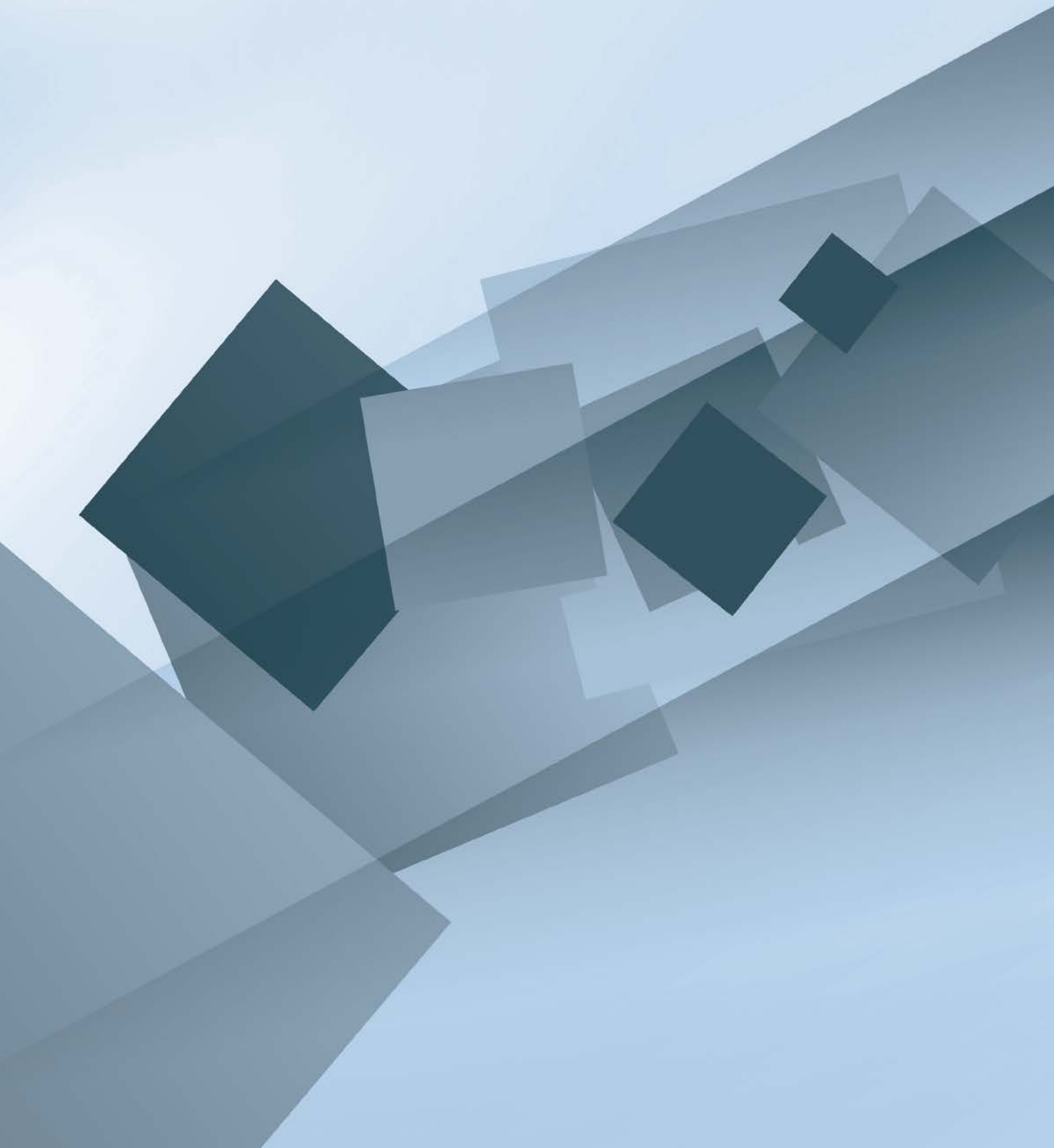




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2015



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2015**

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

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web www.cnmv.es.

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	77
	Modificaciones y novedades legislativas introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial	79
	María Taillefer Martos	
	Marcos contables aplicables a la baja en balance de activos titulizados: IASB vs. FASB	97
	María del Rosario Martín Martín	
III	Anexo legislativo	123
IV	Anexo estadístico	149

Siglas y acrónimos

AA. PP.	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
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
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 / European Supervisory Authority
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
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IICIL	Instituciones 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
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
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
PRIIP	Productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros / Packaged retail investment products and insurance-based investment products
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	Sociedades 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	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
2.1	La evolución económica y financiera internacional	16
2.2	La evolución económica y financiera nacional	31
2.3	Perspectivas	37
3	La evolución de los mercados nacionales	39
3.1	Los mercados bursátiles	39
3.2	Los mercados de renta fija	50
4	Los agentes de los mercados	58
4.1	Vehículos de inversión	58
4.2	Empresas de servicios de inversión	65
4.3	Sociedades gestoras de IIC	72
4.4	Otros intermediarios: capital-riesgo	74

Índice de recuadros

Recuadro 1	Evolución reciente de la economía y los mercados financieros en China e implicaciones para los mercados financieros internacionales	17
Recuadro 2	La ampliación del programa de compras del BCE	22
Recuadro 3	Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores, por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión	47
Recuadro 4	Circular 1/2015, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre datos e información estadística de las infraestructuras de mercado	56
Recuadro 5	Comunicación sobre el refuerzo de la transparencia de las IIC	64
Recuadro 6	Estados de información sobre normas de conducta de entidades que prestan servicios de inversión: datos relevantes de actividad en 2014 por tipo de entidad	71

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional de los últimos meses ha estado marcado primero por la incertidumbre relacionada con la renegociación de la deuda en Grecia, cuyo acuerdo no llegó hasta julio, y después por las turbulencias originadas en los mercados financieros en China, que obligaron a las autoridades a intervenir en varias ocasiones y elevaron las dudas sobre la magnitud de la desaceleración de la economía asiática. La percepción de ralentización de la actividad no solo en China, sino también en otras economías emergentes dio lugar a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas e introdujo más incertidumbre en torno al momento en que la Reserva Federal subiría los tipos de interés. Aunque se consideraba altamente probable una decisión de este tipo a la vuelta del verano, la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés en la reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) del pasado 16 y 17 de septiembre argumentando que la economía estadounidense todavía está lejos del objetivo de inflación del 2 %. Del comunicado de la institución se desprende también su preocupación por la evolución de la economía internacional.
- En este contexto, los mercados financieros internacionales transitaron por varios momentos turbulentos, que se atenuaron en el mes de septiembre¹. Estas turbulencias fueron más intensas en los mercados de acciones, donde los índices más relevantes acumularon caídas notables en el tercer trimestre del año, deshaciendo en varios casos las ganancias de los primeros meses. También se observaron repuntes significativos de los niveles de volatilidad hasta máximos superiores al 40 %. En los mercados de renta fija, las rentabilidades de la deuda pública a diez años de las economías más grandes —que se habían incrementado en el segundo trimestre del año, como consecuencia de la incertidumbre en Grecia— volvieron a retroceder durante el tercer trimestre. El episodio de turbulencias originado en China no tuvo el mismo impacto en estas rentabilidades, cuya evolución estuvo marcada por la consideración de estos activos como activos refugio y, en el caso europeo, por el programa de compra de activos del Banco Central Europeo (BCE). En la misma línea se comportaron las primas de riesgo, con pocos movimientos en el trimestre.
- El contexto macroeconómico español está siendo muy positivo en cuanto a la evolución de la actividad se refiere. El PIB presentó tasas de avance anuales superiores al 3 % en el segundo trimestre del año debido al vigor de la demanda interna. El dinamismo de la actividad repercutió positivamente en el mercado de trabajo, donde el empleo creció también cerca de un 3 % y la tasa de paro

1 La fecha de cierre para los datos utilizados en este informe es el 15 de septiembre.

cayó hasta el 22,4 % de la población activa (datos del segundo trimestre). Por su parte, la evolución de la inflación, que ha estado en terreno negativo la mayor parte del año, se ha visto notablemente condicionada por la caída del precio de los carburantes. Descontando los elementos más volátiles, la tasa de variación del IPC ha oscilado entre el 0,2 % y el 0,8 % a lo largo del año.

- En cuanto al sector bancario, la mejoría de la economía española y de sus condiciones de financiación está repercutiendo positivamente en la evolución del negocio de los bancos, cuyas rentabilidades se han incrementado. Las condiciones de solvencia del sector también son favorables y continúa la disminución de la tasa de morosidad, que a mediados de año se situaba en el 11 %. Sin embargo, el entorno con unos tipos de interés reducidos y la existencia de un volumen importante de activos improductivos suponen un reto importante para el modelo de negocio de estas entidades a corto y medio plazo.
- También las cuentas de las sociedades cotizadas reflejan el dinamismo de la actividad en nuestro país. Sus resultados crecieron un 54 % en el primer semestre del año, hasta los 13.748 millones de euros, con fuertes avances en todos los sectores, salvo el de las empresas energéticas. El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas registró un leve aumento entre enero y junio (2,3 %), pero fue compatible con el descenso de la ratio de apalancamiento agregada de estas entidades.
- Los mercados nacionales de renta variable sufrieron importantes pérdidas en el tercer trimestre, afectados, como el resto de las bolsas, por las turbulencias en Grecia y en China. En septiembre, otros factores de incertidumbre relacionados, por ejemplo, con la exposición de algunas de nuestras empresas a economías latinoamericanas con dificultades incidieron negativamente en el mercado. En numerosas compañías, el descenso de la cotización durante dos trimestres seguidos deshizo las fuertes ganancias de los primeros meses del año. En el caso del Ibex 35, la caída fue del 9,2 % en el tercer trimestre y del 4,8 % en lo que va de año. Asimismo se observaron rebrotes puntuales de la volatilidad en el mercado, que alcanzó cotas del 46 % a finales de agosto. La negociación disminuyó durante el tercer trimestre, pero las cifras acumuladas del año muestran un avance del 30 % (hasta 850.000 millones de euros). La tendencia de las emisiones de acciones fue similar: menor apelación al mercado en el último trimestre debido al aumento de la volatilidad y al periodo estival, pero buen comportamiento en lo que va de año gracias a las nuevas ofertas públicas de ventas de acciones (OPV) y las ampliaciones de capital de la primera mitad del ejercicio. Hasta mediados de septiembre, el volumen de emisión de acciones se situaba en 33.633 millones de euros, por encima de todo lo emitido en 2014 (32.762 millones).
- Los mercados de renta fija nacionales también estuvieron sometidos a cierta inestabilidad, lo que provocó repuntes puntuales de sus rentabilidades, que fueron desapareciendo una vez alcanzado el acuerdo sobre el tercer rescate a Grecia. Resuelta esta incertidumbre, el rendimiento de la deuda, tanto pública como privada, volvió a descender en todos los plazos de la curva y, a pesar de los ligeros repuntes observados tras las turbulencias relacionadas con los acontecimientos en China, finalizó el trimestre con suaves descensos. El mercado sigue

beneficiándose de los efectos positivos del programa de compras del BCE, si bien su impacto es cada vez más limitado. Las primas de riesgo de crédito también disminuyeron conforme la situación griega se fue normalizando y después presentaron aumentos mucho más leves. Su evolución acumulada en el año muestra ligeros incrementos de la prima de riesgo soberana y de la prima de las entidades financieras, afectadas también por la debilidad de algunas economías emergentes y diversas incertidumbres de índole política. La actividad emisora se ralentizó en el tercer trimestre (-5 % respecto al segundo), pero las cifras acumuladas del año muestran un avance del 28 %, hasta los 85.541 millones de euros.

- La industria de la inversión colectiva continuó en expansión durante el segundo trimestre del año, pues sus productos siguen presentando ventajas en relación con sus principales competidores, los depósitos bancarios, que ofrecen una rentabilidad muy reducida. Así, el patrimonio de los fondos de inversión superó los 222.000 millones a mediados de año, un 11,7 % por encima del nivel de finales de 2014. El 90 % del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones de los partícipes, quienes, a diferencia de años anteriores, mostraron una mayor disposición a invertir en fondos de mayor riesgo. Como consecuencia del avance de esta industria, que se mantiene desde 2013, las sociedades gestoras experimentaron un incremento notable en los beneficios del primer semestre, concretamente del 20 % respecto al mismo periodo de 2014. De mantenerse este ritmo de crecimiento, los resultados agregados del sector se situarían en 654 millones de euros en términos anualizados.
- Las empresas de servicios de inversión (ESI) se enfrentaron a un escenario complejo durante el primer semestre del año, como consecuencia de las turbulencias en los mercados financieros. El beneficio agregado del sector antes de impuestos, que había mejorado durante los últimos dos años, cayó hasta junio un 11,3 %, lo que situaría el resultado anualizado del sector en 266 millones de euros. Esta disminución tuvo su origen en el deterioro de varias partidas de la cuenta de resultados. Así, las comisiones más importantes para estas entidades se redujeron sensiblemente, con la salvedad de las de comercialización de instituciones de inversión colectiva (IIC). También empeoró la aportación del margen de intermediación y de algunas operaciones en divisas. El número de entidades que presentaban pérdidas en junio se incrementó hasta doce, dos más que en 2014, aunque el sector continuó mostrando unas condiciones de solvencia altamente holgadas.
- Este informe contiene seis recuadros monográficos:
 - El primer recuadro describe la evolución de la economía china y sus mercados financieros, haciendo énfasis en las posibles implicaciones sobre los mercados financieros internacionales.
 - El segundo recuadro resume las características más relevantes de la ampliación del programa de compras del BCE y algunos de sus efectos.
 - El tercer recuadro sintetiza los cambios más relevantes introducidos en materia de compensación, liquidación y registro de valores por la Ley 11/2015.

- El cuarto recuadro presenta las principales características de la Circular 1/2015 de la CNMV en relación con los datos e información estadística de las infraestructuras del mercado.
- El quinto recuadro describe las recientes medidas introducidas para el refuerzo de la transparencia en la comercialización de IIC.
- Finalmente, el sexto recuadro resume la información extraída de los estados de información de 2014 sobre normas de conducta de las entidades que prestan servicios de inversión.

2 Entorno macrofinanciero

2.1 La evolución económica y financiera internacional

Los datos de actividad del primer semestre del año muestran una desaceleración de las economías emergentes, con considerable preocupación sobre China...

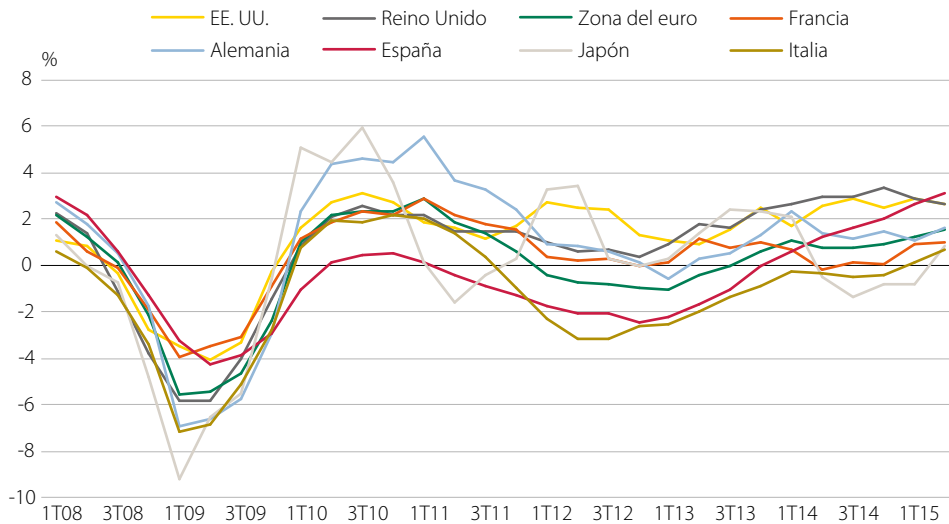
Los datos de actividad de la primera mitad del año han mostrado mejorías en la mayoría de las economías avanzadas, beneficiadas en parte por el descenso del precio del petróleo, y una cierta desaceleración en las emergentes, afectadas por la caída del precio de sus materias primas, la depreciación de sus monedas y el mantenimiento de algunos desequilibrios domésticos. Dentro de las economías emergentes, la incertidumbre ha aumentado significativamente en el caso de China, cuyos mercados financieros mostraron mucha volatilidad en los meses de verano, lo que propició la intervención del Banco Popular de China (BPoC). Los acontecimientos observados en esta economía asiática (véase recuadro 1), además de incrementar la volatilidad en numerosas bolsas internacionales, están dando lugar a una revisión a la baja en las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas.

... y un progreso mayor de las avanzadas, favorecidas por el descenso del precio del petróleo y, en el caso de la zona del euro, por la depreciación de la moneda.

Como se observa en el gráfico 1, los mayores crecimientos del PIB se observaron en EE. UU. y el Reino Unido, con tasas anuales algo inferiores al 3 % en el segundo trimestre. En la zona del euro, la actividad económica se vio favorecida en los primeros meses del año por la fuerte caída de los precios de las materias primas, especialmente las energéticas, y por la depreciación del euro. El avance del PIB de la zona fue del 1,2 % en el primer trimestre y del 1,5 % en el segundo en términos anuales, si bien la heterogeneidad continuó siendo importante entre las diferentes economías. Destaca, por su intensidad, la recuperación del crecimiento de la española, con tasas anuales superiores al 3 % en el segundo trimestre del año.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Evolución reciente de la economía y los mercados financieros en China e implicaciones para los mercados financieros internacionales

RECUADRO 1

A lo largo de 2015, los mercados financieros internacionales han mostrado una mayor sensibilidad a las noticias procedentes de China, especialmente a raíz de las intervenciones de las autoridades chinas en los mercados cambiarios y bursátiles internos durante los últimos meses.

La volatilidad aumentó de modo significativo en numerosos mercados en las primeras semanas de agosto, tras la decisión inesperada de las autoridades chinas de devaluar el renminbi. La depreciación de la moneda china supuso su mayor oscilación desde 1993 y arrastró la cotización de otras divisas de las economías emergentes, especialmente aquellas más dependientes de las importaciones de China, como ciertos productores de materias primas. Los mercados de otros instrumentos cotizados, como las acciones, experimentaron retrocesos y un incremento de la volatilidad a nivel mundial, si bien este fue más intenso en el caso de las economías anteriormente mencionadas. Las autoridades chinas han intervenido en los mercados bursátiles comprando directamente acciones en un intento de estabilizar las cotizaciones, así como en los mercados cambiarios, vendiendo una parte de sus reservas en moneda extranjera para evitar una caída del renminbi mayor a la deseada.

Los mercados de materias primas también han sufrido el impacto de los desarrollos recientes en China, pues se estima que este país absorbe la tercera parte de la demanda mundial de recursos naturales. Estos porcentajes son más altos en el caso de productos como la soja, el petróleo, el cobre o el mineral de hierro. Con todo, las tensiones en los mercados financieros experimentadas recientemente han sido menores que en otros episodios recientes, como el denominado *taper tantrum* en mayo de 2013, cuando se generó incertidumbre sobre la normalización de la política monetaria de la Reserva Federal de EE. UU., lo que afectó

sensiblemente a las economías emergentes que habían acumulado mayores desequilibrios en años previos.

Las autoridades chinas han justificado la reciente depreciación de su moneda, enmarcándola en un proceso de transición hacia un régimen de tipo de cambio libre, parejo al proceso de apertura de la cuenta de capital en el que está inmerso el país. La libre convertibilidad del renminbi es vista como una forma de ganar influencia en la esfera internacional, ya que podría permitir su inclusión en la cesta de divisas que define los Derechos Especiales de Giro y, con ello, potenciar su uso en el comercio y en los mercados financieros internacionales. No obstante, esta decisión fue percibida por muchos analistas y agentes del mercado como otro intento, si bien más forzado, de acomodar la trayectoria de progresiva desaceleración mostrada por la economía china desde 2007 a través de un impulso a sus exportaciones. La política monetaria en China ha experimentado una relajación sustancial desde finales de 2014 (recortes en los coeficientes de caja y los tipos de interés oficiales y provisión de liquidez en el mercado interbancario), con el fin de mitigar el efecto de la desaceleración y el repunte en los costes de financiación reales de los agentes residentes que han tenido lugar como consecuencia del profundo descenso de la tasa de inflación.

En efecto, China viene experimentando una desaceleración de su crecimiento económico desde el estallido de la crisis internacional en 2007. La economía china creció un 7,3 % en 2014, cuatro décimas menos que en 2013. Esta trayectoria a la baja ha proseguido en el transcurso de 2015, registrando un avance interanual del 7 % en el segundo trimestre del año. El crecimiento anual promedio en el periodo 2010-2014 fue del 8 %, tres puntos porcentuales menos que en el periodo 2000-2007.

Con el fin de paliar los efectos de la crisis internacional, el Gobierno se volcó en programas públicos de infraestructuras, lo que contribuyó a elevar significativamente la deuda de las entidades locales. La deuda de las empresas no financieras también se aceleró desde 2007, principalmente la de las empresas del sector inmobiliario y de los sectores auxiliares (acero, cemento, cobre, etc.). Asimismo, se incrementó la deuda concedida en el ámbito del denominado *shadow banking* por parte de grandes entidades no bancarias, muchas de ellas con participación pública, hacia empresas de menor dimensión, que podían ser filiales, participadas o proveedores independientes, con menor acceso al mercado de crédito (préstamos bancarios o emisión de bonos cotizados). Estos préstamos, conocidos como *entrusted loans*¹, proporcionaban un margen notable a las entidades prestamistas, dada la diferencia entre los tipos de interés cargados y sus menores costes de financiación en el mercado. Por su parte, las entidades bancarias han comercializado productos categorizados también como *shadow banking*, como los denominados *wealth management products*, que canalizaban el ahorro de inversores con cierto nivel de patrimonio hacia la financiación de promotores inmobiliarios, compañías vinculadas y grandes empresas, circunvalando la imposición de límites a la financiación bancaria directa a este tipo de empresas.

Como resultado, la deuda agregada de la economía china habría superado el 280 % del PIB en 2014, frente al 158 % en 2007 y el 121 % en 2000. Excluyendo

el sector financiero para ajustar el efecto de doble contabilidad de la deuda², la deuda alcanzó el 217 % del PIB en 2014, muy por encima del 134 % en 2007 o del 114 % en 2000. De la deuda del sector no financiero, casi la mitad está vinculada a actividades inmobiliarias y empresas auxiliares y proveedoras del sector de la construcción, mientras que una tercera parte de la misma está asociada al *shadow banking* (en torno al 10 % en 2007).

La desaceleración de la economía china está en línea con la caída del crecimiento potencial en las economías emergentes y en la mayoría de las economías avanzadas a raíz de la última crisis internacional. Sin embargo, hay dos factores idiosincráticos en la economía china cuya intensidad suscita preocupación entre analistas e inversores internacionales, por sus posibles repercusiones sobre la estabilidad macroeconómica y financiera global. En primer lugar, las autoridades chinas están orientando su estructura productiva hacia un modelo de crecimiento más equilibrado y sostenido, con un mayor peso del consumo y menor de la inversión, particularmente la residencial. Adicionalmente, se pretende virar hacia un modelo que descansa en menor medida en la industria pesada y en las manufacturas de bajo valor añadido y más en las ramas con intensidad tecnológica media-alta. Esta reorientación podría implicar menores tasas de crecimiento en el futuro³, con un impacto potencial significativo en países para cuyas exportaciones China ha supuesto un próspero mercado. En este sentido, la devaluación reciente del renminbi, no anticipada previamente por el mercado, ha podido generar incertidumbre en torno a la posibilidad de un descenso brusco del crecimiento económico de China y provocado tensiones en los mercados financieros, que podrían haberse visto amplificadas por la situación usual de menor liquidez en los mercados durante la época estival.

La segunda fuente de preocupación proviene del proceso en curso de desregulación del sistema financiero y de liberalización de la cuenta de capital. A medida que avancen estos procesos, los mercados financieros chinos estarán más integrados a escala internacional y reaccionarán con más rapidez a la información sensible del mercado. Esto afectará a la transmisión de los *shocks* macrofinancieros originados en China, que será más fluida tanto en lo que se refiere a los mercados financieros internos como a los mercados internacionales. Desde mediados de 2000, las autoridades chinas han ido relajando las restricciones sobre los inversores institucionales en las operaciones bursátiles transfronterizas y han simplificado los trámites en los procesos de salida a bolsa. En noviembre de 2014, impulsaron este proceso con la creación del sistema de interconexión bursátil entre las bolsas de Shanghái y Hong Kong (SHK Stock Connect), mediante el cual los inversores residentes en Hong Kong y en China continental negocian acciones cotizadas en el otro mercado. En abril de 2015, la autoridad de mercados y valores china (China Securities Regulatory Commission, CSRC) levantó la prohibición a los fondos de inversión locales de invertir en compañías cotizadas en la bolsa de Hong Kong a través de SHK Stock Connect. La creación del nuevo sistema de interconexión supuso un fuerte aumento de la demanda de acciones cotizadas de compañías chinas y estimuló actividades como el préstamo de valores (*margin lending*). La difusión alcanzada por esta actividad habría alimentado el incremento de los precios y, al producirse caídas abruptas de los mismos, habría precipitado ventas masivas de los valores pignorados para cancelar o reducir la línea de

crédito, lo que habría amplificado los descensos. La CSRC está endureciendo la regulación de este tipo de préstamos y otros afines, mediante la elevación de los estándares de cualificación de los inversores autorizados a utilizarlos y la prohibición a las empresas de inversión de acumular más exposiciones a productos apalancados. Asimismo, la CSRC está estudiando medidas para contener el crecimiento de actividades relacionadas con el *shadow banking*, como los *entrusted loans*.

