BBVA | RESEARCH

Observatorio Económico

España

Madrid, septiembre de 2012
Análisis Económico

La rentabilidad privada y fiscal de la educación en España

- **La tasa de rentabilidad real de la educación post-obligatoria en España se sitúa generalmente por encima del 5% y llega a alcanzar valores en torno al 7%** en el caso del bachillerato y de los estudios universitarios de grado (tanto de ciclo corto como de ciclo largo) – lo que convierte a la permanencia en el sistema escolar o universitario en una inversión muy atractiva para el individuo medio.

- **El aumento de ingresos tributarios derivado de un año adicional de escolarización permite recuperar una buena parte del gasto público** directo en la mayor parte de los estudios post-obligatorios.

- **Las repeticiones de curso y el abandono escolar aumentan entre un 30% y un 63% el número de años de trabajo estudiantil** necesarios para aprobar un curso académico, con el consiguiente aumento de los costes educativos.

- **El fracaso escolar reduce entre 2 y 4,5 puntos porcentuales la rentabilidad privada de la educación secundaria y de los estudios de grado universitario.** Sus costes explícitos e implícitos para el erario público, incluyendo el valor presente de la pérdida de ingresos tributarios futuros, suponen en promedio un 60% del gasto directo del sector público en el sistema educativo.

* Este Observatorio forma parte de un proyecto de investigación de A. de la Fuente con BBVA Research.

La rentabilidad privada y fiscal de la educación en España

Todo individuo que permanece en el sistema educativo más allá de la edad exigida por la ley se enfrenta en cada momento de su carrera académica con la necesidad de decidir si continúa su educación o la abandona para incorporarse a tiempo completo al mercado de trabajo. Aunque otros factores ciertamente también son relevantes, la opción de continuar estudiando es al menos en parte una decisión de inversión por cuanto comporta un compromiso entre costes presentes (directos y de oportunidad) y beneficios futuros que toman la forma de un incremento en el nivel salarial esperado y de una mayor probabilidad de empleo. Como en el caso de otros proyectos de inversión, los rendimientos económicos de un año adicional de escolarización pueden medirse a través de su tasa de rentabilidad interna.

Una situación similar se plantea desde la óptica de las finanzas públicas. Un año más de permanencia media en el sistema educativo reduce los ingresos tributarios corrientes y aumenta el gasto público pero, al aumentar los salarios y la probabilidad de empleo en el futuro, eleva la recaudación tributaria futura y el gasto en pensiones contributivas y reduce las prestaciones por desempleo. Tratando el gasto educativo como una inversión que genera un flujo de ingresos fiscales netos durante el ciclo vital del individuo, podemos calcular el valor actualizado neto de la inversión a un tipo dado de descuento.

De la Fuente y Jimeno (D&J, 2011) analizan los incentivos privados para invertir en educación en España, el efecto de diversas políticas públicas sobre tales incentivos y las implicaciones de la inversión educativa para las finanzas públicas. Con este fin, los autores calculan la rentabilidad privada de los distintos ciclos educativos en España --definida como la tasa de descuento que iguala los valores presentes descontados de los flujos de costes y de beneficios privados generados por un año adicional de escolarización a cada nivel—y estudian el efecto sobre esta variable de distintas políticas públicas. También se calcula en el trabajo el *valor actualizado fiscal neto (VAFN)* de un año de escolarización en cada nivel educativo, definido como la diferencia en términos de valor presente descontado entre el incremento de la recaudación tributaria neta de prestaciones sociales generado por un año adicional de escolarización y sus costes presupuestarios directos, así como la tasa de reposición del gasto público educativo, entendida como el porcentaje del coste directo de una plaza escolar para el sector público que se recupera a través de mayores ingresos fiscales netos en el futuro.

En estos cálculos se utilizan estimaciones econométricas de ecuaciones salariales, de participación y de empleo estimadas con datos individuales con el fin de cuantificar el impacto de la educación sobre los salarios y la probabilidad de empleo, así como datos detallados sobre el gasto educativo público y privado por estudiante junto con un indicador de fracaso escolar que resume el efecto de los abandonos y las repeticiones sobre el tiempo medio necesario para completar con éxito un curso académico. También se hace uso de estimaciones de los tipos impositivos medios y marginales a los que se enfrentan distintos tipos de agentes (estudiantes, adultos ocupados, parados y pensionistas) así como de las prestaciones por desempleo y jubilación a las que tales agentes tienen derecho en función de su sueldo y de la sensibilidad de tales prestaciones a incrementos salariales.

