421	417
Sociedades	281	313	333	320	322	331	333	336
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	290	297	310	303	302	308	310	307
Francia	225	284	272	300	278	279	272	276
Irlanda	75	87	90	90	89	90	90	90
Alemania	20	20	31	20	22	23	31	31
Reino Unido	16	19	22	20	21	21	22	22
Holanda	1	1	1	1	1	1	1	1
Austria	27	25	23	25	24	20	23	21
Bélgica	5	5	3	5	5	5	3	3
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	0	1	0	0	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	
				II	III	IV	I	II <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	7	6	6	6	6	6	6	6
Participes	75.280	29.735	25.218	27.716	27.587	25.218	24.048	22.738
Patrimonio (millones de euros)	6.115,6	4.494,6	4.201,5	4.386,0	4.313,9	4.201,5	4.071,4	4.050,4
Rentabilidad (%)	-4,74	-3,23	-5,53	-1,23	-1,64	-1,93	-2,59	-0,61
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	8	8	8	8	8	8	9	9
Accionistas	943	943	937	939	935	937	1.021	1.021
Patrimonio (millones de euros)	321,9	312,5	284,1	305,1	294,7	284,1	843,8	841,9

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

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