La evolución de China en las dos últimas décadas tiene algunas similitudes con la experiencia histórica en otros países asiáticos (Japón, Corea del Sur o Taiwán) que también presentaban niveles bajos de desarrollo, pero un elevado dinamismo en su crecimiento, tasas de inversión muy altas, divisas infravaloradas, tendencia progresiva al envejecimiento poblacional y creciente apertura hacia el comercio y los mercados financieros internacionales. Todos ellos experimentaron en un determinado momento una desaceleración brusca de su crecimiento económico. La economía china puede suponer, si cabe, un reto de mayor envergadura para la estabilidad económica y financiera global, dado su tamaño, su peso en el comercio internacional y su elevado endeudamiento.

La velocidad que las autoridades impriman a su objetivo dual de: i) recomposición del modelo productivo hacia un crecimiento económico más equilibrado pero menor y ii) liberalización de su sistema financiero y apertura de su cuenta financiera, resultará crucial para determinar el alcance de los problemas de la economía china en la estabilidad macroeconómica y financiera global. A medida que avance la integración de los mercados financieros chinos con los mercados globales de capital, cabe esperar que las perturbaciones originadas en los primeros tengan una mayor repercusión en los segundos, pero la integración tendrá también efectos positivos, en particular una mayor compartición de riesgos y un aumento de la liquidez a nivel mundial. Las reformas en China tendentes a mejorar la gestión de riesgos e incrementar la transparencia de su sistema financiero, crear un sistema eficiente de resolución ordenada de quiebras empresariales y fortalecer sus finanzas locales ayudarían a limitar las consecuencias negativas de un ajuste potencialmente brusco de su economía.

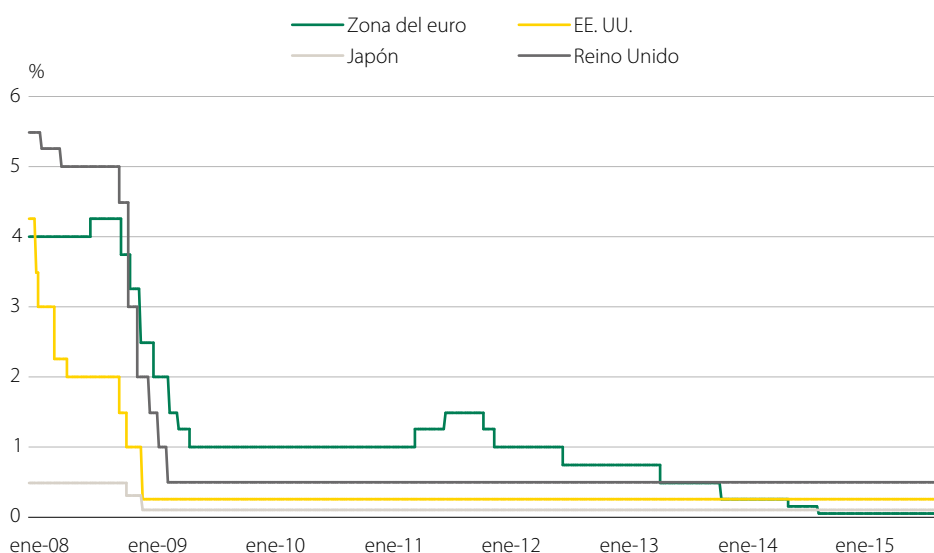
- 1 El riesgo potencial de los *entrusted loans* consiste en el efecto dominó que supondría el impago de la deuda contraída por una empresa bajo esta modalidad sobre el resto de empresas. Estos préstamos suelen tener un perfil de riesgo bajo de apalancamiento y transformación de vencimientos; sin embargo, los tipos de interés de estas operaciones no están regulados y la concesión de los mismos se efectúa sin una monitorización adecuada del riesgo de crédito del préstamo en particular ni del riesgo agregado de la cartera de préstamos.
- 2 Este ajuste se realiza porque la mayor parte de la financiación exigible captada por el sector financiero se canaliza en forma de préstamos al resto de sectores residentes.
- 3 Otro factor que presiona a la baja el crecimiento económico potencial de China es el envejecimiento de su población, como resultado de las políticas de control de natalidad en el pasado.

El tono de las políticas monetarias de las economías avanzadas ha mostrado pocos cambios durante los últimos meses, pues las tasas de inflación se han mantenido en niveles reducidos. En la zona del euro, el BCE mantuvo su programa de compras de deuda soberana (conocido como *quantitative easing*, QE), cuyo importe alcanzaba los 292.000 millones de euros a finales de agosto (véase recuadro 2), y anunció en los primeros días de septiembre la intención de continuar con el mismo, además de un ligero recorte en sus previsiones de crecimiento e inflación. En EE. UU., donde el último QE había finalizado a finales del año pasado, la evolución favorable de la economía en cuanto a inflación y empleo hacía probable que la Reserva Federal decidiera incrementar los tipos de interés oficiales en el último cuatrimestre de este año. Sin embargo, la ralentización de las economías emergentes y, en particular, los efectos de la previsible desaceleración en China han introducido algo de incertidumbre sobre esta decisión, que podría posponerse hasta la parte final del ejercicio. De momento, en su reunión del pasado 16 y 17 de septiembre, el FOMC de la Reserva Federal decidió mantener los tipos de interés, señalando la existencia todavía de una notable desviación a la baja de la inflación respecto al objetivo asumido. Como se ha indicado, la evolución reciente de la economía china y de otras economías emergentes también parece haber pesado en la decisión de la Reserva Federal.

El BCE continúa firme con su programa de compras de deuda soberana, mientras que en la Reserva Federal se cuestiona el momento de subida de tipos tras las turbulencias y dudas originadas en China...

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Las autoridades chinas han sido las más activas en esta materia durante los últimos meses (véase recuadro 1). El temor a una desaceleración pronunciada de su economía hizo que el Banco Central (PBoC) rebajara el tipo de interés de los préstamos² y los depósitos, además del coeficiente de reservas de los bancos. Además, la divisa asiática fue devaluada en tres ocasiones (perdió casi un 5 % de su valor) y se introdujo una mayor flexibilidad en su cómputo, acercándolo a valores más acordes con la realidad de la economía y los mercados financieros.

... donde las autoridades han tomado varias medidas para evitar la ralentización de la economía.

2 En este año, el tipo de los préstamos se ha rebajado en cuatro ocasiones hasta el 4,6 % a finales de agosto, un nivel históricamente reducido para este país.

La crisis económica y financiera de los últimos años hizo que la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas adoptaran numerosas medidas de política monetaria de carácter ampliamente expansivo. Durante las primeras etapas de la crisis, estas medidas se tradujeron en recortes sustanciales de los tipos de interés oficiales, dejándolos en niveles mínimos históricos. A medida que estos tipos se acercaban a cero y, por tanto, el margen de maniobra de las medidas tradicionales se agotaba, comenzaron a tomar protagonismo las denominadas medidas no convencionales. Entre ellas destacaron los programas de compras de activos en los mercados financieros. En el caso de EE. UU., por ejemplo, se adoptaron varios de estos programas, conocidos por sus siglas en inglés como QE (*quantitative easing*). El último de ellos concluyó a finales de 2014 como consecuencia del buen comportamiento del empleo y de la inflación de aquella economía. El Banco de Inglaterra hizo lo propio entre 2011 y 2012, y, aunque no se han realizado nuevas compras, se han reinvertido los fondos dedicados a bonos que han vencido desde entonces, por lo que el *stock* de activos asociado a estos programas permanece fijo en el balance de la entidad. Por su parte, Japón fue la primera economía en utilizar el QE para evitar una deflación —concretamente lo hizo en el periodo 2001-2005— y volvió a utilizarlo en 2010, intensificándolo año tras año.

En la zona del euro, por el contrario, la ausencia de una recuperación económica más sólida y el desanclaje de las expectativas de inflación respecto al objetivo de la autoridad monetaria han hecho que estos programas de compras sigan aún vigentes. Este recuadro resume los elementos más relevantes de las medidas de política no convencionales más recientes del BCE, prestando una atención especial al último programa de compras de activos adoptado en enero de este año, cuya naturaleza es similar a la de los QE estadounidenses e ingleses.

En 2014, y con el recorrido a la baja de los tipos de interés oficiales prácticamente agotado¹, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo una nueva facilidad de financiación a largo plazo (TLTRO, por sus siglas en inglés) y dos programas de compras de deuda privada: el programa de compras de bonos de titulización (ABSPP, por sus siglas en inglés) y el de adquisiciones de bonos garantizados² (CBPP3, por sus siglas en inglés). A finales de 2014, todos los programas de compra de bonos privados (el programa de compras de bonos de titulización más los tres programas de compras de bonos garantizados que se habían producido hasta el momento) habían acumulado unas compras de 33.111 millones de euros.

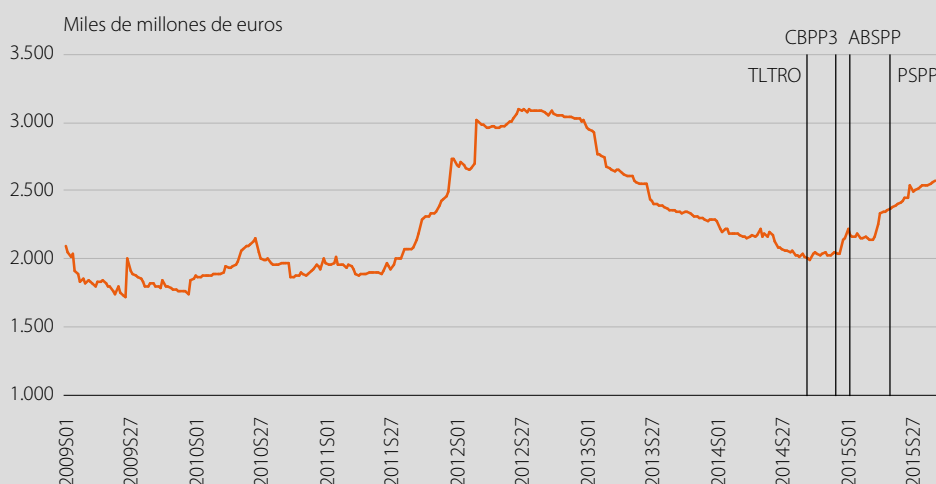
Sin embargo, el efecto deseado de estas medidas no se materializó y las expectativas de inflación continuaron descendiendo, una tendencia acentuada aún más por la caída del precio del crudo y de otras materias primas a finales de 2014. En este contexto, el BCE, en su Consejo de Gobierno del 22 de enero del presente año, decidió dar un paso más y anunció una ampliación de su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) para añadir la compra de bonos soberanos a la de deuda privada. Concretamente, se decidió que, a partir de marzo, se incluirían en el programa las compras de bonos emitidos por los Gobiernos centrales de

la zona del euro, agencias e instituciones europeas. Se estableció el objetivo de realizar compras por una cantidad de 60.000 millones de euros mensuales y se prevé que las mismas se lleven a cabo hasta septiembre de 2016³ y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno considere que la trayectoria de inflación cumple con los objetivos de la política monetaria del BCE (con valores por debajo, pero cerca, del 2 %).

En relación con la distribución de riesgos (reparto de hipotéticas pérdidas entre organismos), el 20 % de las compras de activos adicionales estará sujeto a un régimen de reparto de riesgos (el 12 % lo comprarán los bancos centrales y el 8 % restante lo adquirirá el BCE directamente), mientras que el 80 % restante lo adquirirán individualmente los bancos centrales y, por tanto, no estará sujeto a consideraciones de redistribución del riesgo. Por su parte, los límites a las compras de bonos soberanos se establecen de forma que no pueden superar el 33 % de un mismo emisor ni el 25 % de una sola emisión.

Balance del Eurosistema

GRÁFICO R2.1



Fuente: BCE.

Hasta el 31 de agosto de este año, las compras de activos del APP han ascendido a 414.900 millones de euros, de los cuales alrededor del 70 % corresponden al PSPP, el 27 % al CBPP3 y algo menos del 3 % al ABSPP (véase cuadro R2.1). De los 292.333 millones en compras enmarcadas dentro del PSPP, 33.515 millones corresponden a compras de valores públicos españoles, cuyo vencimiento medio ponderado es de 9,68 años frente a la media europea de 8,03 años (véase cuadro R2.2). Una vez pasados seis meses desde su puesta en marcha, se puede observar que el balance del Eurosistema ha aumentado considerablemente, concretamente desde los 2,16 billones de euros hasta los 2,57 billones a finales de agosto (véase gráfico R2.1). Esta última cifra equivale, aproximadamente, a un 26 % del PIB de la zona del euro, un valor cercano al del balance de la Reserva Federal (27 %). Ambos están muy lejos de las cifras del balance del Banco de Japón (BoJ), que ha aumentado de forma espectacular durante los últimos años y se sitúa cerca del 70 % del PIB (véase gráfico R2.2).

Programa de compras de activos del BCE (31 de agosto)

CUADRO R2.1

Miles de millones de euros	ABSPP	CBPP3	PSPP	
	Total Europa	Total Europa	España	Total
Inicio del programa	nov-14	oct-14	mar-15	
Volumen adquirido mercado secundario	8,1	91,5	33,5	292,3
Volumen adquirido mercado primario	3,0	20,0	-	-
Vencimiento medio ponderado (WAM)	-	-	9,68	8,03

Fuente: BCE.

Compras netas mensuales dentro del PSPP

CUADRO R2.2

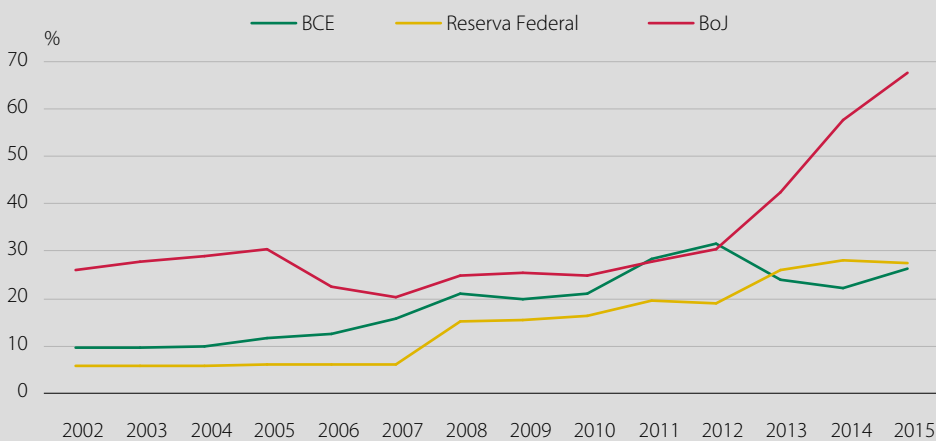
Millones de euros	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto
España	5.447	5.471	5.909	5.915	5.891	4.882
Total Europa	47.383	47.701	51.622	51.442	51.359	42.826

Fuente: BCE.

Para conocer los efectos de este programa, se analiza a continuación la evolución de algunas variables relevantes, aunque se debe tener en cuenta que existen otros factores que pueden influir en su evolución, especialmente, en estos últimos meses en los que los sucesos relacionados con Grecia han generado una enorme volatilidad en los mercados.

Tamaño de los balances en relación con el PIB

GRÁFICO R2.2



Fuente: Bloomberg y Thomson Datastream.

Como primer efecto, el más directo, se pudo observar que durante las primeras semanas de implementación del programa, el aumento de la liquidez dio lugar a incrementos generalizados en los precios de la deuda soberana. Así, por ejemplo, en el plazo de diez años, la mayoría de las rentabilidades de los bonos soberanos se situaron en mínimos históricos a finales del primer trimestre o a principios del segundo: 0,08 % en Alemania, 0,36 % en Francia, 0,56 % en Irlanda, 1,14 % en España e Italia y 1,37 % en Portugal. Después, a causa de las incertidumbres

relacionadas con Grecia, los mercados de deuda se tensionaron y mostraron repuntes en los tipos de interés y la volatilidad.

Por otra parte, las expectativas de inflación de la zona han cambiado su tendencia de forma clara desde que se aprobó el PSPP (uno de los principales objetivos de este programa). Así, por ejemplo, las expectativas de inflación a cinco años vista, que según los datos obtenidos de la *Survey of Professional Forecasters* —encuesta que realiza el BCE—, se habían reducido desde el 1,98 % en el primer trimestre de 2013 hasta el 1,77 % en el primer trimestre de 2015, han invertido la tendencia bajista desde enero. También las condiciones de concesión de créditos parece que se hayan vuelto algo más laxas durante los primeros meses de este año, como lo confirman los datos extraídos de la Encuesta Trimestral sobre Préstamos Bancarios (*Quarterly Bank Lending Survey*) del BCE. Según esta encuesta, los bancos, durante los últimos meses, han ido relajando los estándares para préstamos a entidades no financieras, a la vez que la demanda para estos préstamos también se ha ido incrementando. Esto parece indicar que, aunque de una forma leve y con datos todavía muy preliminares, los programas no convencionales del BCE están empezando a producir efectos sobre la economía real de los países de la zona del euro.

Finalmente, es importante mencionar que en las últimas comparecencias del presidente del BCE se deja bien clara la firme intención de mantener este programa de compras de bonos soberanos hasta, al menos, septiembre de 2016 y que, si fuera necesario, se podría prolongar hasta que el BCE considere que la senda de expectativas de inflación se ha ajustado de forma congruente con los objetivos de política monetaria de la entidad.

1 El tipo oficial se mantiene en el 0,05 % desde septiembre de 2014.

2 EL CBPP3 es el tercer programa de compra de esta clase de activos. Los dos primeros se lanzaron en 2009 y 2011.

3 De hecho, el presidente de la entidad, Mario Dragui, en más de una ocasión ya ha expresado su intención de expandir el balance del BCE hasta niveles cercanos a los 3 billones de euros, como sucedía a principios de 2012.

En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de la deuda pública a diez años de las economías más grandes, que habían caído durante el primer trimestre del año y revertido esta tendencia durante el segundo, volvieron a retroceder durante el tercer trimestre. Mientras que la incertidumbre generada por la renegociación de la deuda en Grecia dio lugar a un aumento de las rentabilidades y de la volatilidad en los mercados de deuda entre abril y los primeros días de julio, el episodio de incertidumbre protagonizado por China no tuvo un efecto similar. La evolución de los mercados secundarios de deuda estuvo marcada en estos últimos meses por su consideración de activos refugio y, en el caso europeo, por el programa de compra de activos del BCE. Así, las rentabilidades de la deuda pública a diez años se situaban a mediados de septiembre en niveles similares a los de principios de año, en un contexto de notable descenso de la volatilidad y mejoras de liquidez (véase gráfico 3).

Las primas de riesgo de las economías europeas de la periferia apenas mostraron variaciones en el tercer trimestre, tras el ligero repunte a principios de julio, en los días anteriores al acuerdo entre la Unión Europea y Grecia. A mediados de septiembre, estas primas de riesgo, evaluadas por los CDS de los bonos soberanos a diez años, se situaban entre los 51 puntos básicos (p.b.) de Irlanda y los 170 p.b. de

Las turbulencias originadas en China no tuvieron un impacto significativo en las rentabilidades de la deuda pública...

... ni tampoco en las primas de riesgo soberano, que solo habían mostrado un pequeño aumento a principios de julio, justo antes del acuerdo entre la Unión Europea y Grecia.

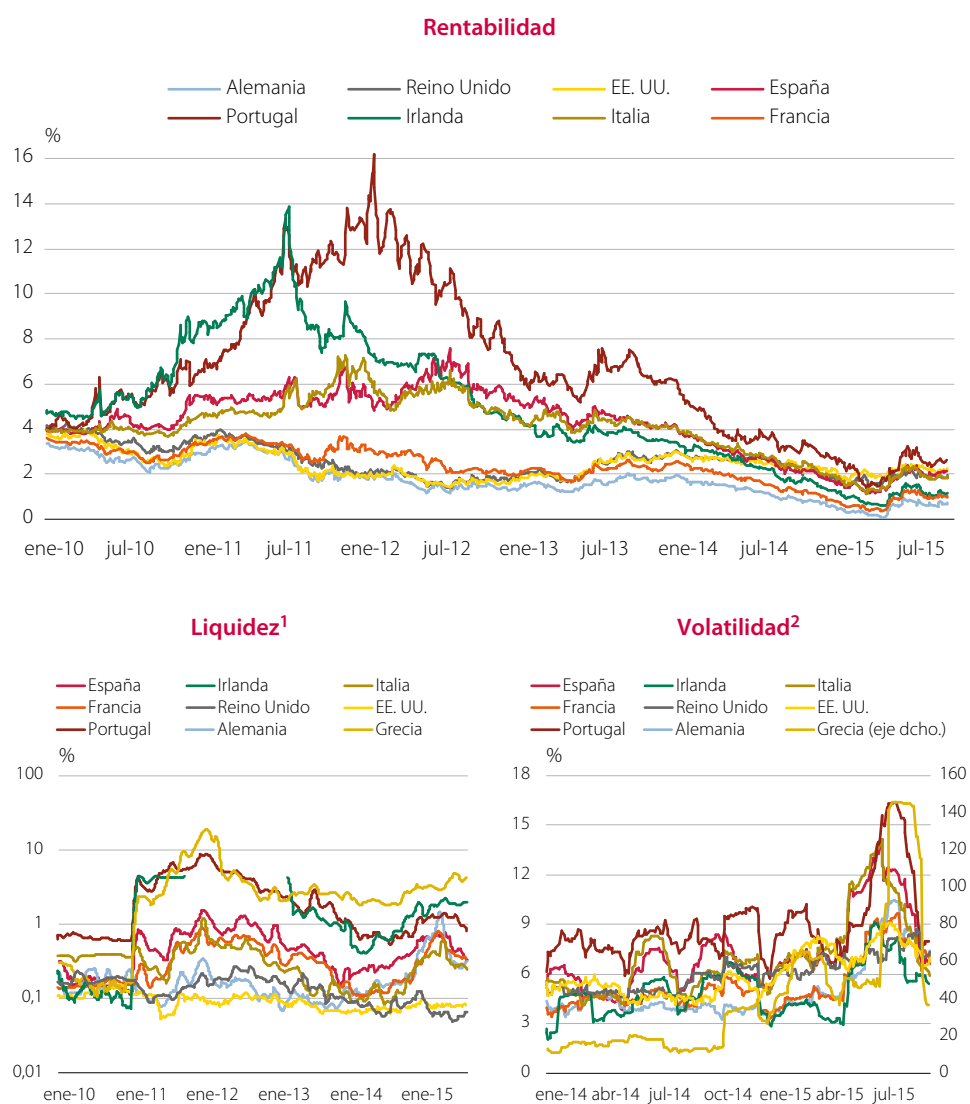
Portugal (101 p.b. en España). En Grecia, el periodo de crisis dio lugar a fuertes repuntes en la prima de los CDS, que alcanzó máximos superiores a 8.500 p.b. a principios de julio. Tras el acuerdo, la prima de riesgo descendió de forma abrupta, hasta quedar por debajo de los 1.500 p.b. en la fecha de cierre de este informe.

En los mercados de renta fija privada, se observó un ligero aumento de la prima de riesgo en las categorías de deuda de menor calidad crediticia.

En los mercados de renta fija privada, se observó un ligero incremento en las primas de riesgo de la deuda de menor calidad crediticia desde los meses de primavera, debido posiblemente al trasvase de recursos hacia instrumentos más seguros. En EE. UU., la prima de riesgo de la deuda de peor calidad (*high yield*) aumentó desde valores cercanos a 420 p.b. en abril hasta máximos de 540 p.b. a principios de septiembre, mientras que en la zona del euro lo hizo algo menos, desde 450 p.b. hasta 530 p.b. (véase gráfico 5).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3



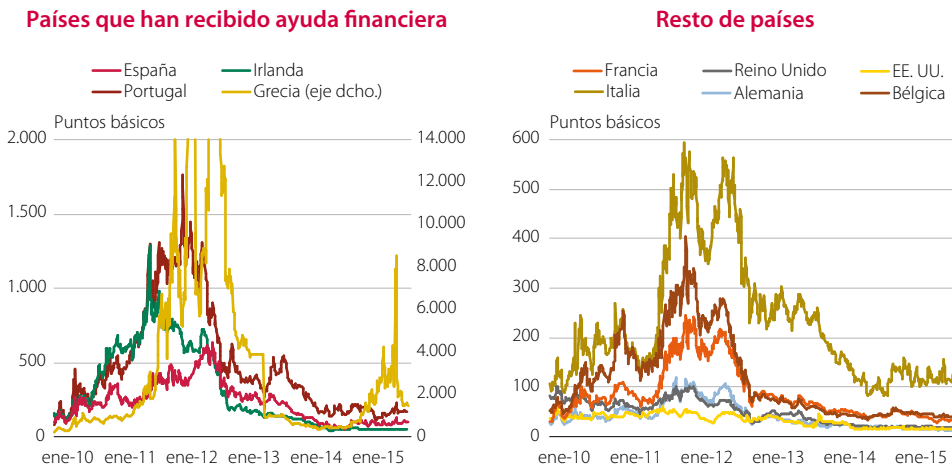
Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*spread bid-ask*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años (en escala logarítmica).