De la Fuente y Jimeno concluyen que, con la única excepción de los estudios universitarios de postgrado, los distintos ciclos de la enseñanza post-obligatoria ofrecen rentabilidades atractivas desde el punto de vista individual y generan flujos incrementales de ingresos fiscales netos a lo largo de la vida laboral del individuo que permiten recuperar una fracción importante del coste directo de una plaza escolar o universitaria. Las cifras, sin embargo, son mucho menos atractivas de lo que podrían ser debido a la existencia de elevadas tasas de fracaso escolar que aumentan los costes directos del sistema educativo y reducen los flujos de beneficios privados y fiscales derivados de la educación.

Rentabilidades privadas por niveles y el impacto de las políticas públicas

Para cuantificar la contribución de distintas intervenciones públicas a los rendimientos privados de la educación, D&J calculan la tasa de rentabilidad de los distintos ciclos educativos bajo una serie de supuestos contrafactuales. Consideran, en particular, siete posibles escenarios, comenzando con una situación hipotética en la que no hay ninguna intervención pública, añadiendo después distintas políticas una a una y terminando con dos escenarios sin fracaso escolar con el fin de cuantificar los efectos de este fenómeno sobre la rentabilidad de la educación.

Cuadro 1
Supuestos de los distintos escenarios

	rend. bruto SIN GOB.	subven-ciones	impues-tos	desempleo	rend. neto OBS	rend. potencial neto	rend. potencial bruto
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]
Coste directo	total	privado	privado	privado	privado	privado	total
Impuestos	ninguno	ninguno	observados	observados	observados	observa-dos	ninguno
Desempleo	no	no	no	si	si	si	no
Pensiones	no	no	no	no	si	si	no
Fracaso	observado	observado	observado	observado	observado	ninguno	ninguno

Fuente: de la Fuente y Jimeno (2011)

El Cuadro 1 resume los supuestos de los distintos escenarios sobre la parte de los costes directos de la educación que soportan el estudiante o su familia, sobre la existencia o no de impuestos, pensiones y prestaciones por desempleo y sobre el nivel de fracaso escolar. En el escenario [1] *(SIN GOB)* se supone que los agentes pagan el coste completo de la educación y no existen los impuestos ni las prestaciones sociales. En el escenario [2] se introducen las subvenciones educativas y la provisión gratuita de educación por parte del sector público, manteniendo el resto de los supuestos del escenario anterior. En el escenario [3] se añaden también los impuestos, en el [4] las prestaciones por desempleo y en el [5] las pensiones, obteniendo así una estimación *(OBS)* que incluye los efectos de todas las políticas relevantes sobre la rentabilidad de la educación desde el punto de vista de los agentes privados.

En los escenarios descritos hasta el momento se trabaja con los niveles realmente observados de fracaso escolar (abandonos y repeticiones). En el escenario [6], por el contrario, la rentabilidad neta de la educación se calcula bajo el supuesto de que no existe fracaso escolar. En este caso, por tanto, se calcula la rentabilidad media que obtendrían aquellos alumnos que completan cada ciclo escolar al que acceden en los años teóricamente previstos para ello, sin abandonos ni repeticiones, bajo las políticas observadas realmente. Finalmente en el escenario [7] se mantiene la hipótesis de ausencia de fracaso escolar y se supone también que no existe ninguna intervención pública, como en el escenario *SIN GOB*.

En lo que sigue, nos referiremos a las estimaciones de la tasa de rentabilidad privada obtenidas bajo los escenarios *SIN GOB* y *OBS* como rentabilidades brutas y observadas o netas respectivamente y a las que suponen que no existe fracaso escolar como rentabilidades potenciales (netas o brutas, dependiendo si consideramos el impacto de las políticas públicas o no).