2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

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

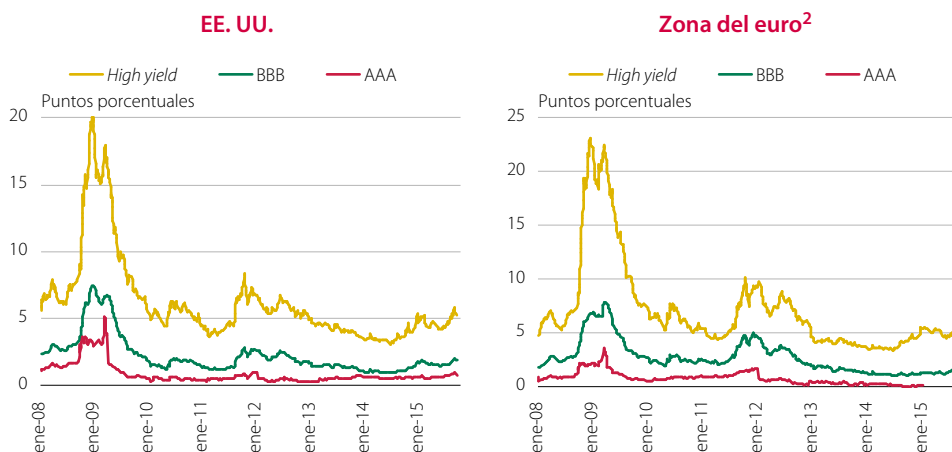
GRÁFICO 4



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

Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a diez años¹

GRÁFICO 5

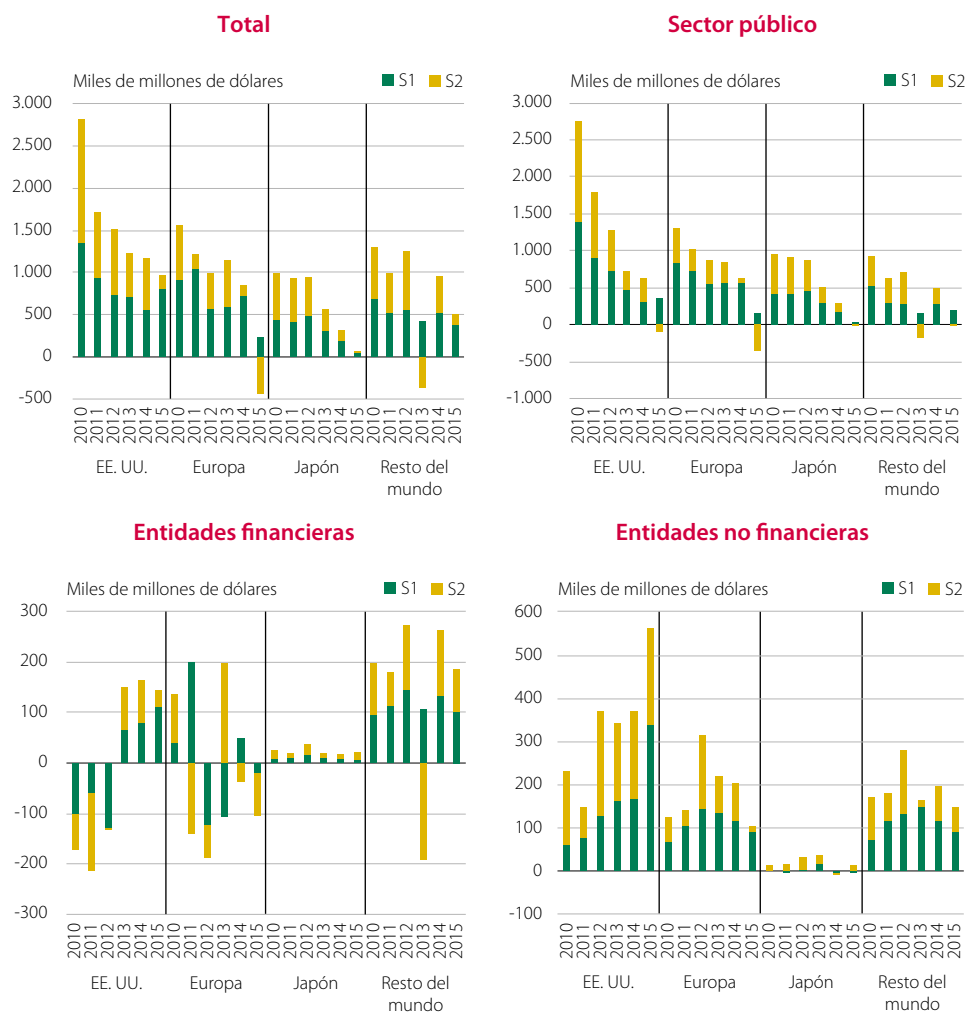


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 1 En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.
- 2 Desde el 1 de enero de 2015 no hay bonos elegibles AAA.

Las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales se han situado en 1,34 billones de dólares en lo que va de año (en términos anualizados), lo que supone un descenso de casi el 60 % respecto al volumen emitido en 2014. Esta caída tuvo su origen en el retroceso de las emisiones netas del sector público, que en la segunda mitad del año quedaban en terreno negativo, tanto en EE. UU. como en Europa, y de las emisiones de las entidades financieras, sobre todo en Europa, donde continúa el desapalancamiento del sector (véase gráfico 6).

Fuerte descenso de las emisiones netas de deuda en 2015, debido a la caída de las emisiones del sector público y de las entidades financieras.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2015 son hasta el 13 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Por el contrario, las emisiones de deuda corporativa en EE. UU. han registrado máximos desde el principio de la crisis, debido al nivel extremadamente bajo del coste de emisión, una tendencia que podría cambiar en los próximos meses.

Los principales índices de renta variable cayeron con fuerza en el tercer trimestre del año debido a las turbulencias originadas en China...

Por el contrario, cabe señalar el fuerte dinamismo de las emisiones de deuda corporativa en EE. UU., que en el año superan los 560.000 millones de dólares, un 52 % más que en 2014 y muy por encima de los registros observados durante la crisis. Los elevados volúmenes de las emisiones de estas entidades se entienden en un contexto de tipos de interés de emisión históricamente reducidos, junto con la perspectiva de aumento de los mismos hacia finales de este año, lo que posiblemente ha incentivado y adelantado numerosas emisiones.

Los principales índices de renta variable internacional descendieron con intensidad en el tercer trimestre del año, como consecuencia del episodio de turbulencias originado por la incertidumbre económica en China. Las caídas de las cotizaciones fueron superiores al 10 % en los índices japoneses, entre el 2,5 % y el 5,8 % en los estadounidenses, y entre el 2,9 % y el 9,2 % en los europeos. Estos últimos encadenan dos trimestres de caídas en los precios de las acciones —en el trimestre anterior debido a las dudas sobre Grecia—, que contrastan con las significativas ganancias de los primeros meses del año, derivadas de la puesta en marcha del programa de compra de activos del BCE. En cuanto a la rentabilidad acumulada en lo que va de año,

algunos índices europeos, como el Ibex 35 o el FTSE 100, retroceden, mientras que otros siguen presentando ganancias, en algún caso, como el Mib 30, significativas.

En EE. UU., los índices Dow Jones y S&P 500 presentaron descensos en el año, ya que la notable caída del último trimestre compensó con creces la evolución algo errática de los meses precedentes. En cambio, el índice de valores tecnológicos Nasdaq experimentó una ligera revalorización en el ejercicio (2,6 %). Los índices de Japón también acumulan una rentabilidad positiva en lo que va de año gracias a los buenos datos del primer semestre (véase cuadro 1).

... anulando o reduciendo sensiblemente las ganancias acumuladas en el conjunto del ejercicio.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 1

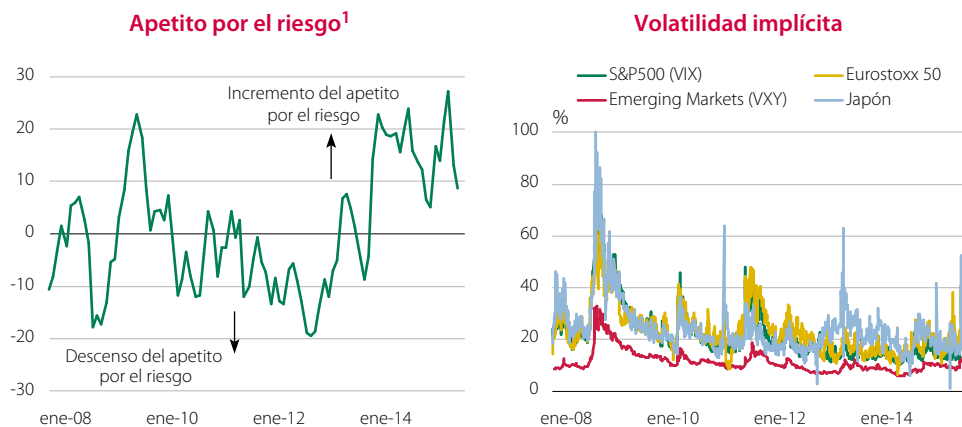
	2011	2012	2013	2014	III-14	IV-14	I-15	II-15	III-15 (hasta el 15 de septiembre)	
									% s/ trim. ant.	% s/ dic-14
Mundo										
MSCI World	-7,6	13,2	24,1	2,9	-2,6	0,7	1,8	-0,3	-5,9	-4,4
Zona del euro										
Eurostoxx 50	-17,1	13,8	17,9	1,2	-0,1	-2,5	17,5	-7,4	-6,3	1,9
Euronext 100	-14,2	14,8	19,0	3,6	0,4	-0,6	17,3	-4,5	-6,6	4,7
Dax 30	-14,7	29,1	25,5	2,7	-3,6	3,5	22,0	-8,5	-6,9	3,9
Cac 40	-17,0	15,2	18,0	-0,5	-0,1	-3,2	17,8	-4,8	-4,6	6,9
Mib 30	-24,0	10,2	18,8	-0,4	-3,2	-7,4	22,5	-2,7	-2,9	15,7
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-0,9	-5,0	12,1	-6,5	-9,2	-4,8
Reino Unido										
FTSE 100	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-1,8	-0,9	3,2	-3,7	-5,9	-6,5
Estados Unidos										
Dow Jones	5,5	7,3	26,5	7,5	1,3	4,6	-0,3	-0,9	-5,8	-6,9
S&P 500	0,0	13,4	29,6	11,4	0,6	4,4	0,4	-0,2	-4,1	-3,9
Nasdaq-Composite	-1,8	15,9	38,3	13,4	1,9	5,4	3,5	1,8	-2,5	2,6
Japón										
Nikkei 225	-17,3	22,9	56,7	7,1	6,7	7,9	10,1	5,4	-10,9	3,3
Topix	-18,9	18,0	51,5	8,1	5,0	6,1	9,6	5,7	-10,3	3,9

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

Las caídas de las cotizaciones vinieron acompañadas de incrementos puntuales y significativos de la volatilidad en los mercados de acciones. A finales de agosto, la mayoría de los índices mostraron repuntes de la volatilidad hasta niveles cercanos al 40 % o superiores, como en el caso del índice japonés Nikkei 225. En Europa, este repunte de agosto se unió al observado en junio con ocasión de las turbulencias generadas por la falta de acuerdo en Grecia.

También se observaron rebotes importantes en la volatilidad.



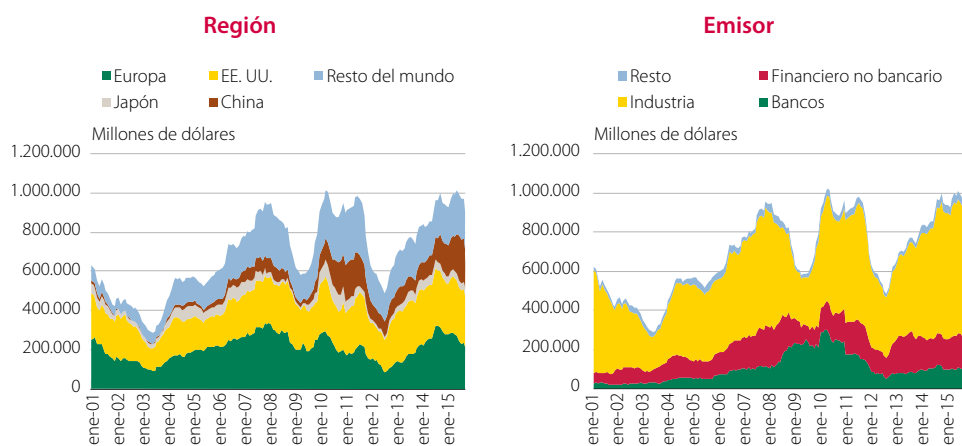
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de acciones caen un 3,2 % hasta septiembre, afectadas por la incertidumbre en Grecia y China.

Las emisiones de instrumentos de renta variable, que habían mostrado un gran dinamismo en la primera mitad del año (11,1 %), cambiaron su tendencia en el tercer trimestre, afectadas por la incertidumbre relacionada con Grecia y las turbulencias observadas en los mercados financieros en agosto. Este cambio hizo que el volumen de emisiones de acciones acumulado entre enero y septiembre³ se situara en 701.000 millones de dólares, un 3,2 % menos que en el mismo periodo de 2014 (véase gráfico 8). Por áreas geográficas, se observó un mayor descenso de las emisiones de acciones en Europa (-23 %) y, en menor medida, en Japón (-6,3 %). En EE. UU. se produjo poca variación en relación con las cifras de 2014, mientras que en China se registró el mayor avance (25 %), que tuvo su origen en el fuerte incremento de las emisiones en los primeros meses del año. Por sectores, las emisiones de renta variable crecieron tanto en el sector financiero bancario (7 %) como en el no bancario (2 %), mientras que descendieron en las empresas industriales (-6,5 %). Aun así, el importe de las emisiones de estas últimas siguió siendo el más elevado en relación con el total (66 %).

Emisiones internacionales de renta variable



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

3 Con datos hasta el 13 de septiembre.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

El PIB de la economía española registró un crecimiento trimestral del 1 % en el segundo trimestre del año, una décima más que en el primero. En términos anuales, la variación del PIB ascendió al 3,1 % (2,7 % en el primero). Estas cifras, muy superiores a las observadas en la zona del euro (0,4 % trimestral y 1,5 % anual), confirman la aceleración de la actividad económica nacional, cuyo ritmo de avance es similar al existente en los años previos a la crisis económica y financiera internacional.

Tanto la demanda nacional como la demanda exterior mejoraron sus contribuciones al crecimiento total. En el caso de la demanda nacional, su aportación al crecimiento pasó de 3,1 puntos porcentuales en el primer trimestre del año a 3,3 en el segundo, y en el caso de la demanda exterior lo hizo desde -0,4 hasta -0,2 puntos porcentuales. Atendiendo a los componentes de la demanda nacional, cabe señalar la estabilidad del crecimiento anual del gasto en consumo final de los hogares (3,5 %) y de la formación bruta de capital fijo (6,1 %), que se consolidan como motores de la reactivación económica. El gasto en consumo final de las Administraciones Públicas (AA. PP.) se incrementó desde el 0,2 % hasta el 1 %. En cuanto a la evolución de la demanda exterior, se observó que tanto las exportaciones como las importaciones aceleraron sus ritmos de avance en el segundo trimestre del año: del 5 % al 6 % en las primeras y del 7 % al 7,2 % en las segundas.

Desde el punto de vista de la oferta, todas las ramas de actividad incrementaron las tasas de crecimiento de su valor añadido bruto (VAB). En el caso de las ramas industriales, el incremento pasó del 2,9 % al 3,5 %, destacando el avance de la industria manufacturera (3,8 %). El cambio de tono en el sector de la construcción permitió un avance de su valor añadido del 5,8 % (5,7 % en el trimestre anterior). Por su parte, el mejor comportamiento de la mayoría de las actividades relacionadas con los servicios permitió un aumento de su VAB del 3,0 % (2,7 % en el primer trimestre). Finalmente destaca la recuperación del valor añadido de las ramas primarias que, tras el retroceso del 2,6 % de los tres primeros meses del año, mostró un incremento del 2,2 % en el segundo trimestre.

La inflación española, que se había ido incrementando progresivamente durante el año desde tasas anuales negativas (-1,3 %) hasta tasas ligeramente positivas (0,1 % en junio y julio), volvió a terreno negativo en agosto (-0,4 %), como consecuencia de un nuevo retroceso en el precio de los carburantes y de la electricidad. La tasa subyacente, que muestra la evolución de los precios menos volátiles del índice, también ha experimentado una tendencia ligeramente alcista durante este año, al pasar del 0,2 % en enero al 0,7 % en agosto. El diferencial de inflación con la zona del euro siguió siendo negativo durante el año, pero mostró una tendencia descendente hasta julio, cuando se situó en -0,2 puntos porcentuales. En agosto el diferencial volvió a ampliarse a -0,7 puntos porcentuales.

El PIB de la economía española creció un 1 % en el segundo trimestre del año (3,1 % en términos anuales), muy por encima del avance de la zona del euro (0,4 %).

Tanto la demanda nacional como la exterior mejoraron sus contribuciones al crecimiento en el segundo trimestre.

Todas las ramas de actividad aceleraron el ritmo de avance de su valor añadido, lo que confirma la senda de recuperación generalizada de la economía.

La inflación anual, que se había incrementado progresivamente durante el año hasta alcanzar tasas positivas, volvió a terreno negativo en agosto debido a la caída de los precios de la energía.

	2011	2012	2013	2014	CE ¹	
					2015P	2016P
PIB	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,8	2,6
Consumo privado	-2,0	-3,0	-2,3	2,4	3,5	2,8
Consumo público	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	0,4	0,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-6,3	-8,1	-3,7	3,4	5,5	5,1
Construcción	-10,6	-9,3	-9,2	-1,4	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	0,9	-9,1	5,6	12,3	8,8	7,9
Exportaciones	7,5	1,2	4,3	4,2	5,5	6,2
Importaciones	-0,7	-6,3	-0,4	7,7	7,2	7,1
Sector exterior (contribución al crecimiento, p. p.)	2,1	2,2	1,4	-0,8	-0,4	-0,1
Empleo²	-2,6	-4,4	-3,2	1,2	2,7	2,5
Tasa de paro	21,4	24,8	26,1	24,4	22,4	20,5
Índice de precios de consumo	3,2	2,4	1,4	-0,2	-0,6	1,1
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-0,3	1,4	0,8	1,2	1,0
Saldo de las AA. PP. (% PIB)³	-9,4	-10,3	-6,8	-5,8	-4,5	-3,5
Deuda pública (% PIB)	69,2	84,4	92,1	97,7	100,4	101,4
Posición de inversión internacional neta (% PIB)⁴	-80,3	-65,9	-80,0	-83,6	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2015.

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012, 2013 y 2014 por una cuantía del 0,5 %, el 3,8 %, el 0,5 % y el 0,1 % del PIB, respectivamente.

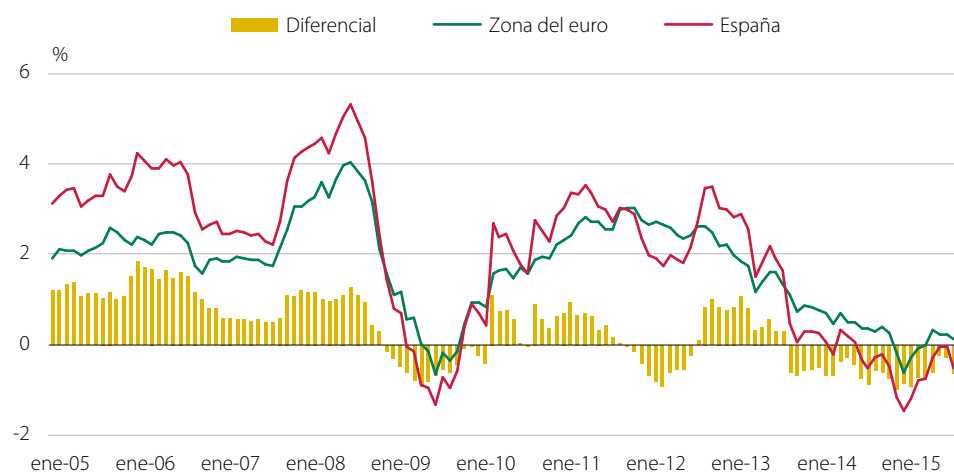
4 Sin Banco de España.

n.d.: [dato] no disponible.

La recuperación de la actividad nacional refuerza el proceso de creación de empleo con 477.000 puestos más en el último año (puestos de trabajo a tiempo completo).

El dinamismo de la actividad doméstica se está traduciendo en un incremento notable del número de personas con empleo y, en consecuencia, en un descenso de la tasa de paro. En cuanto a la creación de empleo, diferentes estadísticas⁴ indican que estaría cercana al 3 %. En términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, este avance supone 477.000 empleos más en el último año. Por su parte, la tasa de desempleo de la economía, que alcanzó un máximo del 27 % de la población activa en el primer trimestre de 2012, se redujo hasta el 22,4 % a mediados de 2015. El coste laboral por unidad de producto (CLU), que en los años anteriores a la crisis crecía a unas tasas cercanas o incluso superiores al 4 %, comenzó a retroceder con posterioridad debido al descenso de la remuneración por asalariado y al incremento de la productividad aparente del trabajo. Los datos de CLU del último año muestran un descenso notablemente menos acusado, debido a la variación mucho menor de sus dos componentes.

4 Según la información de la Contabilidad Nacional Trimestral, el empleo creció un 2,9 % anual en el segundo trimestre del año (2,8 % en el primero) y según la Encuesta de Población Activa, el número de empleados se incrementó un 3,0 %, hasta los 17,86 millones.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria hasta julio revelan que el déficit del Estado se situó en el 2,44 % del PIB, por debajo del 3,05 % registrado en el mismo periodo de 2014. Los recursos no financieros del Estado se incrementaron un 4 %, hasta los 100.785 millones de euros, mientras que los empleos no financieros cayeron un 1,2 %, hasta los 127.558 millones. La información sobre el déficit conjunto de las AA. PP. excluidas las corporaciones locales, disponible hasta mayo, revela que este se situó en el 2,19 % del PIB, algo por debajo del 2,34 % del año anterior. El saldo negativo de la Administración central ascendió al 2,02 % del PIB (2,27 % en 2014) y el de las comunidades autónomas fue del 0,48 % del PIB (0,59 % en 2014). La ratio de deuda pública se situaba en el 97,7 % del PIB a finales de junio, el mismo nivel que al cierre de 2014. De acuerdo con el Proyecto de Presupuestos del Estado para 2016, se espera que continúe la consolidación de las cuentas públicas durante los próximos ejercicios en un entorno favorable de crecimiento económico. En particular, se prevé que el déficit se sitúe a finales de este año en el 4,2 % del PIB y que descienda hasta el 2,8 % en 2016, el 1,4 % en 2017 y el 0,3 % en 2018. Respecto a la deuda pública, las previsiones sitúan la ratio sobre el PIB en el 98,7 % a finales de este año y el 98,2 % en 2016.

La mejora de la situación macroeconómica también favorece el proceso de consolidación fiscal.

En cuanto al sector bancario, la mejoría de la economía española y de sus condiciones de financiación está repercutiendo positivamente en la evolución del negocio de los bancos, cuyas rentabilidades se han incrementado. Las condiciones de solvencia del sector también son favorables. Sin embargo, el entorno de tipos de interés reducidos y la existencia de un volumen importante de activos improductivos suponen un reto importante para el modelo de negocio de estas entidades a corto y medio plazo.

El sector bancario evoluciona favorablemente, pero el nivel reducido de tipos de interés constituye un reto importante para el modelo de negocio de estas entidades.

La cuenta de resultados agregada correspondiente al primer trimestre del año reveló una mejora del margen de explotación del sector (4.623 millones de euros), que se situó en niveles superiores a los del mismo periodo de los últimos años. El origen de la mejora estuvo en el margen de intereses, que ascendió a 6.764 millones de euros (6.405 millones en 2014), y en las menores pérdidas por deterioro de activos financieros (3.386 millones en 2015 frente a 3.596 en 2014). Los gastos de explotación se

El margen de explotación del sector bancario mejoró en el primer trimestre del año, pero no lo hizo el beneficio total debido al incremento de las pérdidas por el deterioro del resto de los activos.

mantuvieron prácticamente sin cambios (6.514 millones). La cifra final de beneficios del sector en el primer trimestre fue inferior a la de 2014 (3.027 millones frente a 3.703) debido al incremento de las pérdidas por el deterioro del resto de los activos.

La financiación bancaria a las empresas y los hogares siguió mostrando tasas negativas, pero mucho menores que en años pasados (de hecho, hay signos de reactivación del crédito en algunos segmentos)...

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) continuó descendiendo en la primera mitad del año, pues persiste el proceso de desapalancamiento de estos sectores, aunque lo hizo con menos intensidad que en años anteriores. En julio, esta financiación retrocedía un 2,8 % interanual, por debajo del 4 % de finales de 2014 o del 5,9 % de finales de 2013. Por sectores, la financiación bancaria a las sociedades no financieras caía un 2,7 % en julio (4,3 % en diciembre de 2014), debido al menor retroceso del crédito bancario. De hecho, las estadísticas sobre operaciones de crédito nuevas revelan una recuperación de los volúmenes concedidos respecto a las cifras de los últimos años, tanto en operaciones de menor tamaño (menos de un millón de euros) como en las demás. En el caso de los hogares, la financiación que obtenían caía en julio un 2,8 % (3,7 % en diciembre pasado), debido a la tasa negativa que aún presentan los préstamos para la adquisición de vivienda. Por el contrario, los préstamos dedicados a otros fines, especialmente el consumo, ya mostraban una tasa positiva en julio, un hecho que solo había ocurrido un mes⁵ desde mayo de 2009, coincidiendo con las primeras etapas de la crisis.

... mientras que la tasa de morosidad prosiguió su tendencia a la baja. En junio se situaba en el 11 %.

La mejora del contexto macroeconómico nacional también incidió en la tasa de morosidad del sector, que se redujo hasta el 11 % a mediados de año (véase gráfico 10). Prolonga así una tendencia a la baja que comenzó tras el máximo de diciembre de 2013 (13,6 %).

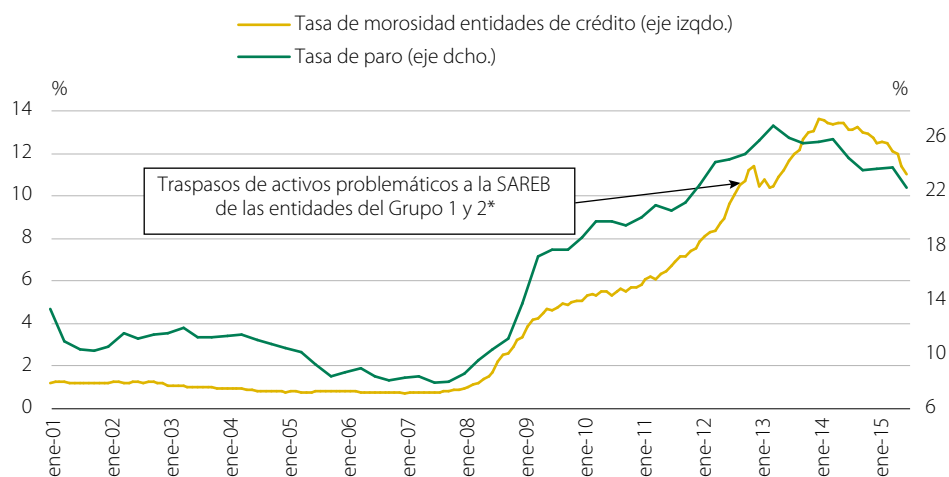
El tamaño del balance del sector bancario continuó descendiendo.

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas han mejorado sensiblemente durante este ejercicio, lo que ha facilitado las emisiones de deuda tanto en los mercados domésticos como en los exteriores. Sin embargo, el análisis del balance agregado del sector continúa mostrando una tendencia contractiva en su tamaño, que a mediados de año se situaba en 2,83 billones de euros (2,91 billones en diciembre). La financiación vía depósitos se mantiene relativamente estable, mientras que desciende levemente el saldo de deuda (el volumen de vencimientos es superior al de las emisiones nuevas) y el volumen de patrimonio. La financiación procedente del Eurosistema descendió en los primeros meses del año, pero se incrementó después hasta los 138.000 millones de euros (141.000 millones a finales de 2014).

5 Junio de 2010.

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta junio de 2015.

¹ Sobre la población activa.

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

El resultado agregado de las empresas cotizadas no financieras se situó en 13.748 millones de euros al cierre del primer semestre del año, lo que supone un aumento del 54 % respecto al mismo periodo del año anterior. El dinamismo de la actividad de la economía se hizo extensivo a los diferentes sectores, que mostraron importantes avances en sus resultados, con excepción de las empresas energéticas, fuertemente afectadas por la caída del precio del petróleo. En valor absoluto, destaca por encima de todos el aumento del beneficio de las empresas del comercio y los servicios, que pasó de 1.791 millones de euros en el primer semestre de 2014 a 6.285 millones en el mismo periodo de 2015 (véase cuadro 3).

El beneficio de las empresas cotizadas no financieras se incrementó un 54 % en el primer semestre del año, hasta los 13.748 millones de euros.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras¹

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1S14	1S15	1S14	1S15	1S14	1S15
Energía	10.429	11.532	6.195	6.639	5.355	4.855
Industria	2.089	2.450	1.368	1.713	729	973
Comercio y servicios	13.477	12.078	7.228	4.998	1.791	6.285
Construcción e inmobiliario	2.973	3.917	1.853	2.764	1.019	1.598
Ajustes	-57	-44	-20	-9	27	37
TOTAL AGREGADO	28.911	29.933	16.624	16.105	8.921	13.748

Fuente: CNMV.

¹ Se presentan los resultados de las empresas que habían remitido información antes del cierre del informe.

² Resultado bruto de explotación.

³ Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las empresas cotizadas no financieras se situó en 261.611 millones de euros, un 2,3 % más que el de finales de 2014. Por sectores, se observaron incrementos en el nivel de deuda de las empresas ligadas a la energía (un 10,3 % más) y de las

Su nivel de deudas se incrementó, pero fue compatible con un leve descenso de la ratio de apalancamiento.

empresas dedicadas al comercio y los servicios (un 3 % más). A pesar del incremento en el nivel de deuda, la ratio de apalancamiento de las sociedades cotizadas no financieras registró un leve descenso entre diciembre de 2014 y junio de 2015, al pasar de 1,3 a 1,2 (véase cuadro 4). Por su parte, la ratio de cobertura de la deuda, medida por el número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), permaneció estable en 4,4, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) registró un leve deterioro.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros		2011	2012	2013	2014	1515
Energía	Deudas	95.853	91.233	82.146	70.488	77.757
	Deudas/patrimonio	0,92	0,85	0,75	0,73	0,76
	Deudas/EBITDA ¹	3,27	3,26	3,41	3,76	3,37
	EBIT ² /carga financiera	3,30	3,14	2,90	2,97	3,59
Industria	Deudas	17.586	17.232	16.609	16.928	16.811
	Deudas/patrimonio	0,63	0,63	0,62	0,58	0,85
	Deudas/EBITDA	2,54	2,38	2,17	1,94	3,43
	EBIT/carga financiera	3,90	3,82	4,56	6,03	3,55
Comercio y servicios	Deudas	113.142	117.359	111.795	107.402	110.575
	Deudas/patrimonio	2,01	2,00	1,99	1,92	1,60
	Deudas/EBITDA	3,78	4,01	3,90	4,06	4,58
	EBIT/carga financiera	2,45	2,02	2,08	2,05	1,30
Construcción e inmobiliario	Deudas	83.716	76.236	65.066	62.882	57.780
	Deudas/patrimonio	2,98	3,51	4,46	3,44	2,15
	Deudas/EBITDA	15,00	15,17	18,87	12,83	7,38
	EBIT/carga financiera	0,52	0,32	0,09	0,64	1,60
Ajustes ³		-1.404	-1.429	-1.395	-1.381	-1.311
TOTAL AGREGADO	Deudas	308.893	300.633	274.221	256.319	261.611
	Deudas/patrimonio	1,44	1,41	1,33	1,29	1,20
	Deudas/EBITDA	4,29	4,32	4,29	4,37	4,37
	EBIT/carga financiera	2,30	2,06	1,99	2,17	2,05

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

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

Los indicadores relacionados con la posición patrimonial de los hogares han mejorado en 2015: desciende su endeudamiento y aumenta levemente su riqueza y su ahorro.

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan una nueva mejoría durante este año. Por un lado, la ratio de endeudamiento en relación con la renta bruta disponible (RBD) continuó descendiendo debido a la contracción de las deudas y al incremento de las rentas (los últimos datos estarían por debajo del 110 % de la RBD), mientras que, por otro lado, la riqueza de los hogares registró un leve avance gracias al aumento del valor de sus activos financieros (el valor de los inmobiliarios permaneció estable) y al descenso de sus pasivos. El ahorro de las familias ha experimentado

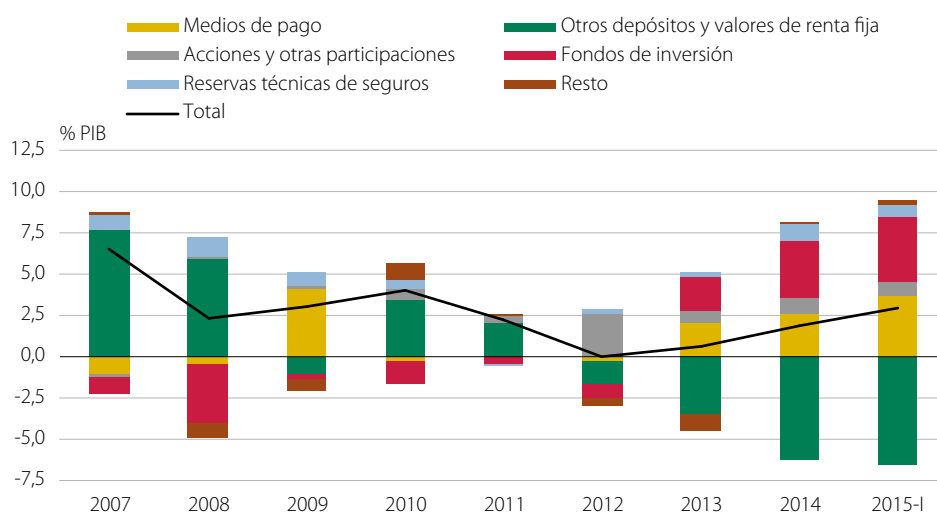
un ligero repunte en el último año desde valores del 9,5 % de su renta disponible a mediados de 2014 hasta el 9,9 % en los primeros meses de 2015. La mayor parte del aumento de su renta se estaría destinando al consumo, una tendencia que avalan las cifras de la Contabilidad Trimestral comentadas anteriormente.

Dentro de las inversiones financieras realizadas por los hogares, destaca el aumento del volumen de las adquisiciones de activos y el significativo cambio de composición de la cartera. La información de las *Cuentas financieras* hasta el primer trimestre de 2015 revela que este volumen se situó en el 2,9 % del PIB (con datos acumulados de cuatro trimestres), por encima de los registros observados desde 2010 (véase gráfico 11). En cuanto al cambio en la composición de la cartera, cabe destacar la consolidación de una tendencia que se viene observando desde hace varios trimestres y que consiste en la sustitución de depósitos bancarios y valores de renta fija por participaciones en fondos de inversión (el importe acumulado en un año de la inversión en fondos ascendió al 4 % del PIB). Esta tendencia se explica por el actual contexto de tipos de interés reducidos, que favorece la búsqueda de mayores rentabilidades en otros productos financieros, y por el activo papel de las entidades bancarias en la comercialización de los fondos de inversión.

En cuanto a sus decisiones de inversión financiera, continúa el desplazamiento de recursos desde los depósitos bancarios, que ofrecen rentabilidades muy reducidas, hacia los fondos de inversión, más atractivos en este contexto.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento del PIB mundial se situará en el 3,3 % este año (dos décimas menos que en su previsión de abril) y en el 3,8 % en 2016 (véase cuadro 5). El descenso del pronóstico para este año tuvo su origen en el empeoramiento de las perspectivas sobre EE. UU., debido a los malos datos del primer trimestre, y sobre algunas economías emergentes, lastradas por la caída de los precios de las materias primas. Según el FMI, el crecimiento del PIB de las economías avanzadas será del 2,1 % y el 2,4 % en 2015 y 2016, respectivamente, mientras que el de las emergentes se situará en el 4,2 % y el 4,7 % en los mismos periodos.

La economía mundial crecerá un 3,3 % este año y un 3,8 % en 2016 según el FMI.

Los mayores riesgos sobre el crecimiento mundial están relacionados con la desaceleración de las economías emergentes y con la posibilidad de nuevas turbulencias en los mercados.

Las previsiones que se atisban en torno a este escenario central de previsiones son, en general, a la baja, si bien no se descarta que las cifras de crecimiento sean mayores si los efectos derivados del descenso del precio del petróleo superan lo estimado inicialmente (en las economías avanzadas). Entre los riesgos a la baja destacan por encima de todos los asociados a la evolución de las economías emergentes, especialmente a la posibilidad de que su desaceleración sea mayor de lo previsto debido a elementos como el descenso de los precios de las materias primas, la debilidad de las monedas locales y la persistencia de algunos desequilibrios locales. Las turbulencias observadas en las bolsas en agosto, como consecuencia de la incertidumbre en China, constituyen un buen ejemplo del impacto que un peor comportamiento de estas economías puede tener a escala global. Otro de los riesgos más relevantes que se perciben está relacionado con la posibilidad de que se prolonguen los episodios de inestabilidad en los mercados financieros, no solo por el comportamiento de las economías emergentes, sino también por la eventualidad de que revierta la evolución de los tipos de interés en numerosas economías y por la persistencia de varios conflictos geopolíticos.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2011	2012	2013	2014	FMI ¹	
					2015P	2016P
Mundial	4,1	3,4	3,4	3,4	3,3 (-0,2)	3,8 (=)
EE. UU.	1,6	2,3	2,2	2,4	2,5 (-0,6)	3,0 (-0,1)
Zona del euro	1,8	-0,7	-0,4	0,8	1,5 (=)	1,7 (+0,1)
Alemania	3,7	0,6	0,2	1,6	1,6 (=)	1,7 (=)
Francia	2,1	0,4	0,7	0,2	1,2 (=)	1,5 (=)
Italia	0,7	-2,3	-1,7	-0,4	0,7 (+0,2)	1,2 (+0,1)
España	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	3,1 (+0,6)	2,5 (+0,5)
Reino Unido	1,6	0,7	1,7	2,9	2,4 (-0,3)	2,2 (-0,1)
Japón	-0,4	1,8	1,6	-0,1	0,8 (-0,2)	1,2 (=)
Emergentes	6,2	5,1	5,0	4,6	4,2 (-0,1)	4,7 (=)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2015 respecto a abril de 2015.

La economía española se está comportando mucho mejor de lo previsto y su crecimiento superará el 3 % este año. Sin embargo, persisten algunos elementos de incertidumbre.

En lo que concierne a la economía española, su comportamiento durante los últimos trimestres ha superado todas las estimaciones que se barajaban a principios de año. De hecho, es la economía con la mayor revisión al alza en las cifras de crecimiento previstas por el FMI (seis décimas más este año, hasta el 3,1 %, y cinco más el año que viene, hasta el 2,5 %). El comportamiento más dinámico de la demanda interna estaría detrás de este impulso de la actividad española, que está creciendo a unas tasas que no se alcanzaban desde 2007, justo antes de la crisis. El descenso del precio del crudo, la mejora de las condiciones de financiación de la economía y la adopción de varias reformas estructurales han favorecido esta tendencia. Sin embargo, el escenario de crecimiento no está exento de riesgos, persistiendo aquellos relacionados con algunas debilidades estructurales del mercado laboral y con la necesidad de continuar el proceso de consolidación fiscal. También existen riesgos relacionados con el previsible cambio de modelo de negocio del sector financiero para adecuarse al entorno de tipos de interés reducidos y riesgos en el ámbito político. Como en otras economías

avanzadas, tampoco se puede descartar que la española se vea afectada por periodos de turbulencias en los mercados o por una reversión abrupta de los tipos de interés.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados españoles de renta variable iniciaron el tercer trimestre con alzas, tras el acuerdo alcanzado entre los líderes europeos sobre un nuevo rescate a Grecia. Las ganancias se convirtieron en pérdidas a raíz de las turbulencias originadas en China a finales de agosto, que se ampliaron en la primera mitad de septiembre debido a las caídas de las cotizaciones de las grandes compañías españolas con importante exposición a Brasil⁶. Las medidas adoptadas por las autoridades del país asiático, entre las que destacó la devaluación del renminbi para evitar una desaceleración más acusada de su economía, generaron una gran incertidumbre en los mercados por el posible impacto que dicha ralentización y la de otras economías emergentes podría tener en el resto de los países. La caída de las cotizaciones en los mercados españoles, ligeramente mayor a la de otras plazas europeas, compensó con creces las ganancias de los primeros meses de 2015 y vino acompañada de un fuerte incremento de la volatilidad. La contratación mantuvo el dinamismo observado en trimestres anteriores, situándose en 850.000 millones de euros (un 30 % más en términos interanuales). Asimismo, se mantuvo la tendencia creciente de la negociación de acciones españolas en otras plataformas diferentes a las de su mercado de origen, representando la cuota de mercado de las primeras más del 20 % del total. En relación con los mercados primarios, disminuyó significativamente el volumen de emisión de acciones, que se había incrementado de modo destacado en la primera mitad del año, gracias a la salida a bolsa de nuevas compañías y al elevado volumen de las ampliaciones de capital efectuadas.

En este marco, el Ibex 35 retrocedió un 9,2 % en el trimestre, acumulando pérdidas durante dos trimestres consecutivos (el segundo retrocedió un 6,5 %), tras haber registrado un avance del 12,1 % en el primer trimestre del año. En la fecha de cierre de este informe (15 de septiembre), el índice registraba una caída del 4,8 % desde el inicio del año. El Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) y el de las compañías de pequeña capitalización tuvieron un comportamiento similar en el tercer trimestre, con caídas del 9,4 % y 12 %, respectivamente, mientras que los retrocesos fueron más moderados para las compañías de mediana capitalización, cuyo índice descendió el 4,2 %. En el año, tanto el Ibex 35 como el IGBM acumulan descensos en torno al 5 %, mientras que los de empresas de pequeña y mediana capitalización se mantienen en positivo (4,6 % y 9 %, respectivamente). Los índices representativos de valores latinoamericanos presentaron caídas significativas en euros, que acentuaron los descensos en moneda local debido a la notable depreciación de algunas divisas como, por ejemplo, el real brasileño, que ha caído casi un 30 % respecto al euro en lo que va de año. Los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top descienden

Los precios de las acciones españolas experimentaron un aumento de su volatilidad y registraron caídas debido a las incertidumbres provenientes de Grecia y China y la exposición de las grandes compañías españolas a Brasil.

El Ibex 35 retrocedió un 9,2 % y acumula pérdidas del 4,8 % en el año. Los índices de empresas de pequeña y mediana capitalización también cayeron, pero avanzan entre el 4,6 % y el 9 % en el año. Los mayores retrocesos son para Latibex, que recoge los efectos de la depreciación de las divisas latinoamericanas.

6 Brasil entró en recesión técnica al registrar dos trimestres consecutivos de descensos en el PIB (0,7 % en el primero y 1,9 % en el segundo). Asimismo, Standard & Poor's rebajó el 9 de septiembre el rating del país desde BBB hasta BB+, situándolo por debajo del grado inversión.

en el trimestre un 28,5 % y 24,1 %, respectivamente, lo que unido al débil comportamiento de los dos trimestres precedentes, los lleva a acumular caídas del 29,1 % y 27,7 % en lo que va de año.

La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores no fue homogénea. El sector financiero y los relacionados con el petróleo retroceden, pero los de bienes y servicios de consumo, así como los de la construcción y las inmobiliarias acumulan revalorizaciones significativas en el año.

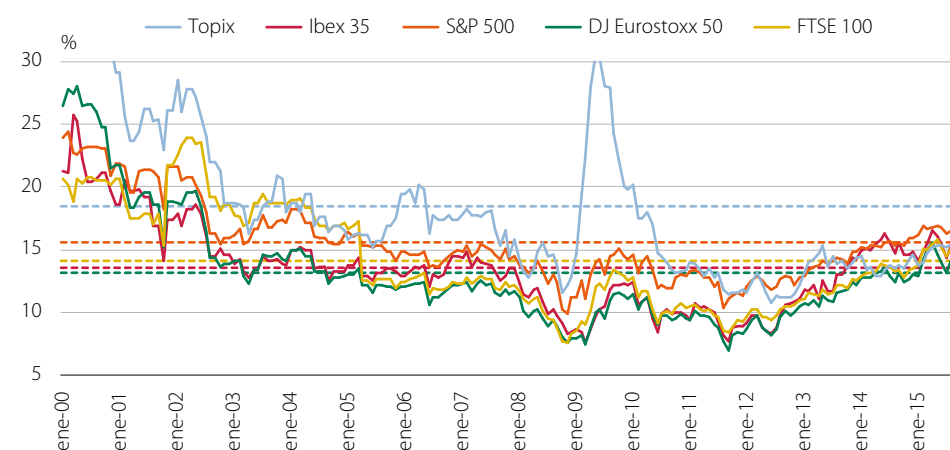
La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores no fue homogénea durante el tercer trimestre, concentrándose los mayores descensos en el sector financiero, debido a su elevada exposición a las economías emergentes con más dificultades (Brasil y Turquía), el temor a una ralentización del crecimiento económico mundial y el impacto de las mayores exigencias regulatorias de capital. Además, los sectores relacionados con el petróleo y las materias primas también presentaron caídas destacables en sus cotizaciones, acusando el desplome del precio del petróleo, que ha sido del 32 % en el trimestre y del 20 % en lo que va de año. Los sectores cuyas cotizaciones obtuvieron unos mejores resultados fueron los de bienes y servicios de consumo, así como los de la construcción y las inmobiliarias, debido en parte al buen comportamiento del consumo doméstico y a la recuperación de la actividad inmobiliaria. Estos sectores apenas variaban o presentaban ligeras caídas en el tercer trimestre, pero acumulaban revalorizaciones significativas en el año (véase cuadro 6).

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) cayó durante el trimestre hasta aproximarse a la media histórica de este indicador.

La caída de la cotización de las acciones españolas, junto con el incremento de los beneficios empresariales, provocaron que la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex35 cayera durante el tercer trimestre desde 15,5 hasta 13,7 veces, siguiendo así la senda descendente del segundo trimestre, frente al avance registrado en el primer trimestre del año. Como se observa en el gráfico 12, con la excepción del índice japonés Topix, todas las ratios PER de los índices de renta variable más relevantes caían a finales del periodo hasta situarse en torno a los valores medios de este indicador para el periodo 2000-2015 o incluso por debajo en el caso del S&P 500 y el DJ Euro Stoxx 50.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 12



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

1 Con beneficios previstos a doce meses.

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

CUADRO 6

Índices	2011	2012	2013	2014	I-15 ¹	II-15 ¹	III-15 (hasta el 15 de septiembre)	
							% s/trim. ant.	% s/dic. 2014
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	12,1	-6,5	-9,2	-4,8
Madrid	-14,6	-3,8	22,7	3,0	12,1	-6,5	-9,4	-5,0
Ibex Medium Cap	-20,7	13,8	52,0	-1,8	20,9	-5,9	-4,2	9,0
Ibex Small Cap	-25,1	-24,4	44,3	-11,6	31,6	-9,7	-12,0	4,6
FTSE Latibex All-Share	-23,3	-10,7	-20,0	-16,1	-5,0	4,5	-28,5	-29,1
FTSE Latibex Top	-17,1	-2,6	-12,4	-11,1	-3,4	-1,4	-24,1	-27,7
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-18,9	-4,7	19,9	1,4	8,0	-8,5	-15,4	-16,5
Banca	-20,3	-4,8	18,8	1,6	7,1	-8,6	-15,9	-17,7
Seguros	12,5	-2,0	47,3	-9,2	19,7	-7,0	-15,1	-5,5
Inmobiliarias y otros	-47,5	-14,4	38,3	36,3	21,0	-1,6	-5,3	12,7
Petróleo y energía	-2,7	-16,0	19,0	11,8	6,6	-3,4	-7,5	-4,7
Petróleo	14,9	-35,4	19,5	-15,1	11,5	-9,1	-28,6	-27,7
Electricidad y gas	-10,8	-5,4	18,7	21,7	5,4	-1,9	-2,2	1,1
Mat. básicos, industria y construcción	-14,3	-8,0	28,9	-1,8	21,9	-6,0	-8,5	4,8
Construcción	-6,9	-9,3	26,5	8,9	17,2	-8,2	0,5	8,1
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-12,2	-8,8	55,4	-18,3	35,2	2,3	-8,5	26,6
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-33,7	-8,7	11,5	4,5	13,4	-12,2	-22,2	-22,5
Ingeniería y otros	-29,0	3,8	7,6	-17,0	32,2	-2,0	-33,8	-14,2
Tecnología y telecomunicaciones	-20,9	-18,3	22,8	2,5	13,7	-5,0	-7,1	0,4
Telecomunicaciones y otros	-20,8	-23,0	17,1	2,6	12,0	-3,6	-8,9	-1,7
Electrónica y <i>software</i>	-21,3	39,4	56,8	2,3	21,9	-10,8	0,0	8,7
Bienes de consumo	5,7	55,6	17,1	-1,5	25,4	-3,7	-1,0	19,5
Textil, vestido y calzado	12,7	66,2	13,5	-1,1	26,0	-2,4	-1,9	20,6
Alimentación y bebidas	-6,3	25,0	4,7	-5,2	27,7	-3,2	-2,0	21,1
Productos farmacéuticos y biotecnología	-7,3	68,3	39,6	-1,0	22,0	-8,1	2,9	15,3
Servicios de consumo	-24,2	12,7	58,9	10,0	20,6	-9,9	0,7	9,4
Autopistas y aparcamientos	-3,7	5,7	36,5	6,8	2,5	-8,3	0,6	-5,4
Transporte y distribución	-34,9	29,7	116,4	27,9	33,1	-16,2	11,9	24,9

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

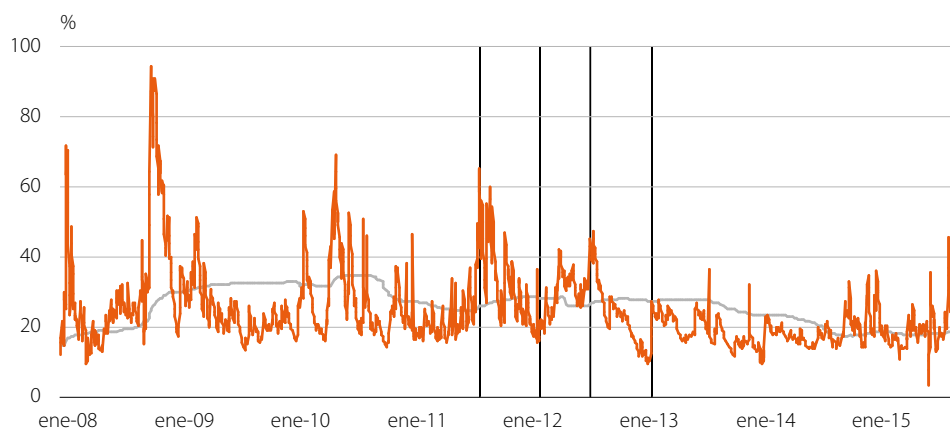
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La incertidumbre generada por Grecia y más tarde por China llevó a la volatilidad a superar puntualmente el 45 % a finales de agosto. Después se moderó hasta caer por debajo del 25 %, aunque se mantuvo por encima de la media del primer semestre.