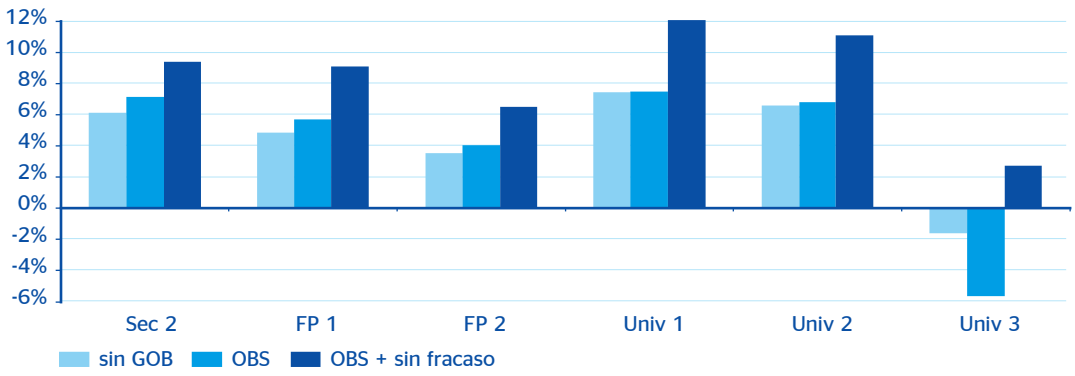
Cuadro 2
Rentabilidad privada de distintos niveles educativos post-obligatorios bajo diversos escenarios

	esc 1	esc 2	esc 3	esc 4	esc 5	esc 6	esc 7
	no gob	+ subv	+ imptos	+ desempleo	+ pensiones = OBS	OBS + sin fracaso	no gob + sin fracaso
Secundaria 2	6,12%	9,59%	8,85%	6,80%	7,13%	9,39%	8,15%
FP I	4,86%	7,89%	7,30%	5,25%	5,73%	9,10%	8,04%
FP 2	3,53%	5,85%	5,58%	3,37%	4,04%	6,53%	5,81%
Universidad 1	7,44%	9,12%	8,47%	7,15%	7,49%	12,05%	12,20%
Universidad 2	6,58%	8,13%	7,52%	6,38%	6,79%	11,07%	11,04%
Universidad 3	-1,63%	-0,87%	-0,59%	-3,68%	-5,61%	2,73%	3,23%

Fuente: de la Fuente y Jimeno (2011)

El Cuadro 2 muestra las tasas estimadas de rentabilidad privada de los distintos ciclos educativos. Para interpretar el cuadro, ha de tenerse en cuenta que se trata de estimaciones de rentabilidades reales, esto es, de las que ya se ha descontado la inflación. Como referencia, resulta interesante observar que la rentabilidad media real antes de impuestos de una cartera formada a partes iguales por deuda pública y acciones españolas durante el período 1950-99 fue del 3,2% (Dimson, Marsh y Staunton, 2002). Así pues, la rentabilidad esperada de la mayor parte de los niveles educativos resulta en principio muy atractiva[1], situándose en torno al 7% en el caso del segundo ciclo de secundaria y de los estudios universitarios de grado (tanto de ciclo corto como de ciclo largo). Sorprendentemente, la rentabilidad observada más baja de los niveles intermedios corresponde al segundo ciclo de Formación Profesional, con un valor en torno al 4% que sigue siendo muy respetable.

Gráfico 1
Rentabilidad bruta, observada y potencial neta por niveles



Fuente: de la Fuente y Jimeno (2011)

El Gráfico 1 muestra los valores estimados de la rentabilidad bruta *(SIN GOB)*, neta *(OBS)* y potencial neta *(OBS + sin fracaso)* de los distintos ciclos educativos no obligatorios a nivel nacional. Su inspección revela que las rentabilidades netas *(OBS)* son generalmente superiores a las brutas *(SIN GOB)* y muy inferiores a las rentabilidades potenciales *(OBS + sin fracaso)*. En conjunto, por tanto, la actuación del sector público se traduce en una subvención positiva a la inversión educativa y el fracaso escolar reduce de forma muy notable los rendimientos medios de tal inversión.