El Ibex 35 mostró rebrotes puntuales de volatilidad en la primera semana de julio coincidiendo con la incertidumbre en torno al tercer rescate a Grecia, si bien alcanzó su nivel más alto a finales de agosto, periodo en el que tuvieron lugar las turbulencias en China y en el que se alcanzaron niveles superiores al 45 %. Al final del trimestre, la volatilidad descendió hasta niveles inferiores al 25 %, situándose por encima de la media de este indicador durante el primer semestre del año (19 %). La evolución de la volatilidad del mercado español fue parecida a la de otros índices europeos e incluso estadounidenses como el VIX, que llegó a superar el 40 %, su nivel más alto desde agosto de 2011.

Volatilidad histórica del Ibex 35

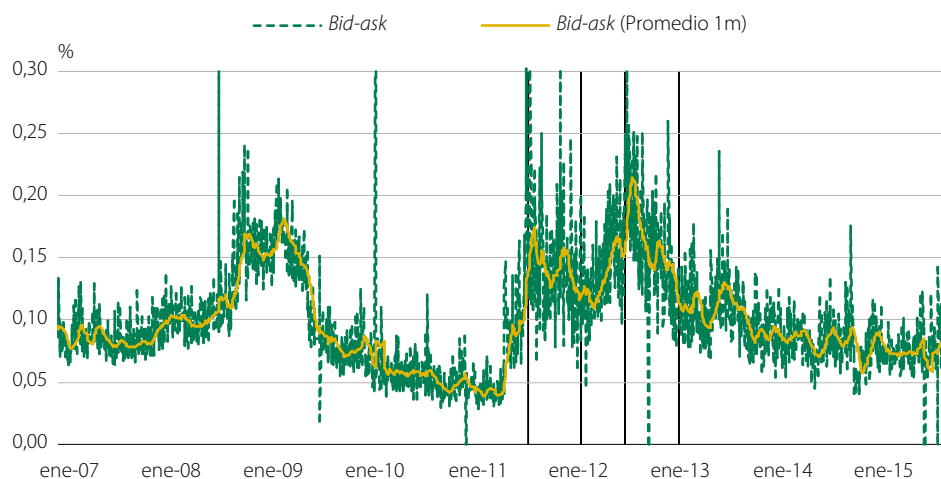
GRÁFICO 13



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

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron en niveles satisfactorios.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 se mantuvieron relativamente estables, observándose solo leves repuntes puntuales del diferencial de precios *bid-ask* en los momentos de mayor volatilidad en los mercados relacionados con la crisis griega y con los acontecimientos de China (véase gráfico 14). El diferencial *bid-ask* de este índice disminuyó desde el 0,123 % de finales del segundo trimestre hasta el 0,067 % de mediados de septiembre, ligeramente por debajo de la media histórica de este indicador, que se sitúa en el 0,08 %.



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

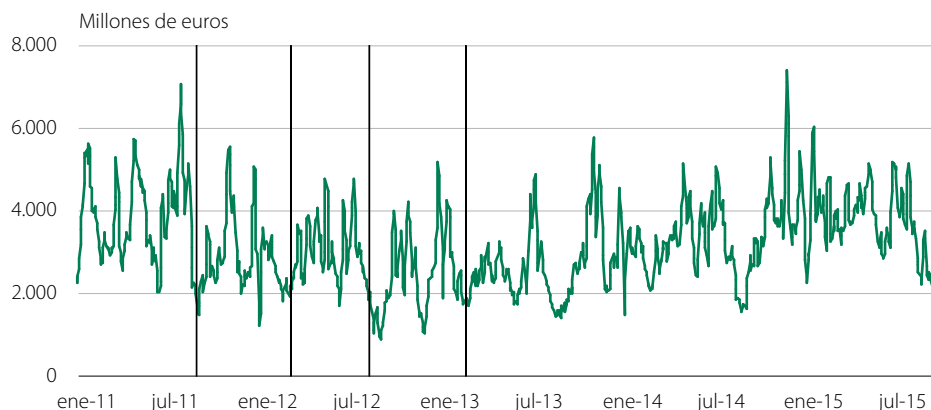
El volumen de contratación en las bolsas españolas acusó el periodo estival y disminuyó un 24 % en el tercer trimestre respecto al trimestre anterior. Sin embargo, en términos interanuales se observó un incremento del 26 %. Las cifras de contratación acumuladas en lo que va de año han superado los 850.000 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 30 % en relación con el mismo periodo de 2014⁷. El aumento de la contratación, que también se observó en otras bolsas de referencia europeas, se vio favorecido por el mantenimiento del entorno de bajas rentabilidades de la deuda. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 3.320 millones de euros en el trimestre, por debajo de los 4.044 y 4.085 millones de euros del primer y segundo trimestre, respectivamente, pero muy próxima a los 3.385 millones de euros de media del año 2014 (véase gráfico 15).

Como se ha indicado, continuó la tendencia al alza de la contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos. En lo que va de año, la contratación en estos mercados exteriores superó los 170.000 millones de euros, un 63 % más que en el mismo periodo de 2014. Destacó la negociación de valores españoles en la plataforma Chi-X, con más de 109.000 millones de euros y casi dos tercios de la negociación en el exterior. La contratación de valores españoles en estos mercados tendió a estabilizarse en torno al 20 % de la contratación total de estos valores (19,7 % y 19,3 % en el primer y el segundo trimestre, respectivamente, y 15,2 % en 2014).

Los volúmenes de contratación en acciones españolas disminuyeron en el trimestre debido al efecto estacional, pero aumentaron de modo destacado en términos interanuales.

La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y SMN europeos tendió a estabilizarse.

7 Descontando la contratación en el MAB, Latibex y ETF.



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

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de acciones cayeron notablemente respecto a los dos trimestres anteriores, debido tanto a la reducción en el número de OPV como al menor tamaño de las ampliaciones de capital. No obstante, el volumen de emisiones hasta septiembre supera todo lo emitido en 2014.

Las emisiones de renta variable efectuadas en los mercados domésticos disminuyeron hasta 4.371 millones de euros durante el tercer trimestre, alcanzando algo menos de un tercio de lo emitido en el primer y el segundo trimestre. El descenso en el volumen de emisiones, que fue del 24 % respecto al mismo periodo de 2014, se debió tanto al descenso de las OPV (solo se produjo una operación de este tipo, protagonizada por una única empresa del sector de las telecomunicaciones) como al importe de las ampliaciones de capital, que se redujeron a 3.607 millones de euros, apenas un tercio del importe registrado en los tres últimos trimestres. A pesar de esta circunstancia, el volumen de emisiones acumulado en el año alcanzó los 33.633 millones de euros, superando los 32.762 millones emitidos en todo 2014. En cuanto a la composición de las emisiones del periodo, a pesar de coincidir con los habituales pagos de dividendo del mes de julio, sigue disminuyendo la importancia relativa de las realizadas bajo la modalidad dividendo-elección, tanto en lo que se refiere a su peso relativo (30 % del total en el tercer trimestre, frente al 33 % del segundo trimestre y el 38 % del conjunto de 2014) como a su cuantía (1.613 millones de euros menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior). Destacó, en cambio, el incremento de las ampliaciones de capital por conversión de deuda emitida por entidades financieras y las realizadas con derechos de suscripción preferente.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2011	2012	2013	2014	I-15	II-15	III-15 ²
Total	926.873,7	709.902,0	764.986,6	1.002.189,0	312.452,9	305.907,5	231.304,1
Admitida en SIBE	926.828,6	709.851,7	764.933,4	1.002.095,9	312.435,9	305.694,5	231.299,0
BME	912.176,9	687.456,1	687.527,6	849.934,6	251.024,0	246.745,1	181.541,2
Chi-X	11.120,3	16.601,3	53.396,7	95.973,0	38.605,7	39.062,4	31.873,8
Turquoise	707,7	3.519,6	11.707,9	28.497,5	11.769,7	8.668,8	6.288,4
BATS	1.276,4	2.261,9	10.632,1	18.671,0	8.890,4	8.244,8	6.498,5
Otros ²	1.547,3	12,8	1.669,2	9.019,8	2.146,2	2.973,3	5.097,2
Corros	42,8	49,9	51,4	92,4	16,5	203,3	1,8
Madrid	16,1	3,0	7,3	32,7	6,5	1,1	0,3
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	2,8	0,0	0,0
Barcelona	26,4	37,7	44,1	45,2	7,2	202,2	1,4
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,7	0,5	9,7	3,4
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	5.206,0	4.102,0	5.640,0	14.508,9	3.730,2	6.520,4	1.042,5
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	7.723,2	1.944,0	1.621,4	985,9
Latibex	357,7	313,2	367,3	373,1	85,4	67,6	50,5
ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.849,4	3.159,8	3.263,8	3.100,1
Total contratación BME	925.661,3	698.987,5	703.768,7	882.482,3	259.960,4	258.431,5	186.725,3
% RV española en BME respecto al total RV española	98,4	96,8	89,9	84,8	80,3	80,7	78,5

Fuente: Bloomberg y CNMV.

1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.

2 Datos hasta el 15 de septiembre.

3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

	2012	2013	2014	IV-14	I-15	II-15	III-15
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	30	39	55	22	23	20	23
Ampliaciones de capital	30	39	53	21	21	18	22
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	1	2	3	1
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	95	145	147	33	31	27	26
Ampliaciones de capital	92	145	140	31	29	23	25
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	2	2	4	1
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	13.009,8	15.311,4	13.950,8	4.371,3
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	9.876,9	11.001,8	11.363,1	3.607,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	4.335,0	2.829,6	4.671,1	1.318,2
De las cuales dividendo-elección ²	8.357,9	9.869,4	12.573,8	4.335,0	2.829,6	4.671,1	1.318,2
Ampliaciones de capital por conversión ³	10.982,4	7.478,8	3.757,9	35,1	412,1	433,7	516,7
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁴	1.867,5	231,6	2.814,5	2.497,3	242,4	234,7	0,2
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	1.002,1	6,2	5.683,2	1.326,3
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	2.007,4	7.511,5	340,4	445,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	3.132,9	4.309,5	2.587,7	763,9
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	9	7	10	1	5	1	3
Número de emisiones	11	14	15	4	5	1	3
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	130,1	23,5	10,4	1,9	28,6
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	130,1	23,5	10,4	1,9	28,6
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	0,0	0,0	0,0	3,5
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de *warrants*.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

Modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de compensación, liquidación y registro de valores, por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión

RECUADRO 3

El 18 de junio de 2015 se aprobó la Ley 11/2015, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (Ley 11/2015), cuya disposición final primera introduce determinadas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV). En términos generales, estas modificaciones vienen, por un lado, a avanzar en la reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro de valores, cuyos ejes fundamentales ya fueron introducidos en nuestro ordenamiento por la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (Ley 32/2011); por otro lado, adaptan nuestro ordenamiento al Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (Reglamento (UE) n.º 909/2014).

Como ya promulgó la Ley 32/2011 en su exposición de motivos, la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores admitidos a negociación en los mercados descansa sobre tres ejes fundamentales: i) la sustitución del actual sistema de registro de valores de renta variable basado en referencias de registro por un sistema basado exclusivamente en saldos de valores, que permitirá migrar de un sistema de liquidación multilateral de valores por brutos a un modelo bilateral por netos; ii) la intervención de entidades de contrapartida central en los procesos de liquidación de las operaciones realizadas sobre valores admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales y en los sistemas multilaterales de negociación; y iii) la eliminación del principio de aseguramiento en la entrega aplicable a la liquidación de los valores de renta variable negociados en dichos mercados o sistemas, función que será realizada, en su caso, por una entidad de contrapartida central.

Como se estableció en 2011, la reforma introducida es necesaria, por un lado, para aumentar la competitividad de nuestros mercados de valores, dotándolos de un sistema de poscontratación robusto, ágil, flexible y armonizado con las prácticas internacionales; y por otro, para alcanzar el objetivo de liquidación de los valores contratados en los distintos centros de negociación en dos días (respecto de los tres actuales) y facilitar la integración de España en proyectos paneuropeos como el Target2-Securities, plataforma técnica que proveerá un servicio de liquidación de operaciones sobre valores centralizado de toda la Unión Europea. La consecución de estos objetivos hacía imprescindible el cambio a un sistema de liquidación por saldos netos en el que interviniera una entidad de contrapartida central. De esta forma, se avanza en la equiparación de nuestro sistema de compensación, liquidación y registro a los procedimientos más utilizados por los mercados de nuestro entorno, lo que favorece una reducción de los costes de funcionamiento y mejora la posición competitiva de nuestros mercados, entidades e infraestructuras.

Entrando ya en las modificaciones concretas, se lleva a cabo una serie de ajustes en materia de representación de los valores mediante anotaciones en cuenta, pre-

viendo tanto la reversibilidad de su representación como los requisitos que debe cumplir el documento de la emisión (artículos 5 y 6 de la LMV).

Asimismo, se introducen modificaciones que clarifican la estructura y funcionamiento del sistema español de registro de valores. Este se articula en dos niveles conformando el llamado sistema de doble escalón. El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores, mientras que el segundo escalón está compuesto por los denominados registros de detalle, que gestionan las entidades participantes en dicho depositario. La Ley 11/2015 establece los tipos de cuentas que pueden tener las entidades participantes en el depositario central de valores, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 909/2014, dejando para un posterior desarrollo reglamentario los detalles más técnicos del sistema de registro de valores (artículo 7 bis de la LMV).

Como consecuencia natural del sistema de registro de valores en dos escalones, el texto clarifica la aplicación de la regla de prorrata ya establecida por la Ley 32/2011. Esta regla trata de resolver en última instancia los posibles problemas derivados de potenciales desajustes entre los valores anotados en el registro de detalle y los anotados en el registro central, en caso de concurso de una entidad participante en un sistema de liquidación de valores. En caso de discrepancia entre ambos niveles registrales, y como consecuencia de la necesidad de asegurar la integridad de la emisión, prevalece lo reflejado en el registro central, de forma que se distribuiría a prorrata el saldo anotado en las cuentas generales de terceros del registro central, según los derechos de los titulares inscritos en el registro de detalle. No obstante, esta regla debe interpretarse como una cláusula de cierre cuya aplicación no puede dejar de ser extraordinariamente excepcional, ya que el sistema de registro debe disponer de los adecuados mecanismos para asegurar la coherencia en ambos escalones (artículo 12 bis de la LMV).

En materia de compensación de valores, la Ley 11/2015 elimina la concreción de los valores negociables, cuyas operaciones realizadas en segmentos de contratación multilateral estarán sujetas a la necesaria intervención de una entidad de contrapartida central, dejando al ámbito reglamentario la determinación de dichos valores (nueva redacción del apartado 7 del artículo 31 bis de la LMV y del apartado 3 del artículo 125 de la LMV).

En cuanto a los derechos económicos, se impone a los emisores de valores la obligación legal de comunicar de forma inmediata, tanto a los mercados en los que se encuentren admitidos a negociación los valores como al depositario central de valores encargado del registro, toda la información sobre los derechos económicos que generen los valores, incluidas las fechas relevantes para su reconocimiento, ejercicio, cumplimiento y pago de acuerdo con las normas aplicables a la contratación, compensación y liquidación de valores (artículo 36 ter de la LMV).

Para asegurar una ordenada liquidación de las operaciones, así como mitigar el riesgo sistémico, se protege a los miembros de los mercados, a los miembros de las entidades de contrapartida central y a las entidades participantes de los depositarios centrales de valores a través de dos clases de medidas. Por un lado, se reconoce *ex lege* un derecho real de garantía pignoratícia de las reguladas en el Real

Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, para el caso de que alguna de las entidades citadas hubiera anticipado valores o efectivo para la liquidación de las operaciones contratadas para sus clientes en los mercados o sistemas multilaterales de negociación y estos no cumplieran con su deber de reembolso o incurrieran en concurso. Este derecho real de garantía recaerá exclusivamente sobre los valores y el efectivo resultantes de las operaciones cuyo reembolso no sea atendido. Por otro lado, se contempla la posibilidad de que los miembros de las infraestructuras citadas puedan emitir órdenes de compra o venta de valores de signo contrario a las introducidas en los mercados por cuenta de sus clientes, en caso de que se produzca la declaración de concurso de estos estando las operaciones contratadas en curso de liquidación. Con el fin de minimizar el denominado riesgo sistémico, estos derechos de garantía deben ejecutarse subsidiariamente respecto de cualquier derecho de garantía que tuvieran las infraestructuras de los mercados, que gozarán de carácter preferente (artículo 36 quáter de la LMV).

Tal y como se anticipó anteriormente, se adaptan a su vez las cuestiones relativas a la liquidación de valores y al régimen jurídico de los depositarios centrales de valores a lo dispuesto en el Reglamento (UE) n.º 909/2014. En concreto, la Ley atribuye expresamente a la CNMV la responsabilidad de autorización y supervisión de los depositarios centrales de valores (artículo 44 bis de la LMV).

Se articula el sistema de supervisión del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores. La mayor novedad consiste en la creación de un sistema específico de información para la mejor llevanza del registro de valores y para facilitar la supervisión de las labores de compensación, liquidación y registro. Este sistema de información (denominado interfaz de poscontratación) será gestionado por el depositario central de valores y contará con la información proporcionada por todos los participantes en los procesos de poscontratación (mercados, entidades de contrapartida central, depositarios centrales de valores y sus miembros y participantes). Su objetivo último es permitir la trazabilidad de las transacciones, la transmisión de la información necesaria para la poscontratación, el control de los riesgos y garantías, la correcta llevanza de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Será una herramienta muy importante para la supervisión por parte de la CNMV del adecuado funcionamiento de todas las fases de poscontratación (artículo 44 septies de la LMV).

Asimismo, se impone a las infraestructuras del mercado la obligación de velar por el correcto funcionamiento de los procesos de negociación, compensación, liquidación de operaciones y registros de valores, función que desarrollará reglamentariamente el Gobierno (artículo 44 octies de la LMV).

En coherencia con todo lo anterior, se introducen las correspondientes modificaciones en el régimen de supervisión, inspección y sanción para garantizar el cumplimiento de las novedades introducidas en la LMV, así como de las obligaciones derivadas del Reglamento (UE) n.º 909/2014.

Por último, es necesario señalar la importancia de la disposición transitoria séptima y de su entrada en vigor, ya que las distintas modificaciones que introduce esta ley se aplicarán en diferentes momentos, según se vayan aprobando los desa-

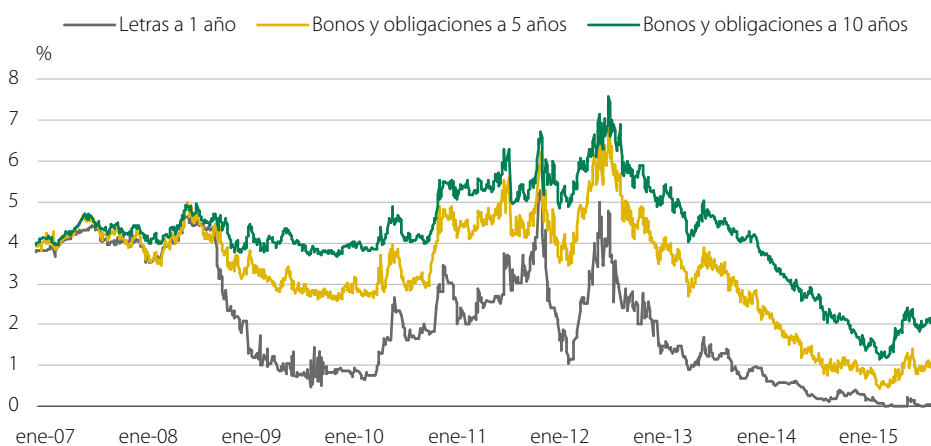
rrillos reglamentarios que detallan la configuración del sistema de compensación, liquidación y registro de valores español, y según sean de aplicación las disposiciones del Reglamento (UE) n.º 909/2014. Esta aplicación diferida permitirá que muchas de las modificaciones introducidas por esta ley sobre el sistema de compensación, liquidación y registro afecten, en una primera fase, a los valores de renta variable, dejando para más adelante su aplicación a los valores de renta fija admitidos a negociación en mercados y sistemas multilaterales de negociación.

En relación con el proceso de implantación de la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro, la CNMV y el Banco de España anunciaron mediante un comunicado conjunto publicado el pasado mes de mayo (disponible en www.cnmv.es «Otras comunicaciones») que la primera fase del proyecto de reforma, que comportará cambios significativos en todas las operaciones de compensación y liquidación de renta variable, entraría en funcionamiento en octubre de 2015 y la segunda, en febrero de 2017, coincidiendo con la conexión de Iberclear a Target2-Securities. Sin embargo, en un nuevo comunicado emitido el pasado 28 de septiembre (disponible en www.cnmv.es «Otras comunicaciones») se señala que, debido a la complejidad del proceso, el inicio de la primera fase no se producirá hasta el mes de febrero de 2016. Se mantiene la fecha de inicio de la segunda fase.

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de renta fija nacionales experimentaron repuntes puntuales de rentabilidad, si bien la tendencia de los tipos siguió siendo descendente gracias al programa de compras del BCE.

Los mercados de renta fija nacionales, al igual que el resto de los europeos, estuvieron sometidos a cierta inestabilidad en los primeros días del trimestre debido a las incertidumbres generadas en torno a Grecia, lo que provocó repuntes puntuales de sus rentabilidades que fueron desapareciendo una vez alcanzado el acuerdo sobre el tercer rescate. Resuelta esta incertidumbre, el rendimiento de la deuda, tanto pública como privada, volvió a descender en todos los plazos de la curva y, a pesar de los ligeros aumentos observados tras las turbulencias relacionadas con los acontecimientos en China, finalizó el trimestre con suaves caídas en la mayoría de los plazos. El mercado sigue beneficiándose de los efectos positivos del programa de compras del BCE, que podría extenderse en plazo y en volumen si fuese necesario, según las declaraciones de la propia institución. El impacto de este programa parece, no obstante, cada vez más limitado. Las primas de riesgo de crédito también disminuyeron conforme la situación griega se fue normalizando y después presentaron aumentos mucho más leves. Su evolución acumulada en el año muestra ligeros incrementos de la prima de riesgo soberana y de la prima de las entidades financieras, afectadas también por la debilidad de algunas economías emergentes. El incremento de la volatilidad en los mercados repercutió negativamente en el volumen de emisiones registrado en la CNMV en el tercer trimestre, que retrocedió un 5 % respecto al trimestre anterior. A pesar de ello, el importe de las emisiones registradas en el año (85.541 millones de euros) supone un incremento del 28 % respecto a las del mismo periodo del año anterior.



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

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública descendieron durante el tercer trimestre del año por debajo de los de cierre del trimestre anterior, manteniéndose en torno a los mínimos históricos alcanzados a lo largo del segundo trimestre. A mediados de septiembre, el rendimiento de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaba en el -0,09 %, 0,01 % y 0,04 %, respectivamente, con descensos entre los 4 y los 11 p.b. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, también se observó una tendencia similar que situó su rendimiento en mínimos históricos, aunque los descensos fueron más leves (entre 2 y 3 p.b.) y no se extendieron a toda la curva. Los tipos de interés de los pagarés de empresa en el momento de su emisión disminuyeron en los plazos de tres y doce meses hasta niveles del 0,24 % y 0,56 % en el promedio de septiembre, respectivamente, y aumentaron hasta el 0,37 % en el del plazo a seis meses (véase cuadro 9).

Se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda a corto plazo, que se mantienen en mínimos históricos.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 9

	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15 ²
Letras del Tesoro						
3 meses	1,14	0,54	0,12	0,00	0,02	-0,09
6 meses	1,68	0,70	0,25	0,05	0,05	0,01
12 meses	2,23	0,91	0,34	0,06	0,08	0,04
Pagarés de empresa³						
3 meses	2,83	1,09	0,55	0,38	0,27	0,24
6 meses	3,58	1,36	0,91	0,44	0,35	0,37
12 meses	3,80	1,59	0,91	0,63	0,57	0,56

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

3 Tipos de interés de emisión.

Las rentabilidades a medio y largo plazo de la deuda pública también disminuyeron en el tercer trimestre, con descensos de entre 10 y 14 p.b., si bien se situaron por encima de los tipos de finales de 2014 (salvo en el plazo de tres años). En el caso de la refe-

El rendimiento de la deuda a largo plazo también disminuye, pero su nivel se mantiene por encima del de principios de año.

rencia a diez años, la más líquida, acumulaba alzas de 35 p.b. desde el inicio de 2015. A mediados de septiembre, las rentabilidades de la deuda pública a tres, cinco y diez años quedaron en el 0,39 %, 1,01 % y 2,11 %, respectivamente (véase cuadro 10). En el caso de la deuda corporativa, también se observó, en general, una disminución de las rentabilidades respecto al segundo trimestre, pero los tipos experimentaron aumentos en el conjunto del año, más significativos en los plazos más largos, donde alcanzaron los 33 p.b. A mediados de septiembre, estas rentabilidades eran del 0,99 %, 2,09 % y 2,65 % en los plazos de tres, cinco y diez años, respectivamente.