1: La principal excepción es la de los estudios universitarios de postgrado, que presentan una rentabilidad negativa. Lo que esto quiere decir es que el incremento salarial esperado (teniendo en cuenta la correspondiente tasa de fracaso) como resultado de un año adicional de estudios a este nivel es demasiado bajo para compensar la pérdida de experiencia profesional derivada de seguir un año más en el sistema educativo.

Cuadro 3:
Cuña de rentabilidad generada por distintas políticas públicas y por el fracaso escolar

	subvención directa	+ impuestos	+ desempleo	+ pensiones	= subvención total	fracaso escolar
Secundaria 2	3,48%	-0,74%	-2,06%	0,34%	1,01%	-2,26%
FP I	3,03%	-0,59%	-2,05%	0,48%	0,87%	-3,37%
FP 2	2,32%	-0,27%	-2,21%	0,67%	0,51%	-2,49%
Universidad 1	1,68%	-0,65%	-1,32%	0,34%	0,06%	-4,56%
Universidad 2	1,55%	-0,60%	-1,14%	0,41%	0,21%	-4,28%
Universidad 3	0,76%	0,29%	-3,10%	-1,93%	-3,98%	-8,34%

Nota: cambio en la rentabilidad privada de la educación inducido por la introducción de cada una de las políticas públicas que estamos considerando.
Fuente: de la Fuente y Jimeno (2011)

El Cuadro 3 muestra la subvención total resultante de las actuaciones públicas que estamos contemplando, medida por la cuña de rentabilidad generada por las mismas (esto es, por la diferencia entre la tasa de rentabilidad observada al incluir cada una de estas políticas en el análisis y la que se habría observado sin ella) así como la descomposición de esta cuña en las contribuciones de las subvenciones directas a la educación, los impuestos directos, las prestaciones por desempleo y las pensiones. En el caso del segundo ciclo de secundaria, por ejemplo, el gasto público en educación (incluyendo el gasto directo en centros públicos, las subvenciones a otros centros y las becas y ayudas a estudiantes) elevan en casi 3,5 puntos porcentuales la rentabilidad privada de la educación, y por consiguiente el incentivo a seguir estudiando hasta completar el bachillerato. Sin embargo, los impuestos y las prestaciones por desempleo tienden a desincentivar la permanencia en el sistema escolar, reduciendo la rentabilidad esperada de esta opción en tres cuartos de punto y dos puntos porcentuales respectivamente. Aunque las pensiones tienen un pequeño efecto positivo, la subvención neta final, teniendo en cuenta los efectos de todas las políticas que estamos considerando, se reduciría a un punto porcentual de rentabilidad adicional.

Como cabría esperar, las subvenciones públicas son mayores en los niveles educativos más bajos y van decreciendo según nos movemos hacia niveles superiores[2]. El patrón es muy claro en lo que respecta a las subvenciones directas (gasto directo en centros públicos y ayudas a estudiantes) pero también se observa aproximadamente en otros componentes de la subvención total del sector público a la inversión educativa.

Las subvenciones directas contribuyen de forma muy apreciable a elevar los rendimientos de la inversión educativa, aportando hasta tres puntos y medio a su tasa de rentabilidad. Las distorsiones derivadas del sistema impositivo per se que desincentivan la inversión educativa son relativamente modestas e inferiores en tamaño a las asociadas con las prestaciones por desempleo, que pueden llegar a ser sustanciales en los niveles educativos inferiores, en los que las tasas de reposición son más elevadas y los beneficios de la educación ligados a la mayor probabilidad de empleo (en vez de a mayores salarios) tienen un peso más elevado[3]. El efecto de las pensiones es, lógicamente, positivo pero también modesto.