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

CUADRO 10

	dic-12	dic-13	dic-14	mar-15 ²	jun-15	sep-15 ²
Renta fija pública						
3 años	3,40	2,00	0,65	0,25	0,54	0,39
5 años	4,22	2,68	0,96	0,53	1,11	1,01
10 años	5,35	4,15	1,77	1,26	2,21	2,11
Renta fija privada						
3 años	4,19	2,63	0,84	0,71	1,10	0,99
5 años	4,66	2,84	1,88	1,82	2,04	2,09
10 años	6,79	4,46	2,32	1,96	2,72	2,65

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 15 de septiembre.

Las primas de riesgo también tuvieron repuntes transitorios. La prima de riesgo del bono soberano aumentó hasta los 138 p.b., algo por encima de los 107 p.b. de principios de año...

Las primas de riesgo de los diferentes sectores de la economía siguieron una tendencia similar a la de la deuda, con descensos al comienzo del trimestre, una vez que la crisis griega empezó a solucionarse, y leves aumentos con posterioridad, conforme se desataban las incertidumbres en China y la inestabilidad se trasladaba al resto de los mercados financieros internacionales. En el caso del sector público, la prima de riesgo del bono soberano español a diez años sobre el alemán al mismo plazo aumentó transitoriamente por encima de los 160 p.b. los primeros días de julio por la posibilidad de un contagio de Grecia, para descender posteriormente hacia un rango que oscila entre 130 y 140 p.b. A mediados de septiembre, la prima se situaba en 138 p.b., por encima de los 107 p.b. de finales de 2014, en un escenario de riesgos políticos al alza. La prima de riesgo del CDS del bono soberano español siguió una tendencia similar, aunque las subidas fueron más moderadas, al pasar desde los 96 p.b. en los que empezó el año hasta los 130 p.b. de principios de julio y retroceder después hasta 101 p.b. a mediados de septiembre (véase panel izquierdo del gráfico 17).



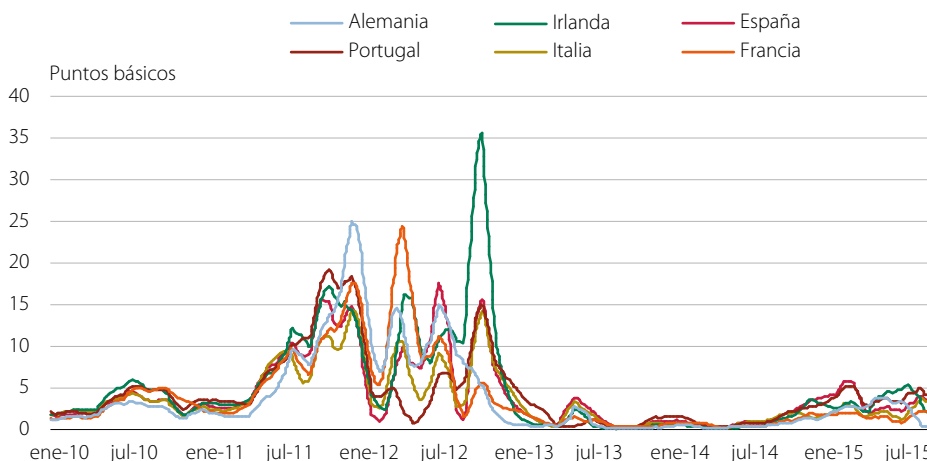
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

1 Media simple de CDS a cinco años de una muestra de entidades.

En cuanto a las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, se observó un incremento mayor en las de los emisores financieros, debido a su exposición a las economías emergentes, principalmente a las latinoamericanas. La prima de riesgo de las entidades no financieras se mantuvo más estable. Como se observa en el panel derecho del gráfico 17, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de septiembre en 141 p.b., por encima de los 128 p.b. del trimestre anterior y los 101 p.b. de finales de 2014. En el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo ascendía a 99 p.b. a mediados de septiembre, ligeramente por encima del nivel del cierre de 2014 (92 p.b.).

... mientras que en las primas de riesgo de crédito del sector privado, se observó un aumento mayor de las de los emisores financieros.

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro: shocks desde Grecia¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 14 de septiembre.

1 Para un mayor detalle sobre los aspectos metodológicos relativos a la elaboración de estos indicadores, véase recuadro 1.2 del Informe anual de la CNMV correspondiente al año 2010, y también el primer capítulo del Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2011.

El impacto de la incertidumbre originada en Grecia sobre el resto de las economías europeas sigue siendo muy reducido, de acuerdo con los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano.

Los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hacia otros países de la zona del euro experimentaron pequeños incrementos transitorios, debido a las incertidumbres y las dificultades para alcanzar un nuevo acuerdo de rescate entre Grecia y la Unión Europea. No obstante, como se observa en el gráfico 18, los niveles de contagio pueden considerarse residuales en comparación con los niveles alcanzados en periodos de turbulencias anteriores en el contexto de la crisis de la deuda soberana en Europa.

Las emisiones acumuladas registradas desde enero alcanzan los 85.541 millones de euros, un 28 % más que en los tres primeros trimestres de 2014.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el tercer trimestre de 2015 (hasta el 15 de septiembre) se situaron en 17.702 millones de euros, por debajo de los 18.709 millones del mismo periodo del año anterior y casi la mitad que en cada uno de los dos trimestres previos. En este descenso jugaron un papel muy importante los bonos de titulización, cuyas emisiones han disminuido 9.800 millones de euros en el tercer trimestre y apenas representan un tercio de lo emitido en el mismo periodo de 2014, y, en menor medida, los bonos y las obligaciones no convertibles, con un volumen descendente de emisiones a lo largo del año. Las emisiones acumuladas registradas desde enero alcanzan los 85.541 millones de euros, un 28 % más que en los tres primeros trimestres del pasado ejercicio, gracias al buen comportamiento emisor en los dos primeros trimestres. Destaca, en particular, el mayor volumen de emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales, así como de bonos y obligaciones no convertibles, que han compensado el retroceso en las emisiones de pagarés de empresa.

Una parte notable del incremento de las emisiones de renta fija privada se debe a las cédulas hipotecarias, que se benefician del efecto positivo del programa de compras del BCE tanto en demanda como en costes de emisión.

Por tipo de instrumento, se mantuvo durante el tercer trimestre el dinamismo de las cédulas hipotecarias, que pasaron a representar más del 34 % del importe total emitido, frente al 23 % y el 26 % del primer y el segundo trimestre, respectivamente. Las emisiones de este tipo de activo alcanzaron los 6.050 millones de euros en el tercer trimestre y los 22.375 millones en lo que va de año, un 73 % y 25 % más que en los mismos periodos de 2014. El aumento se debe al efecto positivo que ha tenido el programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBPP3) en la demanda y los costes de emisión, que se encuentran en mínimos históricos. Hasta el 11 de septiembre, el BCE acumulaba compras por un importe superior a los 116.000 millones de euros, el 18 % de las cuales se realizaron en el mercado primario (véase recuadro 2).

Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior siguen destacando por su volumen, pero su importancia en relación con el volumen total emitido por los emisores españoles se estabiliza.

Las emisiones de renta fija en el exterior continuaron siendo elevadas, aunque su ritmo de crecimiento se ha atenuado, por lo que ha disminuido ligeramente su importancia en el total emitido por los emisores españoles (desde el 35 % en 2014 hasta el 32 %). El importe acumulado hasta julio de estas emisiones alcanzaba los 40.440 millones de euros, frente a los 36.439 millones del mismo periodo de 2014. En cuanto a la composición de las emisiones españolas en el exterior, sigue aumentando el peso de la financiación a corto plazo mediante pagarés de empresa, que hasta septiembre representaba el 46 % del total emitido, frente al 38 % del año 2014. Por otro lado, se observa un incremento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que hasta julio alcanzaban los 36.188 millones de euros, frente a los 41.682 millones de todo del pasado ejercicio.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2011	2012	2013	2014	2015		
					I	II	III ²
Registradas¹ en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	287.490	357.830	138.839	130.258	36.633	31.206	17.702
Cédulas hipotecarias	67.227	102.170	24.800	23.838	8.300	8.025	6.050
Cédulas territoriales	22.334	8.974	8.115	1.853	3.500	3.500	3.000
Bonos y obligaciones no convertibles	18.692	86.442	32.537	41.155	13.901	3.961	1.789
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.126	3.563	803	750	0	0	0
Bonos de titulación	68.410	23.800	28.593	29.008	3.000	11.773	1.950
Tramo nacional	63.453	20.627	24.980	26.972	3.000	9.507	1.950
Tramo internacional	4.957	3.173	3.613	2.036	0	2.267	0
Pagarés de empresa ³	103.501	132.882	43.991	33.654	7.932	3.947	4.912
De titulación	2.366	1.821	1.410	620	940	480	0
Resto de pagarés	101.135	131.061	42.581	33.034	6.992	3.467	4.912
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	200	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	28.549	7.633	4.776	7.999	660	1.810	742
Emisiones aseguradas	10	0	193	196	0	0	0
					2015		
En el exterior por emisores españoles					I	II	III ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	120.043	91.882	47.852	56.736	22.825	11.874	5.740
A largo plazo	51.365	50.312	34.452	35.281	12.364	6.356	3.123
Participaciones preferentes	0	0	1.653	5.602	2.250	0	0
Obligaciones subordinadas	242	307	750	3.000	1.500	0	0
Bonos y obligaciones	51.123	50.005	32.049	26.679	8.614	6.356	3.123
Bonos de titulación	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	68.677	41.570	13.400	21.455	10.461	5.518	2.617
Pagarés de empresa	68.677	41.570	13.400	21.455	10.461	5.518	2.617
De titulación de activos	322	11.590	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2015		
					I	II	III ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	108.538	49.392	48.271	41.682	13.204	17.406	5.578
Instituciones financieras	79.342	18.418	8.071	9.990	2.369	5.375	1.480
Sociedades no financieras	29.197	30.974	40.200	31.691	10.835	12.031	4.098

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.

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

4 Datos disponibles hasta el 31 de julio.

Esta circular tiene por objeto recoger en un único texto normativo todos los conjuntos de datos de índole estadística que las infraestructuras de los mercados españoles deben facilitar a la CNMV para que pueda realizar sus tareas de supervisión. El concepto de infraestructuras de mercado utilizado en la circular engloba tanto las infraestructuras de negociación (los mercados secundarios oficiales, los sistemas multilaterales de negociación y la Sociedad de Bolsas) como las infraestructuras de poscontratación (las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores).

Esta circular es el resultado de una serie de cambios legislativos que se iniciaron con una nueva redacción del artículo 86.2 de la Ley del Mercado de Valores (LMV), en la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, que facultó al Ministro de Economía y Competitividad —y, con su habilitación expresa, a la CNMV—, para regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las entidades enumeradas en el artículo 84.1, entre las que se encuentran las entidades rectoras de las infraestructuras de los mercados.

A través de la Orden ECC/2515/2013, de 26 de diciembre, de desarrollo del artículo 86.2 de la LMV, se habilitó a la CNMV para aprobar esta circular, que establece, compila y detalla la información estadística que, sobre la estructura y actividad operativa de las infraestructuras de mercado, ha de ser capturada, guardada y remitida a la CNMV de forma continua y regular por parte de las sociedades rectoras de dichas infraestructuras.

La circular ha supuesto una clarificación de las facultades de la CNMV para solicitar estos datos, lo que con anterioridad se realizaba en virtud de la potestad de la CNMV, reconocida en el artículo 85 de la LMV, de requerir información en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección.

Además, con esta circular, la CNMV puede solicitar información de carácter más continuo y regular, en lugar de datos de manera puntual y ocasional, como permite el citado artículo 85. En concreto, la circular otorga a la CNMV facultades para determinar el contenido informativo de los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las infraestructuras de mercado, estableciendo los campos informativos y datos que han de ser capturados y guardados, y fijando las especificaciones técnicas e informáticas de dichos campos y datos (frecuencia, plazos de puesta a disposición, formatos, etc.). Con ello se pretende asegurar que las infraestructuras suministren todos los datos que sean necesarios para la supervisión de la CNMV y no exclusivamente aquellos que hubieran decidido guardar por serles útiles para su gestión interna o su explotación comercial.

La información estadística a recoger, y objeto de la circular, es la que está relacionada con la secuencia de los servicios que prestan las distintas infraestructuras. Estos servicios son los ofrecidos desde el momento en que una orden o instrucción cursada para adquirir o enajenar instrumentos financieros se introduce en los sistemas de la correspondiente infraestructura por parte de un intermediario

miembro de la misma, hasta el momento en que el resultado final queda reflejado en las cuentas de la infraestructura de la que se trate.

En cuanto a su estructura, esta circular consta de cinco normas, una disposición derogatoria, una disposición final y un anexo que es parte integrante de la misma. El citado anexo se estructura por bloques particularizados de los conjuntos de datos agrupados según la sociedad rectora o infraestructura gestionada, y establece la periodicidad, modo y plazo de entrega en los que se deben remitir a la CNMV. Los campos informáticos, sus formatos, longitudes, posiciones y demás detalles técnicos serán fijados en los denominados «ficheros de especificaciones técnicas», a los cuales tendrán acceso únicamente las entidades que hayan de ponerlos a disposición de la CNMV en la correspondiente área reservada de la sede electrónica de dicho organismo.

Esta circular ha supuesto una tarea de sistematización y objetivación de la información estadística que va a contribuir a una mejor planificación de las actividades que deben llevar a cabo tanto las infraestructuras como la CNMV, cuestión que ha sido valorada positivamente por el Comité Consultivo de la CNMV.

Adicionalmente, cabe señalar que esta norma no supone una carga administrativa desproporcionada, en la medida en que la información estadística solicitada coincide sustancialmente con la que hasta el momento han venido remitiendo las infraestructuras a la CNMV.

Por último, es importante destacar que la circular permite disponer de un listado actualizado con todos los datos a remitir y que servirá de base cuando se necesite modificar la información a solicitar, como ocurrirá en los próximos meses con la puesta en funcionamiento del nuevo régimen de compensación, liquidación y registro.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero⁸

El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 11,7 % en el primer semestre de 2015, hasta los 222.058 millones de euros. Las suscripciones de los inversores explican el 90 % de este aumento...

A finales de junio de 2015, el patrimonio de los fondos de inversión ascendía a 222.058 millones de euros, un 11,7 % más que al cierre de 2014 (véase cuadro 13). Este avance, que consolida la senda expansiva iniciada hace dos años, sitúa el nivel del patrimonio del sector en valores similares a los existentes a mediados de 2008. Cerca del 90 % de este aumento tuvo su origen en las suscripciones netas realizadas durante el semestre, especialmente en el primer trimestre, que superaron los 20.000 millones de euros (véase cuadro 12). Las entradas de recursos más cuantiosas se produjeron en las categorías de renta fija mixta (18.337 millones de euros) y renta variable mixta (6.215 millones), mientras que los mayores reembolsos netos correspondieron a los fondos garantizados de renta fija (4.757 millones) y los de gestión pasiva (4.438 millones). Este comportamiento de los inversores es similar al observado en los dos años precedentes (mayor apetencia por el riesgo), pero con dos diferencias notables: en primer lugar, parece que los inversores están invirtiendo en fondos con un nivel de riesgo algo superior que en 2013 y 2014 y, en segundo lugar, los fondos de gestión pasiva, que habían triplicado su patrimonio durante estos dos últimos años, experimentaron, como se ha mencionado, importantes reembolsos.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	-12.737,7	24.133,0	35.972,7	8.828,3	6.308,5	13.407,4	7.566,1
Rta. fija ¹	-5.843,6	13.783,1	13.492,7	3.678,6	3.223,8	1.077,1	-3.926,8
Rta. fija mixta ²	-775,2	2.059,3	15.712,0	4.103,7	4.383,1	9.001,4	9.335,9
Rta. vble. mixta ³	-383,1	1.881,9	6.567,7	2.349,7	1.570,1	2.666,8	3.548,2
Rta. vble. euro ⁴	-163,7	1.730,3	2.184,9	460,6	-13,6	-97,3	231,9
Rta. vble. internacional ⁵	-420,6	900,2	531,8	-145,6	-121,9	1.440,3	1.269,5
Gar. rta. fija	-853,0	-4.469,2	-10.453,6	-1.707,5	-2.320,0	-1.827,4	-2.929,7
Gar. rta. vble. ⁶	-3.523,5	-2.070,2	-909,5	-566,0	-276,4	-921,6	-1.426,5
Fondos globales	-7,5	847,4	2.182,3	576,6	657,5	2.352,8	2.145,2
De gestión pasiva ⁷	572,1	9.538,2	4.970,9	-343,8	-1.127,5	-1.922,1	-2.516,0
Retorno absoluto ⁷	-1.339,4	-67,8	1.693,9	422,2	333,4	1.637,4	1.834,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

⁸ Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico para ellas.

Número	2012	2013	2014	2014		2015	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.185	2.045	1.951	1.959	1.951	1.936	1.862
Rta. fija ¹	454	384	359	367	359	358	359
Rta. fija mixta ²	125	122	123	117	123	122	126
Rta. vble. mixta ³	117	128	131	125	131	132	132
Rta. vble. euro ⁴	127	108	103	103	103	110	109
Rta. vble. internacional ⁵	211	193	191	186	191	193	196
Gar. rta. fija	398	374	280	303	280	261	226
Gar. rta. vble. ⁶	361	308	273	275	273	263	225
Fondos globales	192	162	162	165	162	168	172
De gestión pasiva ⁷	85	169	227	222	227	233	221
Retorno absoluto ⁷	115	97	102	96	102	96	96
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0
Rta. fija ¹	40.664,6	55.058,9	70.330,9	66.841,2	70.330,9	72.059,6	67.600,0
Rta. fija mixta ²	5.500,9	8.138,0	24.314,3	19.917,0	24.314,3	34.217,4	42.820,0
Rta. vble. mixta ³	3.179,9	6.312,4	13.570,4	11.668,9	13.570,4	17.038,9	20.056,7
Rta. vble. euro ⁴	5.270,2	8.632,8	8.401,5	8.693,6	8.401,5	9.621,1	9.377,7
Rta. vble. internacional ⁵	6.615,0	8.849,0	12.266,4	12.151,9	12.266,4	15.479,0	16.320,9
Gar. rta. fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	23.122,1	20.417,0	18.271,9	14.702,3
Gar. rta. vble. ⁶	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.497,2	12.196,4	11.751,0	9.996,9
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	6.255,6	6.886,3	9.685,5	11.587,0
De gestión pasiva ⁷	2.991,2	16.515,9	23.837,5	24.971,5	23.837,5	22.688,0	19.608,4
Retorno absoluto ⁷	4.601,9	4.659,9	6.498,1	6.080,4	6.498,1	8.298,0	9.988,1
Participes							
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	6.134.711	6.409.806	7.050.828	7.396.161
Rta. fija ¹	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.818.308	1.941.567	2.092.925	2.113.775
Rta. fija mixta ²	188.574	240.676	603.099	506.220	603.099	813.223	1.047.453
Rta. vble. mixta ³	138.096	182.223	377.265	313.796	377.265	465.249	559.016
Rta. vble. euro ⁴	220.450	293.193	381.822	384.252	381.822	410.761	423.996
Rta. vble. internacional ⁵	398.664	457.606	705.055	651.495	705.055	843.867	955.135
Gar. rta. fija	1.075.852	1.002.458	669.448	744.545	669.448	610.911	498.140
Gar. rta. vble. ⁶	727.880	608.051	557.030	577.616	557.030	508.952	438.262
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	195.290	223.670	305.397	371.784
De gestión pasiva ⁷	125.003	441.705	686.526	692.827	686.526	667.088	584.270
Retorno absoluto ⁷	173.297	188.057	264.324	250.362	264.324	332.455	404.330
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	5,50	6,50	3,67	0,43	0,08	3,85	-1,98
Rta. fija ¹	3,54	2,28	2,41	0,55	0,28	0,99	-1,24
Rta. fija mixta ²	4,95	4,16	3,67	0,71	0,01	3,27	-2,14
Rta. vble. mixta ³	7,83	10,85	4,70	0,77	0,28	5,56	-2,53
Rta. vble. euro ⁴	12,31	28,06	2,09	-2,35	-3,38	15,94	-4,81
Rta. vble. internacional ⁵	13,05	20,30	6,61	-0,91	2,27	14,27	-2,75
Gar. rta. fija	4,85	4,96	2,54	0,39	-0,14	0,51	-0,65
Gar. rta. vble. ⁶	5,07	6,15	2,64	0,38	-0,60	4,27	-2,76
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	0,68	0,54	6,64	-1,82
De gestión pasiva ⁷	7,10	8,88	7,74	1,49	-0,02	3,53	-2,68
Retorno absoluto ⁷	3,84	2,46	1,98	0,18	0,22	2,50	-1,47

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

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, los monetarios incluyen la vocación monetario y monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- 8 Rentabilidad anual para 2012, 2013 y 2014. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... mientras que el resto fue debido a la revalorización de la cartera, que fue positiva en el primer trimestre pero negativa en el segundo.

La rentabilidad de los fondos de inversión durante los primeros seis meses del año fue ligeramente positiva (1,8 %), aunque con un comportamiento muy dispar entre los dos trimestres, en línea con la evolución de los mercados. De esta forma, en los tres primeros meses del año el rendimiento de la cartera fue del 4,0 % mientras que en el segundo se redujo hasta el -2,0 % (véase cuadro 13). Este comportamiento fue generalizado y todas las categorías de fondos, sin excepción, experimentaron rentabilidades positivas en el primer trimestre, para tornarse todas negativas en el segundo. Las categorías con una mayor rentabilidad semestral fueron las de renta variable euro y renta variable internacional, cuyas rentabilidades en el primer trimestre fueron muy elevadas, del 15,9 % y 14,3 %, respectivamente, en consonancia con la revalorización de los mercados bursátiles durante el periodo. Por otra parte, las únicas vocaciones con rentabilidad semestral negativa fueron las de fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija, con un -0,3 % y un -0,1 %, respectivamente.

Siguió reduciéndose el número de fondos de inversión, debido sobre todo a la menor oferta de fondos garantizados.

A pesar de la expansión del sector en términos patrimoniales, el número de fondos siguió descendiendo en el primer semestre de 2015 debido al proceso de racionalización de productos que continúan realizando las sociedades gestoras, aunque cada vez se produce con una intensidad mucho menor. Así, a finales de junio había un total de 1.862 fondos registrados, 89 menos que a finales de 2014. La mayor reducción se produjo, como en el año anterior, en la categoría de fondos garantizados de renta fija (54), seguidos por los garantizados de renta variable (48).

A finales de junio había 7,4 millones de partícipes, casi un millón más que en diciembre del año anterior.

Por su parte, el número de partícipes en fondos de inversión se incrementó en prácticamente un millón desde diciembre de 2014, situándose a mitad de año en casi 7,4 millones. En línea con los movimientos patrimoniales dentro de esta industria, el aumento más destacado se produjo en los fondos de renta fija mixta y renta variable mixta, con 444.000 y 182.000 partícipes más, respectivamente. Únicamente los fondos garantizados de renta fija y variable y los de gestión pasiva mostraron un descenso en el número de partícipes.

Los datos preliminares de julio indican que la expansión del patrimonio y del número de partícipes del sector continuó en el tercer trimestre.

Los datos disponibles correspondientes al mes de julio de 2015 parecen indicar que la tendencia expansiva en la industria todavía no ha concluido. De esta forma, el patrimonio y el número de partícipes habrían aumentado alrededor de un 1 % respecto a los datos de junio. También continuó la disminución del número de fondos.

Los valores de menor liquidez continúan representando una proporción muy reducida del patrimonio total de los fondos de inversión.

El análisis de liquidez de la cartera de los fondos de inversión revela que el volumen de activos cuya liquidez se considera reducida se incrementó desde los 2.157 millones de euros en diciembre de 2014 hasta los 2.722 millones en junio de 2015. En relación con el patrimonio, la proporción de estos activos apenas registró variaciones en el semestre, al oscilar entre el 1 % y el 1,2 % del patrimonio total de los fondos. El aumento más relevante de los activos de liquidez reducida correspondió a las titulaciones (véase cuadro 14). A pesar de que estas cifras sugieren que las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos son muy holgadas, es preciso ser cautos pues no existe una metodología unívoca a la hora de evaluar la liquidez de los activos financieros y, además, las condiciones de liquidez en los mercados, sobre todo en los de renta fija, pueden cambiar de forma abrupta en momentos de turbulencias. A efectos de este informe, se considera activo líquido aquel para el cual está disponible un precio basado en las cotizaciones en firme de varios contribuidores.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-14	mar-15	jun-15	dic-14	mar-15	jun-15
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	29	19	21	3	2	2
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.177	935	1.078	6	4	5
Renta fija no financiera	328	331	384	5	4	4
Titulizaciones	623	958	1.238	21	35	50
Titulización AAA	97	81	62	100	93	92
Resto de titulizaciones	526	877	1.176	18	33	48
Total	2.157	2.244	2.722	7	7	8
% sobre patrimonio FI	1,1	1,0	1,2			

Fuente: CNMV.

IIC inmobiliarias

A pesar de la leve recuperación que está viviendo el sector español de la construcción y las actividades inmobiliarias, la actividad de las IIC inmobiliarias sigue mostrando signos de debilidad, aunque el ritmo de deterioro parece estar deteniéndose.

La evolución de las IIC inmobiliarias muestra un deterioro menor que el de los últimos años.