Lo más llamativo de los resultados resumidos en el Cuadro 3 es, sin duda, el enorme efecto del fracaso escolar, que reduce la rentabilidad de la inversión en educación entre 2 y más de 4 puntos porcentuales. Así por ejemplo, mientras que la rentabilidad esperada de la FP I es del 9,1% para aquellos estudiantes que consiguen completar el ciclo y lo hacen sin repetir ningún

2: La excepción son los estudios de tercer ciclo universitario. De acuerdo con las estimaciones de D&J, el cursar tales estudios se traduce en una reducción del nivel de renta, lo que a su vez implica impuestos algo más bajos pero también menores prestaciones por desempleo y pensiones más bajas. Esto explica el patrón contraintuitivo de resultados que se observa en el Cuadro 3: la introducción de impuestos más elevados mejora la rentabilidad de este nivel porque reduce la pérdida neta de ingresos derivada de seguir estudios de tercer ciclo, mientras que la de las tiene el efecto contrario.
3: La razón es que el tipo impositivo implícito sobre los beneficios de la educación ligados a la mejora de la probabilidad de empleo es alto debido a la existencia de una tasa de reposición relativamente elevada. Esto es, los beneficios de la educación que toman la forma de una mayor probabilidad de empleo se ven diluidos porque la pérdida de renta derivada de un episodio de paro no es muy elevada para el trabajador medio.

curso, esta cifra se reduce hasta el 5,7% para el promedio de todos los estudiantes que ingresan en el mismo debido a una muy elevada tasa de fracaso que hace que se necesiten en promedio 1,5 años de trabajo para completar con éxito un curso de FP I. Por lo tanto, los beneficios generados por un curso aprobado han de compararse con 1,5 veces los costes de anuales del ciclo para calcular su rentabilidad.

Las implicaciones fiscales de la inversión educativa

El Cuadro 4 resume las estimaciones de D&J del valor descontado de los flujos de costes y beneficios fiscales ligados a un año adicional de permanencia en los distintos niveles educativos, utilizando una tasa de descuento real del 3%. En la columna [5] se muestra la estimación del coste neto para las arcas públicas de un año adicional de escolarización. Esta magnitud se calcula en términos de valor presente descontado, deduciendo del gasto público directo la parte del mismo que se recupera a través del incremento de los ingresos fiscales (netos de prestaciones sociales) generado por ese año adicional de educación a lo largo de la vida del trabajador[4].

Cuadro 4
Coste público neto de un año de escolarización (valor presente descontado)

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]
	gasto publico directo por estud. y año	- aumento impuestos sin fracaso	= coste sin fracaso	+ coste del fracaso	= coste observado total	coste del fracaso como % del gasto directo
Secundaria 2	5.493	3.996	1.497	2.121	3.618	38,6%
FP I	5.493	5.210	283	3.593	3.877	65,4%
FP 2	5.493	2.966	2.527	2.915	5.442	53,1%
Universidad 1	4.445	11.163	-6.719	7.120	402	160,2%
Universidad 2	4.445	8.931	-4.486	6.224	1.738	140,0%
Universidad 3	4.445	-4.286	8.731	3.974	12.705	89,4%

Nota: Se utiliza una tasa de descuento real del 3% anual para calcular el valor presente descontado de los ingresos fiscales netos generados por un año adicional de escolarización a lo largo de la vida laboral del agente.
Fuente: de la Fuente y Jimeno (2011)

El coste neto de un año de educación se descompone en la suma algebraica de las variables que aparecen en las columnas anteriores del cuadro de una forma que permite apreciar con claridad las implicaciones presupuestarias del fracaso escolar. En la columna [1] se muestra el gasto público directo por estudiante y año asociado con una plaza escolar de cada nivel educativo[5]. De esta cantidad, se sustrae seguidamente el incremento de los ingresos fiscales netos generados por un año adicional de educación que se habría observado en ausencia de abandonos y repeticiones (columna [2]). La diferencia entre estas dos variables nos da el coste neto para el Estado de un año de educación en ausencia de fracaso escolar (columna [3]). A esta cantidad se le añade a continuación el coste total del fracaso escolar (columna [4]) para llegar al coste medio realmente observado de un año de escolarización (columna [5]). Finalmente, la columna [6] muestra el coste del fracaso escolar como fracción del coste directo para el sector público de cada plaza escolar.