Los fondos de inversión inmobiliaria (FII), que son los que más han sufrido la situación del sector inmobiliario durante los últimos años, no experimentaron grandes cambios a lo largo del primer semestre del año. Así, a finales de junio este segmento seguía contando con tres fondos, los mismos que a finales de 2014, después de varios años en los que se había contabilizado un número muy elevado de bajas. Es importante mencionar, no obstante, que en uno de ellos se produjo una escisión de la parte líquida del fondo en un fondo de renta fija euro, manteniéndose tan solo los partícipes institucionales en el fondo inmobiliario. Como consecuencia de ello, el número de partícipes se redujo un 2,8 %, hasta los 3.910. El patrimonio, en cambio, no experimentó cambios sustanciales y se situó a finales del primer semestre en 419,5 millones de euros. Las rentabilidades de estas instituciones mejoraron de forma sustancial durante los primeros meses del año, como consecuencia del leve repunte de los precios del sector inmobiliario, que incluso dejaron el terreno negativo en el segundo trimestre del año, situándose en el 0,39 % (en el primer trimestre la rentabilidad había sido del -0,26 %).

Las principales magnitudes de los FII no mostraron grandes variaciones en el primer semestre, si bien su rentabilidad experimentó un leve repunte en el segundo trimestre.

Por su parte, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) experimentaron retrocesos más relevantes en sus magnitudes durante el segundo trimestre de 2015 (durante el primer trimestre se habían mantenido). Así, el número de SII a finales de junio era de seis, después de producirse una baja en el mes de mayo. Esto hizo que el patrimonio se contrajera un 19,2 %, hasta los 683 millones de euros, y el número de accionistas bajara desde los 845 hasta los 683.

En el ámbito de las SII destacó la baja de una entidad, que dio lugar a un retroceso notable del patrimonio y de los accionistas del sector.

IIC de inversión libre

Los hedge funds españoles registraron avances en su patrimonio durante los primeros meses de 2015 aunque el número de instituciones descendió.

Las IIC de inversión libre (fondos puros) continuaron en expansión en 2015: su patrimonio se incrementó un 22,7 % y el número de partícipes lo hizo un 10,6 %.

Por su parte, las IIC de IIC de inversión libre (fondos de hedge funds) mostraron un cierto cambio de tendencia en relación con el patrón de los últimos años. Su patrimonio creció, si bien el número de instituciones continuó a la baja.

Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación bajo la que se registran en España los *hedge funds*) registraron un incremento patrimonial entre enero y mayo de 2015 del 19 %, hasta alcanzar los 2.000 millones de euros. El número de instituciones que permanecían activas, por su parte, se situó a finales de mayo en 48, dos menos que a finales de 2014.

Como se observa en el cuadro 15, las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre) continuaron durante la primera mitad del ejercicio con la tendencia expansiva de los últimos años. Así, el patrimonio se incrementó un 22,7 %, hasta los 1.681 millones de euros, a finales de mayo y el número de partícipes lo hizo un 10,6 %, situándose en 3.118. Este aumento patrimonial tuvo su origen tanto en las suscripciones netas efectuadas por parte de los inversores (182 millones durante los primeros cinco meses de 2015) como en la rentabilidad de la cartera del primer trimestre del año, que fue del 9,71 % (entre marzo y mayo fue del -0,23 %).

Por su parte, el patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) ascendía a 359 millones de euros en mayo de 2015, un 3,9 % superior al volumen del cuarto trimestre de 2014, con lo que parece que se está produciendo un cambio en la tendencia contractiva de los últimos años, a pesar de que se contabilizaron dos bajas en este periodo. El número de partícipes se mantuvo prácticamente constante, situándose en 2.732 en mayo, mientras que la rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue del 9,63 %⁹ y el -1,23 % en el primer y el segundo trimestre del año respectivamente.

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

CUADRO 15

	2012	2013	2014	2014		2015	
				III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ²	22	19	14	16	14	14	12
Partícipes	3.338	3.022	2.734	2.737	2.734	2.735	2.732
Patrimonio (millones de euros)	540,0	350,3	345,4	367,5	345,4	367,0	359,0
Rentabilidad (%)	0,88	4,39	8,48	4,42	1,76	9,63	-1,23
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número ²	33	28	36	32	36	37	36
Partícipes	2.427	2.415	2.819	2.627	2.819	3.024	3.118
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.369,5	1.353,0	1.369,5	1.585,2	1.681,1
Rentabilidad (%)	7,17	16,48	5,30	-0,98	0,07	9,71	-0,23

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo de 2015.

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

9 Es importante mencionar que esta cifra tuvo su origen, esencialmente, en la rentabilidad de la mayor entidad de inversión libre, cuyo patrimonio supone alrededor del 70 % del total. Sin tener en cuenta esta institución, la rentabilidad de este tipo de entidades se situó a finales de mayo en el 2,27 %.

IIC extranjeras comercializadas en España

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó en 2012, continuó en el primer semestre de 2015. Así, el patrimonio de estas IIC alcanzó los 101.273 millones de euros, un 28,2 % más que a finales de 2014. Como se observa en el gráfico 19, este volumen representa un 25,3 % del patrimonio del total de IIC comercializadas en nuestro país, un porcentaje que ha ido incrementándose casi ininterrumpidamente desde el 8 % de 2008.

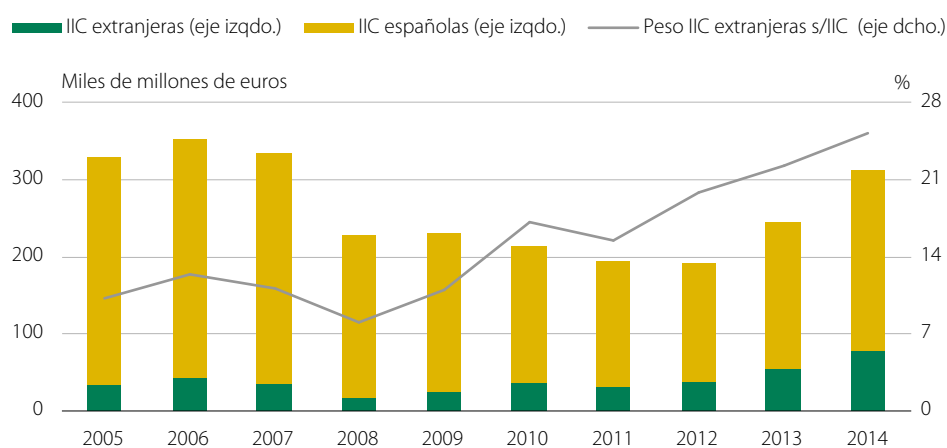
El incremento del patrimonio de las IIC extranjeras se debió tanto al aumento del patrimonio de los fondos como de las sociedades. De esta forma, el patrimonio de los fondos se incrementó un 25,1 %, hasta los 13.969 millones de euros, y el de las sociedades un 28,9 %, hasta los 87.304 millones. En la misma línea, el número de inversores en estos productos creció un 8 %, hasta alcanzar los 1,4 millones, aunque el avance fue menor que el registrado en los últimos años. El número de instituciones, por su parte, se incrementó durante los primeros seis meses del año en 46, siendo 12 de ellas fondos y 34 sociedades.

Continúa la expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España...

... tanto en la vertiente de fondos como de sociedades.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

La industria de la inversión colectiva se está beneficiando fuertemente del entorno de bajos tipos de interés y del aumento progresivo de la renta de los hogares. No obstante, existen algunos riesgos que tener en cuenta, como las turbulencias y liquidez en los mercados de renta fija, todavía destinatarios principales de la cartera de los FI, o la elevada volatilidad de los mercados de renta variable, que podría afectar negativamente a los fondos que invierten en estos mercados en un momento en el que se aprecia un creciente interés de los inversores por estos vehículos. Por otro lado, se observa una cierta reactivación de la competencia entre las entidades financieras por la captación de depósitos que, de intensificarse, podría condicionar también el crecimiento de los fondos de inversión.

Los tipos de interés actuales y la recuperación de la renta de los hogares favorecen a la industria de fondos, aunque la inestabilidad de los mercados y el posible aumento de la competencia entre las entidades bancarias por la captación de depósitos pueden condicionar su crecimiento.

En el año 2014 se consolidó la tendencia, iniciada en 2013, a sustituir fondos garantizados por otros con un nuevo objetivo de rentabilidad no garantizado. La mayoría de estos fondos tienen un objetivo de rentabilidad que puede expresarse en términos TAE no garantizada para el inversor, pero también se apreció cierta presencia de otros en los que el rendimiento no garantizado se expresaba en función de la evolución de un subyacente de renta variable (índice, acciones, divisas, etc.). En este tipo de fondos resulta más complicado para los inversores hacerse una idea de la rentabilidad que pueden esperar.

Asimismo, una parte apreciable de las suscripciones se dirigió en el año 2014 a fondos de renta fija y monetarios, en consonancia con el perfil eminentemente conservador que habían mostrado hasta entonces los partícipes en fondos españoles.

A la vista de estas tendencias, la CNMV consideró oportuno revisar las obligaciones de transparencia en la comercialización de IIC con objetivo de rentabilidad e IIC de renta fija, identificando varias medidas de refuerzo que quedaron recogidas en una comunicación publicada el 23 de enero de 2015 (disponible en www.cnmv.es «Otras comunicaciones»). El objetivo de estas medidas es facilitar a los inversores información que les permita hacerse una idea más acorde con la realidad sobre la rentabilidad y los riesgos que pueden esperar de una inversión en estos fondos.

Las medidas adoptadas se resumen del modo siguiente:

i) Completar, para las IIC con objetivo de rentabilidad de rendimiento variable, la información que se hace constar en el documento con los datos fundamentales para el inversor (DFI) sobre escenarios de rentabilidad (desfavorable, moderado y favorable), con una estimación de su probabilidad de ocurrencia mediante simulaciones de Montecarlo bajo el supuesto de neutralidad al riesgo. La probabilidad se corresponderá con los percentiles 10 % (escenario desfavorable), 50 % (escenario moderado) y 90 % (escenario favorable). Adicionalmente, y de acuerdo con esta metodología, se informará al partícipe de la probabilidad estimada de que la estructura proporcione una rentabilidad positiva (*break even*).

Como complemento a la información anterior, se incluirá en el DFI un gráfico, conforme al método de simulación histórica, de las rentabilidades que se hubieran obtenido si el fondo hubiera sido lanzado semanalmente durante, como mínimo, los últimos diez años.

ii) Las IIC con objetivo de rentabilidad deben incluir en su DFI de forma resumida su estructura financiera, con el objeto de que el inversor conozca los ingresos totales de la cartera de renta fija y liquidez inicial, los costes totales que soportará y la inversión en instrumentos financieros derivados para conseguir el objetivo de rentabilidad.

iii) Las gestoras deben dotarse de mecanismos de control interno que garanticen que, en el lanzamiento de la IIC y en las ampliaciones del volumen comercializado,

las adquisiciones de cartera se efectúen exclusivamente cuando las condiciones en las que se realiza dicha adquisición permitan alcanzar la TAE indicada en el folleto.

iv) Las IIC de renta fija deberán incluir: i) en el DFI, mayor información sobre el riesgo de crédito; y ii) en los informes periódicos que facilitan a sus inversores, datos sobre la vida media y la rentabilidad media bruta a precios de mercado de la cartera de renta fija expresados en porcentaje TAE.

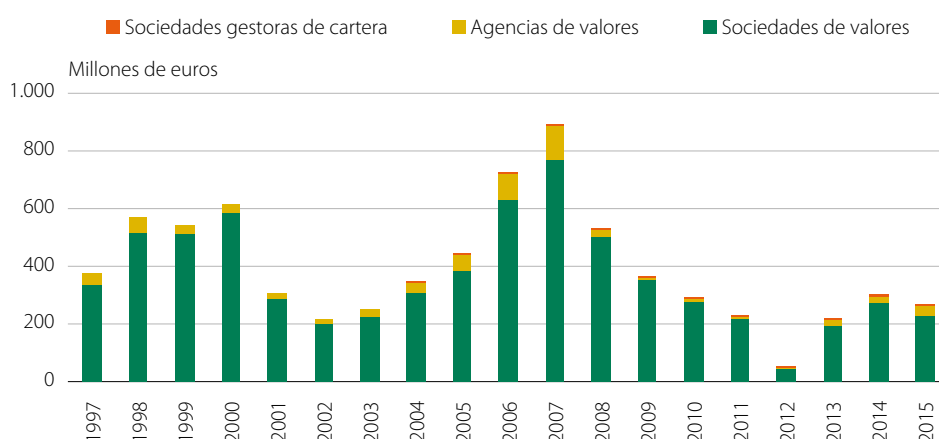
4.2 Empresas de servicios de inversión

Durante los primeros seis meses de 2015, las empresas de servicios de inversión (ESI) desarrollaron su actividad en un contexto de mayor inestabilidad en los mercados financieros, sobre todo en el segundo trimestre. En conjunto, los beneficios antes de impuestos de estas entidades ascendieron a 266 millones de euros (en términos anualizados), lo que supone una contracción del 11,3 % en relación con la cifra de 2014 (véase gráfico 20). Este resultado interrumpe la trayectoria positiva de los últimos dos años, en los que tras cuatro o cinco ejercicios muy complicados, con reducciones drásticas de beneficios y bajas de muchas entidades, el sector estaba experimentando un avance significativo. El retroceso tuvo su origen en la evolución de las sociedades de valores, que son las que gozan de un mayor peso dentro del sector. Estas entidades vieron cómo sus beneficios del primer semestre en términos anualizados se reducían un 16,0 %. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de 80¹⁰, frente a las 83 de finales de 2014, ya que se produjeron cuatro bajas y un alta. Del total de entidades, seis poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea mediante presencia física (sucursal), la misma cifra que a finales del año pasado, y 40 podrían hacerlo bajo la modalidad de libre prestación de servicios, una menos que seis meses antes.

Después de dos años de expansión, los beneficios de las ESI cayeron un 11 % en el primer semestre de 2015, en un marco de mayor inestabilidad en los mercados financieros.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos^{1,2}

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados anualizados.

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

Los beneficios agregados de las SV cayeron un 26 % debido al deterioro del margen de intereses y de las pérdidas por diferencias de cambio. En cambio, las comisiones netas recibidas por la prestación de servicios de inversión permanecieron sin cambios.

En comparación con el mismo semestre del año anterior, las sociedades de valores (SV) experimentaron una caída del beneficio agregado antes de impuestos del 26,1 %, que se situó en 114,4 millones de euros. Este importe representa el 86,0 % de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). La disminución de los beneficios fue básicamente la causa de la caída del margen de interés (un 20,7 %) y del deterioro de la partida «Diferencias de cambio netas», que se situó en terreno negativo, obteniéndose unas pérdidas de 63,86 millones de euros frente a los beneficios de 43,4 millones de finales de junio del año anterior. Por su parte, las comisiones netas —principal negocio de estas entidades— se mantuvieron prácticamente constantes, con un aumento de las comisiones percibidas de un 2,1 % y de un 3,6 % de las satisfechas. Dentro de las comisiones percibidas, las que más aumentaron fueron las derivadas de la comercialización de IIC y las pertenecientes al epígrafe «Otras», en concreto el 18,6 % y el 24,8 %, respectivamente. Las comisiones por gestión de carteras, aunque con cifras todavía reducidas, están ganando importancia desde hace unos años y ya superan los 11,7 millones de euros. En cambio, las originadas por la tramitación y ejecución de órdenes, que son, con diferencia, las más cuantiosas, se redujeron en 15,3 millones de euros entre junio de 2014 y junio de 2015, hasta alcanzar los 175,6 millones. Por su parte, los ingresos por asesoramiento en materia de inversión, como ha venido sucediendo en los últimos años, se redujeron un 53,5 % hasta los 1,8 millones de euros.

También se observó un incremento en los gastos de explotación y en otras partidas de gasto de las SV durante el primer semestre del año.

Como consecuencia de estos cambios, el margen bruto disminuyó un 9,6 %, hasta situarse en 308 millones de euros. El aumento de un 3 % de los gastos de explotación, hasta los 193,4 millones de euros, y de un 68,1 % de las amortizaciones, hasta los 3,4 millones de euros, hicieron que finalmente el resultado de explotación se situara en junio de 2014 en 109,8 millones, un 27 % menos que el año anterior.

El beneficio de las AV se incrementó debido a la contención de los gastos, aun cuando los ingresos por comisiones disminuyeron de forma notable.

Las agencias de valores (AV) experimentaron una mejora durante el periodo analizado, con un incremento de los beneficios agregados del 11,4 %, hasta los 16,2 millones de euros. La causa principal de estos resultados se encuentra en la reducción de los gastos de explotación, del 8,5 %, y en menor medida, en la disminución de las amortizaciones y dotaciones, del 32,0 %. Sin embargo, las partidas que componen el margen bruto han sufrido un deterioro respecto al primer semestre de 2014, con una caída global del 4,9 %, hasta los 60,7 millones de euros. El origen se encuentra en la disminución del 8,6 % de las comisiones netas, una partida que supone más del 95 % de los ingresos de estas entidades. Dentro de las comisiones percibidas, destaca la caída de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que pasaron de 25,5 millones de euros a 17,9 millones, y de las comisiones por gestión de carteras, las segundas en importancia, que se redujeron un 33,7 %, hasta los 4,6 millones de euros. Por el contrario, las comisiones por la comercialización de IIC, junto con las de asesoramiento en materia de inversión, fueron las únicas que aumentaron, concretamente un 22,7 % y un 61,6 %, respectivamente. En relación con las comisiones satisfechas, se observa una disminución considerable, del 15,7 %, pero no suficiente para contrarrestar las caídas experimentadas por las comisiones percibidas, dando lugar de esta forma a la reducción ya mencionada de los ingresos netos por comisiones.

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-14	jun-15	% var.	jun-14	jun-15	% var.	jun-14	jun-15	% var.
1. Margen de intereses	25.055	19.859	-20,7	615	448	-27,2	125	226	80,8
2. Comisiones netas	229.051	229.613	0,2	63.355	57.929	-8,6	4.635	4.944	6,7
2.1. Comisiones percibidas	323.269	327.200	1,2	75.553	68.206	-9,7	5.861	7.594	29,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	191.070	175.630	-8,1	25.577	17.922	-29,9	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	7.390	6.594	-10,8	3.851	1.891	-50,9	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	10.442	12.211	16,9	311	226	-27,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	10.094	11.744	16,3	6.995	4.640	-33,7	5.035	6.290	24,9
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	3.829	1.779	-53,5	2.673	4.319	61,6	514	193	-62,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	3.956	744	-81,2	0	186	-	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	30.549	36.225	18,6	21.667	26.577	22,7	0	0	-
2.1.9. Otras	65.938	82.274	24,8	14.480	12.445	-14,1	312	1.111	256,1
2.2. Comisiones satisfechas	94.218	97.587	3,6	12.198	10.277	-15,7	1.226	2.650	116,2
3. Resultado de inversiones financieras	36.828	114.846	211,8	565	731	29,4	46	15	-67,4
4. Diferencias de cambio netas	43.447	-63.865	-	-3	654	-	227	95	-58,1
5. Otros productos y cargas de explotación	6.440	7.555	17,3	-661	979	-	-170	-218	-28,2
MARGEN BRUTO	340.821	308.008	-9,6	63.871	60.741	-4,9	4.863	5.062	4,1
6. Gastos de explotación	187.841	193.477	3,0	48.322	44.218	-8,5	2.911	2.827	-2,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	2.056	3.456	68,1	944	642	-32,0	22	15	-31,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	471	1.180	150,5	-4	10	-	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	150.453	109.895	-27,0	14.609	15.871	8,6	1.930	2.219	15,0
9. Otras ganancias y pérdidas	5.691	4.567	-19,8	-8	401	-	0	0	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	156.144	114.462	-26,7	14.601	16.272	11,4	1.930	2.219	15,0
10. Impuesto sobre beneficios	34.483	21.303	-38,2	802	1.214	51,4	550	645	17,3
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	121.661	93.159	-23,4	13.799	15.058	9,1	1.380	1.574	14,1
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	121.661	93.159	-23,4	13.799	15.058	9,1	1.380	1.574	14,1

Fuente: CNMV.

Finalmente, la evolución de las sociedades gestoras de cartera (SGC) fue similar a la de las agencias de valores, con un aumento de los beneficios antes de impuestos del 15,0 %, hasta situarse en los 2,2 millones de euros (véase cuadro 16). Este incremento se debe principalmente a la combinación de un crecimiento del 6,7 % de las comisiones netas y de una disminución de los gastos de explotación del 2,9 %. La partida responsable del incremento de las comisiones netas fue la correspondiente a la gestión de carteras (24,9 %).

Por otro lado, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) parece marcar una nueva tendencia en el caso de las sociedades de valores y de las sociedades gestoras de cartera, tras dos años consecutivos de mejoras de las mismas. Así, la rentabilidad de las SV se redujo desde el 23,0 % hasta el 17,0 % y la de las SGC de 16,9 a 11,9. En el caso de las AV, en cambio, aumentó de forma considerable, pasando del 22,2 % al 34,5 % (véase gráfico 21).

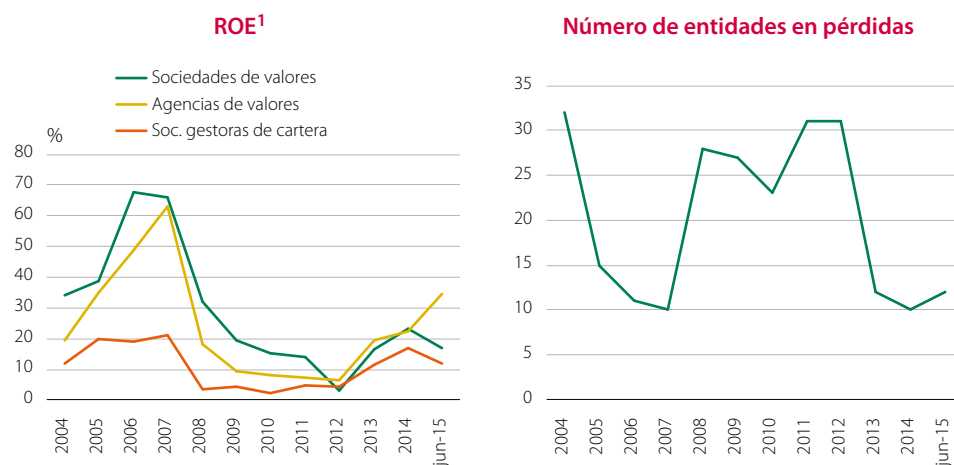
El beneficio de las SGC también se incrementó, pero a diferencia de las SV y AV se observó una mejora de los ingresos y un recorte de los gastos.

Divergencias en las rentabilidades de las ESI: mejoran en las AV y empeoran en las SV y SGC.

Se observó un ligero aumento del número de entidades en pérdidas, si bien el volumen de las mismas disminuyó de forma considerable.

El número de entidades en pérdidas pasó de diez a finales de 2014 a doce a mediados de 2015. Este incremento tuvo su origen en las SV, ya que el número de entidades en pérdidas aumentó de cuatro a siete, mientras que en el caso de las AV, este número disminuyó de seis a cinco. No hubo ninguna SGC en pérdidas, al igual que el semestre anterior. A pesar de aumentar las entidades que incurrieron en pérdidas, el valor total de las mismas se redujo de forma considerable hasta los 6,4 millones de euros.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

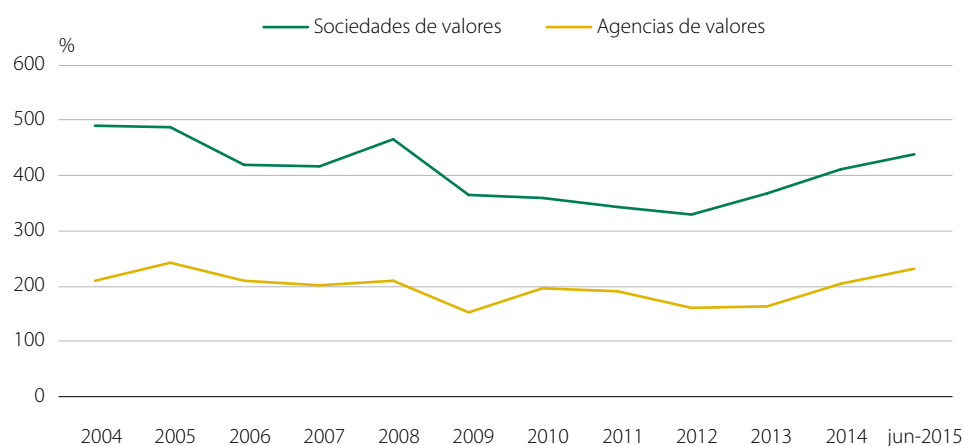
Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo óptimas en el primer semestre del año.

Las condiciones de solvencia de las ESI continuaron siendo óptimas en el primer semestre de este año. De esta forma, el margen de solvencia de las entidades obligadas a remitir estados de solvencia¹¹, calculado como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se situó en junio de 2015 en 4,4 para las SV y en 2,3 para las AV, habiendo sido de 4,1 y 2,0 a finales de 2014 (véase gráfico 22).

11 Desde el 1 de enero de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. De esta forma, 5 de las 78 empresas de inversión están exentas de hacerlo.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles¹)

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

1 Se debe tener en cuenta que desde la entrada en vigor en 2014 del reglamento UE 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios se ha modificado ligeramente.