La inspección del cuadro muestra que el incremento en los ingresos fiscales netos que resulta de un mayor nivel de formación permite en principio recuperar buena parte del gasto directo del Estado en el sistema educativo e incluso dejaría un sustancioso beneficio neto en el caso de los dos primeros ciclos universitarios. El grueso de este efecto sin embargo, se lo comen los costes derivados del fracaso escolar, de forma que el coste neto final de una plaza educativa

4: En este cálculo se tienen en cuenta los ingresos esperados por IVA y cotizaciones sociales a cargo de la empresa, además de los ligados al IRPF y a las cotizaciones sociales a cargo del trabajador, que son los dos tributos que se han tenido en cuenta en la sección anterior. También se introduce en esta sección un ajuste para intentar aproximar los efectos de un mayor nivel educativo sobre salarios y probabilidades de empleo en condiciones de equilibrio general.
5: Dadas las limitaciones de los datos de gasto educativo disponibles, no es posible separar el Bachillerato de la FP a la hora de calcular el gasto medio por estudiante, o discriminar entre los distintos ciclos universitarios.

termina siendo siempre positivo, aunque en muchos casos sigue siendo significativamente inferior al gasto público directo.

Cuadro 5
Tasa de cobertura del gasto público escolar

	observada	sin fracaso escolar
Secundaria 2	34,14%	72,74%
FP I	29,43%	94,84%
FP 2	0,93%	53,99%
Universidad 1	90,97%	251,15%
Universidad 2	60,90%	200,93%
Universidad 3	-185,84%	-96,43%

Nota: Se utiliza una tasa de descuento real del 3% anual para calcular el valor presente descontado de los ingresos fiscales netos generados por un año adicional de escolarización a lo largo de la vida laboral del agente.
Fuente: de la Fuente y Jimeno (2011)

Otra forma de resumir la misma información es la que se muestra en el Cuadro 5, en el que se recogen las tasas de cobertura del gasto público educativo con y sin fracaso escolar. Esta variable mide la fracción del gasto directo del sector público que se recupera a través de las ganancias inducidas en ingresos fiscales netos. En la mayor parte de los ciclos post-obligatorios los ingresos fiscales inducidos permiten recuperar una parte importante del gasto directo inicial, que alcanza el 90% en el caso del primer ciclo de universidad. En ausencia de fracaso escolar, los resultados serían mucho más positivos, situándose por encima del 50% en la secundaria no obligatoria y por encima del 200% en los estudios universitarios de grado.

Conclusión

Una vez tenidos en cuenta todos los subsidios, impuestos y prestaciones sociales relevantes, la tasa de rentabilidad real de la educación post-obligatoria en España se sitúa generalmente por encima del 5% y llega a alcanzar valores en torno al 7% en el caso del bachillerato y de los estudios universitarios de grado (tanto de ciclo corto como de ciclo largo) – lo que convierte a la permanencia en el sistema escolar o universitario en una inversión muy atractiva para el individuo medio. En cuanto a la rentabilidad fiscal de la educación, las estimaciones de D&J sugieren que el aumento de ingresos tributarios derivado de un año adicional de escolarización permite recuperar una buena parte del gasto público directo en la mayor parte de los estudios postobligatorios.

Uno de los resultados más llamativos del estudio tiene que ver con el enorme impacto del fracaso escolar sobre los rendimientos privados y fiscales de la educación. Las repeticiones de curso y el abandono escolar aumentan entre un 30% y un 63% el número de años de trabajo estudiantil necesarios para aprobar un curso académico, con el consiguiente aumento de los costes educativos. El efecto de tan importante sobrecoste sobre las rentabilidades privadas y fiscales de la educación es enorme. El fracaso escolar reduce entre 2 y 4,5 puntos porcentuales la rentabilidad privada de la educación secundaria y de los estudios de grado universitario. Sus costes explícitos e implícitos para el erario público, incluyendo el valor presente de la pérdida de ingresos tributarios futuros, suponen en promedio un 60% del gasto directo del sector público en el sistema educativo.

Referencias

de la Fuente, A. y J. F. Jimeno (2011). "La rentabilidad privada y fiscal de la educación en España y sus regiones." FEDEA, Documento de Trabajo no. 2011-11, Madrid. http://www.fedea.es/033_Publicaciones_VerMas.asp?id=944

Dimson, E., P. Marsh y M. Staunton (2002). *Triumph of the optimists. 101 years of global investment returns.* Princeton University Press, Princeton.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA "), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.