En relación con las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), a lo largo del primer semestre del año se produjeron trece altas y siete bajas, por lo que el número de entidades a finales de junio era de 149, frente a las 143 de diciembre de 2014. De estas, diez estaban habilitadas para prestar servicios de asesoramiento en otros países de la Unión Europea bajo la modalidad de libre prestación de servicios. En cuanto a la actividad de las EAFI, no existe información disponible del primer semestre de 2015, ya que desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014 de la CNMV, este tipo de entidades tienen obligación de enviar información reservada con una periodicidad anual (anteriormente era semestral), por lo que los datos disponibles corresponden al cierre de 2014. De esta forma, se puede observar en el cuadro 17 que el volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó en 2014 un 21,3 %, hasta los 21.400 millones de euros y sus ingresos por comisiones lo hicieron un 43,6 %, hasta los 47,8 millones de euros. El número de contratos de clientes minoristas continuó siendo mayoritario, al representar el 93 % de los contratos totales (la misma proporción que en 2013).

El número de empresas de asesoramiento financiero siguió creciendo en el primer semestre de 2015.

Importes en miles de euros	2012	2013	2014	2013	2014	% var. año	
				S-2	S-1		S-2
NÚMERO DE ENTIDADES	82	126	143	126	134	143	13,5
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	14.776.498	17.630.081	21.391.417	17.630.081	14.456.415	21.391.510	21,3
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.199	4.991.653	5.488.399	5.719.292	14,6
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.947.782	4.465.564	4.828.459	22,3
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	8.690.646	4.502.452	10.843.759	24,8
NÚMERO DE CONTRATOS¹	3.484	4.002	4.629	4.002	4.344	4.639	15,9
Clientes minoristas	3.285	3.738	4.313	3.738	4.044	4.323	15,7
Clientes profesionales	175	235	276	235	264	276	17,4
Otros	24	29	40	29	36	40	37,9
INGRESOS POR COMISIONES²	26.177	33.273	47.746	33.273	21.513	47.767	43,6
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.167	33.066	21.071	47.188	42,7
De clientes	20.977	26.530	37.930	26.530	17.322	37.943	43,0
De otras entidades	5.088	6.537	9.236	6.537	3.749	9.245	41,4
Otros ingresos	112	206	579	206	442	579	181,1
PATRIMONIO NETO	13.402	21.498	26.529	21.498	22.915	26.538	23,4
Capital social	4.365	5.156	5.579	5.156	5.230	5.576	8,1
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	9.453	9.899	8.993	-4,9
Resultado del ejercicio ²	4.239	6.890	11.956	6.890	7.787	11.969	73,7

1 Datos a final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Las perspectivas sobre las ESI son algo complejas como consecuencia de la fuerte competencia que están sufriendo por parte de las entidades de crédito.

Las perspectivas sobre el conjunto de ESI son algo complejas debido a la fuerte competencia que están sufriendo por parte de las entidades de crédito, particularmente nacionales. Estas entidades, que han sido predominantes en líneas de negocio como la comercialización de fondos de inversión, la colocación y el aseguramiento de inversiones o los servicios de administración y custodia de valores, han empezado a superar a las ESI en servicios como los de tramitación y ejecución de órdenes, un segmento tradicionalmente liderado por las ESI en cuanto a generación de comisiones¹². Este hecho, junto con la disminución de los corretajes aplicados por las ESI, explica que el volumen de contratación en los mercados aumente y, sin embargo, los ingresos percibidos por los intermediarios financieros por este concepto —el más relevante para ellos— disminuyan. Parece que los intermediarios financieros deberán seguir buscando ganancias de eficiencia para competir en mejores condiciones e incentivando las líneas de negocio que recientemente se están comportando mejor como, por ejemplo, la comercialización de IIC, la gestión de carteras o el asesoramiento financiero.

12 Véase capítulo 7 del Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2014.

**Estados de información sobre normas de conducta
de entidades que prestan servicios de inversión: datos relevantes
de actividad en 2014 por tipo de entidad**

RECUADRO 6

El número de entidades de crédito autorizadas (ECA) para la prestación de servicios de inversión en España a 31 de diciembre de 2014 era de 203 (incluidas sucursales y agentes establecidos en España), de las que 151 prestaban servicios de forma efectiva. Estas entidades prestaron servicios en el ámbito del mercado de valores a algo más de 9,5 millones de clientes minoristas, una cifra que viene mostrando una tendencia ligeramente decreciente en los últimos años. El 97 % de estos clientes corresponde a entidades nacionales y tan solo el 3 % a entidades extranjeras.

Los ingresos de las ECA por prestación de servicios en el ámbito del mercado de valores han alcanzado este año los 3.800 millones de euros. Los incentivos percibidos de terceros representaron el 57 % de los ingresos totales (muy concentrados en la operativa con IIC). La cifra de ingresos no incluye, lógicamente, el margen obtenido por las ECA en la venta de productos emitidos por la propia entidad. Por servicios, la distribución ha sido la siguiente: en torno al 66 % de los ingresos corresponde a intermediación (recepción, transmisión y colocación), el 16 % a servicios de administración y custodia, el 7 % a asesoramiento financiero, el 5 % a gestión discrecional de cartera y un 6 % a otros ingresos.

El servicio de intermediación por cuenta de clientes minoristas de las ECA ha crecido en 2014 tanto en número de operaciones como en importe intermediado e ingresos. El volumen intermediado de compras en productos de contado ha superado los 200 mil millones de euros; de este, aproximadamente el 60 % corresponde a IIC, el 25 % a renta variable, el 9 % a renta fija no compleja y el 6 % restante a productos complejos. Se mantiene la tendencia de traspaso de las compras desde la renta fija no compleja (en especial deuda pública) a las IIC que se viene observando en los últimos dos años. El volumen de derivados desciende en conjunto cerca del 12 %.

Las compras de productos complejos de contado sigue representando un porcentaje relativamente reducido respecto al conjunto de la inversión minorista (un 6 % del total sobre productos de contado, es decir, unos 12.000 millones de euros). Destaca en este ejercicio el significativo incremento de las compras de productos estructurados, que han alcanzado aproximadamente los 10.000 millones de euros. Se trata de productos comercializados principalmente por entidades de tamaño grande y en los que el servicio de asesoramiento va ganando importancia.

Los datos reportados sobre avisos realizados a clientes en la comercialización reflejan, en términos generales, que las operaciones se realizan con una evaluación previa de la adecuación del producto (evaluación de conveniencia o de idoneidad), sin que se utilice de forma indiscriminada la excepción permitida para productos no complejos (el régimen de «solo ejecución»). En particular, destacan las compras de IIC, en las que aproximadamente solo el 10 % se habría acogido a dicha excepción. Tampoco se observa una comercialización

significativa de productos no convenientes o sin haber sido evaluados por falta de información.

El servicio de asesoramiento financiero prestado por las ECA, si bien continúa siendo marginal, ha crecido de forma relevante en 2014 tanto en número de clientes minoristas a los que se presta (se alcanzan los 550.000), como en número de recomendaciones de compra (llegando a los 1,5 millones) e importe de las mismas (que superan los 60.000 millones de euros). El servicio de asesoramiento se encuentra retribuido fundamentalmente vía incentivos (representan el 95 % de los ingresos) y las recomendaciones de compra están centradas en las IIC (72 % del importe), seguidas de productos estructurados (con el 12 %), siendo este tipo de producto el que experimentó un mayor volumen de crecimiento en el año. Las recomendaciones en derivados OTC se concentran en un número reducido de entidades y productos (en especial, derivados ligados a divisas o tipos de interés). Aproximadamente el 68 % del volumen cuya compra se recomienda se refiere a productos vinculados a la entidad que presta el servicio.

El servicio de gestión discrecional de carteras registra asimismo un comportamiento positivo en 2014 en las ECA, con un importante incremento en el número de clientes minoristas (se superan los 190.000 clientes) y en el patrimonio gestionado (unos 24.300 millones de euros). El patrimonio efectivamente gestionado por las ECA se concentra en IIC (84 %), acentuándose la tendencia de concentración en este tipo de instrumentos ya observada en ejercicios anteriores. Les sigue la renta variable con el 11 %. En la prestación de este servicio de inversión, el peso de los productos vinculados es menor que en el asesoramiento y se sitúa en torno al 40 %.

Por lo que a las ESI se refiere, sin incluir a las EAFI, su importancia relativa respecto a las ECA es considerablemente menor en cuanto al número de clientes, que a 31 de diciembre de 2014 ascendían a 164.000, pero no tanto respecto al importe de ingresos totales por la prestación de servicios de inversión, que superaba los 1.000 millones de euros, más del 60 % derivados de servicios de intermediación. En cuanto a las EAFI, el número total de clientes a finales de año no superaba los 5.000 y los ingresos fueron de 47,5 millones de euros.

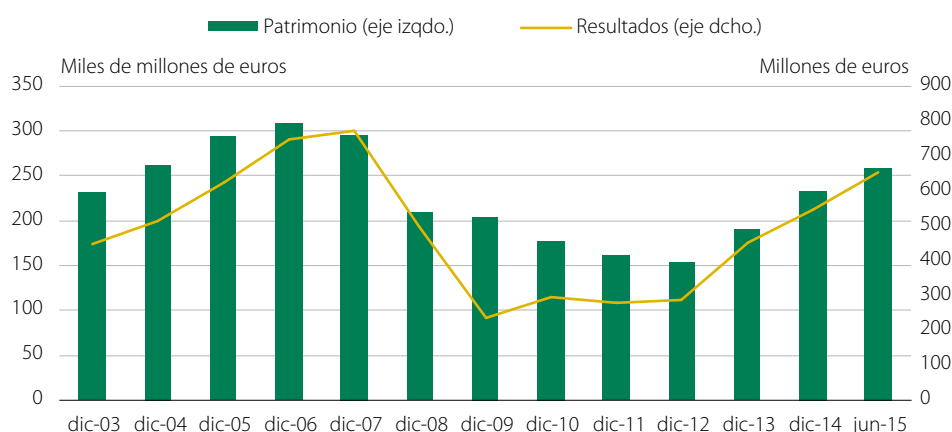
4.3 Sociedades gestoras de IIC

La expansión de la industria de la inversión colectiva, por tercer año consecutivo, repercutió positivamente en los beneficios de las SGIIC, que crecieron cerca de un 20 % en el primer semestre del año.

Durante la primera mitad de 2015 la actividad de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) siguió la tendencia expansiva iniciada en 2013, gracias al entorno de bajos tipos de interés, que favorecen la búsqueda de productos alternativos frente a los depósitos a plazo de los bancos. Así, el patrimonio gestionado por las SGIIC se situó en 259.000 millones de euros a finales de junio, lo que supone un incremento del 11,3 % en relación con la cifra de finales de 2014, mientras que los beneficios agregados antes de impuestos lo hicieron un 19,9 %, hasta los 654 millones de euros en términos anualizados (véase gráfico 23). La mayor parte de este avance, prácticamente el 90 %, tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, aunque también experimentaron importantes subidas las sociedades de inversión. Por otra parte, es importante destacar que el grado de concentración del sector siguió siendo muy elevado: la cuota conjunta de las tres mayores gestoras era del 43,1 % del patrimonio total, incluso por encima del 36 % de finales de 2014.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2015 ha sido anualizado.

Esta mejora se vio reflejada en las comisiones de gestión de IIC, que son las que tienen un mayor peso para las SGIIC y que ascendieron a 2.414 millones de euros (en términos anualizados), un 20,5 % más que a finales de 2014. La comisión media de gestión se situó en el 0,93 % del patrimonio, por encima del 0,85 % de finales de 2014, lo que es consecuencia, básicamente, de la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo y, por lo tanto, con comisiones más altas. Del mismo modo, la ROE del conjunto de SGIIC experimentó un avance sustancial, como viene sucediendo en los últimos ejercicios, y pasó del 48,5 % de finales de 2014 hasta el 54,7 % de junio de este año. En línea con los buenos resultados, el número de entidades en pérdidas se redujo de 14 a 11, aunque el importe de las mismas aumentó ligeramente con relación a la cifra de cierre del ejercicio anterior (3,4 %), situándose en 2,9 millones de euros (anualizados) a finales del primer semestre.

La reorganización que se estaba produciendo en este sector como consecuencia de la reestructuración en el sector financiero parece estar llegando a su fin. Así, durante los ocho primeros meses del año, tan solo se ha producido una baja originada por dicho proceso. En este mismo periodo hubo dos altas y otra baja, por lo que el número de SGIIC a 31 de agosto de este año permanecía sin cambios respecto a diciembre de 2014, con un total de 96 entidades.

En la misma línea, las cifras de rentabilidad se incrementaron mientras que el número de gestoras en pérdidas se redujo.

El número de entidades que gestionan productos de inversión colectiva se mantiene estable en 96, pues el sector está ya cerca del final de su proceso reorganizativo.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC ¹	Comisión media de gestión de IIC ¹ (%)	Ratio de comisiones ² (%)
2008	208.861	2.302	1,10	70,80
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	234.588	2.004	0,85	61,80
jun-2015	258.575	2.414	0,93	62,90

Fuente: CNMV.

1 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

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

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de ECR disminuyó en los primeros meses del año, a pesar de la creación de nuevos fondos y sociedades de capital-riesgo pyme al amparo de la nueva legislación del sector.

El número de entidades de capital-riesgo (ECR) ha disminuido desde 344 en diciembre de 2014 hasta 340 en agosto de 2015, como consecuencia de la reducción en el número de sociedades de capital-riesgo (véase cuadro 19). Del total, 146 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 5 fondos de capital-riesgo pyme, 111 sociedades de capital-riesgo, 4 sociedades de capital-riesgo pyme y 74 sociedades gestoras de ECR. En el cuadro 19 se pueden observar ciertos cambios con respecto al año anterior, que son consecuencia de la nueva Ley 22/2014, de 12 de noviembre, ya que permite la creación de dos nuevos tipos de entidades: los fondos de capital-riesgo pyme y las sociedades de capital-riesgo pyme. Los cinco nuevos fondos de este tipo que se han creado son el resultado de la transformación de fondos de capital-riesgo ya existentes, mientras que una sociedad de capital-riesgo pyme proviene de otra ya existente y las tres restantes son de nueva creación.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2015

CUADRO 19

	Situación a 31/12/2014	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2015
Entidades	344	21	25	340
Fondos de capital-riesgo	145	8	7	146
Fondos de capital-riesgo pyme	0	5	0	5
Sociedades de capital-riesgo	125	1	15	111
Sociedades de capital-riesgo pyme	0	4	0	4
Sociedades gestoras de ECR	74	3	3	74

Fuente: CNMV.

Entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 el patrimonio de las ECR disminuyó un 2,57 %, hasta situarse en 8.479,96 millones de euros. Por tipo de entidad se observaron algunas diferencias, ya que el patrimonio de los FCR aumentó un 6,1 % mientras que el de las SCR se redujo un 9,30 %, hasta los 4.443,74 millones de euros.

En el caso de los FCR se aprecia una recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2015. Por un lado, disminuyó de forma importante la inversión realizada por los bancos y las cajas de ahorros (en concreto un 22,7 % y un 12,6 % respectivamente) y, en menor medida, la inversión de las entidades de capital-riesgo, tanto nacionales como extranjeras (véase cuadro 20). En el lado opuesto, destaca el incremento de las inversiones realizadas por las AA. PP., con un aumento del 42,8 %, y por los fondos soberanos, con una subida del 116,6 %, aunque estos últimos con cifras poco significativas.

El patrimonio de las ECR cayó un 2,6 % en 2014 debido a la disminución del de las sociedades. Por el contrario, el patrimonio de los fondos aumentó.

En los FCR disminuyó la relevancia de las entidades financieras como inversores en favor de otros como las AA. PP., los fondos soberanos y las personas físicas.

Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 20

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2014	2015	2014	2015
Personas físicas				
Residentes	252,18	288,68	125,06	133,31
No residentes	4,63	9,11	2,09	3,75
Personas jurídicas				
Bancos	357,30	276,04	1.651,31	1.339,75
Cajas de ahorros	110,39	96,48	54,30	26,14
Fondos de pensiones	468,03	483,43	21,43	25,12
Compañías de seguros	115,63	133,58	25,09	41,08
Sociedades y agencias de valores	0,00	0,54	0,11	0,16
Instituciones de inversión colectiva	31,73	54,65	11,65	18,91
Entidades de capital-riesgo nacionales	151,84	148,48	82,42	81,17
Entidades de capital-riesgo extranjeras	207,28	195,46	1,38	0,00
Administraciones Públicas	396,89	566,87	268,85	269,64
Fondos soberanos	47,57	103,04	0,00	0,00
Otras empresas financieras	252,19	311,31	923,66	951,69
Empresas no financieras	552,32	474,73	1.515,95	1.296,55
Entidades extranjeras	646,18	752,22	80,77	114,19
Otros	210,24	141,60	135,62	142,28
TOTAL	3.804,40	4.036,22	4.899,69	4.443,74

Fuente: CNMV.

En cuanto a las SCR, los dos tipos de inversores más relevantes, los bancos y las empresas no financieras, redujeron su inversión en este tipo de entidades en 2014 (18,9 % y 14,5 %, respectivamente), mientras que el tercer tipo de inversor por su volumen (otras empresas financieras) la incrementó (un 3 %, hasta los 951,7 millones de euros). En cuanto a los inversores que más intensificaron su participación en términos relativos, destacan las compañías de seguros, con un incremento del

En las SCR los bancos también redujeron su exposición, al igual que las empresas no financieras, mientras que otras entidades financieras aumentaron su inversión.

63,7 %, y las IIC, con una subida del 62,3 %. La importancia relativa de las personas físicas en el sector capital-riesgo se incrementó en 2014 tanto en los FCR, con un 7,3 % del patrimonio total, como en las SCR, con un 3,1 % del total.

La inversión de las ECR cayó un 41 % en el primer semestre del año según los datos preliminares de ASCRI...

Según los datos preliminares proporcionados por la Asociación de Capital-Riesgo (ASCRI), la inversión de las ECR en España cayó un 41 % durante el primer semestre de 2015, hasta los 726 millones de euros, debido sobre todo a la falta de operaciones de gran volumen, frente a las cuatro operaciones de este tipo en el primer semestre de 2014. Por el contrario, el mercado de operaciones de tamaño medio y pequeño fue muy activo. De hecho, el 85 % lo constituyen operaciones en las que se invirtieron menos de cinco millones de euros de capital en pymes españolas en fases de arranque y expansión. Los sectores que mayor volumen de inversión recibieron fueron los de productos de consumo, productos y servicios industriales, e informática. Las desinversiones mantuvieron un volumen elevado en el primer semestre del año, situándose en 1.861 millones de euros, lo que prolonga la tendencia que comenzó el año pasado. En cuanto a la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*), las cifras provisionales del primer semestre apuntan a niveles de 1.185 millones de euros, por debajo de la cifra del primer semestre de 2014 (2.112 millones).

... pero las expectativas son, en general, positivas debido a la buena evolución de la economía española y al interés de los inversores internacionales.

A pesar de que las cifras del sector en los primeros meses de este año son peores que las del año pasado, las perspectivas sobre el capital-riesgo continúan siendo, en general, positivas. Aunque ciertos elementos de incertidumbre política pueden retrasar la consecución de algunas operaciones, pesa más la percepción relacionada con la intensa mejoría de la economía española. Se sigue observando un gran interés de los inversores internacionales por nuestro país, bien a través de la apertura de oficinas en España o bien invirtiendo desde fuera. También se aprecia un número elevado de gestoras en proceso de captación de fondos para invertir, por lo que un número considerable de operaciones podrían cerrarse en la segunda mitad de 2015, meses en los que tradicionalmente hay un mayor dinamismo. El papel jugado por Fond-ICO Global también seguirá siendo determinante en el desarrollo futuro del sector.

II Informes y análisis

Modificaciones y novedades legislativas introducidas por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial

María Taillefer Martos (*)

(*) María Taillefer Martos pertenece al Departamento de Asesoría Jurídica de la CNMV.

1 Introducción

El objetivo de este artículo es presentar las principales novedades y modificaciones introducidas en nuestra legislación en materia del mercado de valores tras la aprobación de la Ley 5/2015, de fomento de la financiación empresarial (en adelante, LFFE) el pasado 27 de abril.

La LFFE introduce modificaciones y novedades en las siguientes materias relacionadas con los mercados de valores:

- i) Se regulan, por primera vez, las plataformas de financiación participativa (conocidas por sus términos en inglés *crowdfunding* y *crowdlending*) y se atribuyen competencias a la CNMV en la materia.
- ii) Se amplían las competencias de la CNMV en diversas materias, modificando para ello la Ley del Mercado de Valores (LMV).
- iii) Se introducen modificaciones relativas al régimen de emisión de obligaciones en la Ley de Sociedades de Capital (LSC) y en otras normas mercantiles.
- iv) Se flexibiliza, sistematiza y simplifica el régimen jurídico de los fondos de titulización.
- v) Otras novedades y modificaciones normativas.

Junto a estas modificaciones, la LFFE introduce el nuevo régimen legal de los establecimientos financieros, cuya autorización y supervisión es competencia del Banco de España, y determinadas medidas para favorecer la financiación bancaria de las pymes, así como el régimen sancionador aplicable a los incumplimientos de la Ley 12/2012, de 26 de diciembre, de medidas urgentes de liberalización del comercio y de determinados servicios. Aun cuando algunas de estas medidas están relacionadas con el sistema financiero, no se tratarán en el artículo al no afectar directamente al mercado de valores.

En cuanto a la organización del artículo, la sección segunda revisa las medidas adoptadas en la LFFE en relación con las plataformas de financiación participativa; la sección tercera, las que suponen una ampliación de las competencias de la CNMV en diversas áreas; la sección cuarta, las modificaciones introducidas en el régimen de emisión de obligaciones y la quinta, las que reforman el régimen jurídico de los fondos de titulización. Finalmente, el artículo se cierra con una sección dedicada a otras modificaciones y novedades contenidas en la LFFE relevantes en el ámbito de actuación de la CNMV.

2 Plataformas de financiación participativa

Sin duda, una de las principales novedades de la LFFE es la regulación, por primera vez, de las denominadas plataformas de financiación participativa (en adelante, PFP).

Estas entidades ponen en contacto a inversores con promotores de proyectos que demandan fondos mediante la emisión de valores o participaciones sociales o a través de la solicitud de préstamos. La LFFE solo regula las figuras en las que prima el componente financiero de la actividad, esto es, en las que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación, dejando por tanto fuera del ámbito de esta norma el *crowdfunding* instrumentado mediante compraventas, donaciones o préstamos sin intereses.

La LFFE será aplicable a las PFP que ejerzan la actividad en territorio nacional. No obstante, se aclara que no se considerará que los servicios se presten en territorio nacional cuando un residente en España participe por iniciativa propia, como inversor o promotor, en una plataforma con domicilio social en el extranjero que preste los servicios contemplados en la LFFE para las PFP. Se define, asimismo, lo que se considera «iniciativa propia» para dejar claros los supuestos en los que se aplicaría la LFFE (artículo 47 de la LFFE).

El nuevo texto legal otorga a la CNMV competencias exclusivas para la supervisión, inspección y sanción de este nuevo tipo de entidad regulada, si bien se prevé la intervención del Banco de España en determinados trámites relacionados con los proyectos que se financien a través de la modalidad de préstamo.

Sin ánimo de ser exhaustivos, a continuación se relacionan algunas de las notas características del régimen jurídico y de la actividad realizada por las PFP se relacionan a continuación.

2.1 Reserva de actividad y autorización por la CNMV

La LFFE regula la actividad de las plataformas de financiación participativa, que queda reservada a las entidades autorizadas para ello. A tal efecto, la ley establece unos requisitos de autorización y registro ante la CNMV, que también tiene la potestad sancionadora sobre estas entidades supervisadas. No obstante, la autorización requiere un informe vinculante del Banco de España cuando los proyectos se instrumentalicen a través de préstamos. Las PFP autorizadas serán inscritas en el registro oficial de la CNMV correspondiente. En concreto, la LFFE añade al artículo 92 de la LMV un nuevo registro oficial especial para estas entidades (artículos 48 y 53 de la LFFE y artículo 92, letra ñ) LMV).

La CNMV debe informar al Ministerio de Economía y Competitividad sobre los trámites de las autorizaciones de las PFP (artículo 53.4 de la LFFE).

La CNMV es, a su vez, el organismo competente para adoptar las decisiones relativas a las revocaciones, suspensiones y renunciaciones de las autorizaciones de las PFP. Debe comunicarlas al Ministerio de Economía y Competitividad y, en el caso de proyectos

instrumentalizados a través de préstamos, también al Banco de España (artículo 59 de la LFFE).

2.2 Características de los proyectos de financiación participativa (artículo 49 de la LFFE)

Los proyectos publicados por las PFP deberán: i) dirigirse a personas que esperan obtener un rendimiento por su inversión, ii) ser realizados por promotores que solicitan la financiación en nombre propio y iii) destinarse exclusivamente a la financiación de un proyecto concreto del promotor de tipo empresarial, formativo o de consumo.

En ningún caso podrán consistir en: la financiación profesional de terceros ni, en particular, la concesión de créditos o préstamos; la suscripción o adquisición de acciones, obligaciones ni otros instrumentos financieros admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, en un sistema multilateral de negociación o mercados equivalentes de un tercer país; la suscripción o adquisición de acciones ni participaciones de instituciones de inversión colectiva o de sus sociedades gestoras, de entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado ni sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

2.3 Formas de financiación participativa

Como ya se apuntó anteriormente, la inversión en los proyectos publicados por las PFP podrán instrumentarse a través de: i) la emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas u otros valores representativos de capital, cuando la misma no precise folleto informativo; ii) la emisión de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada; o iii) la solicitud de préstamos, incluidos los préstamos participativos (artículo 50 de la LFFE).

2.4 Servicios de las plataformas de financiación participativa y prohibiciones de ejercicio de actividad

En cuanto a la actividad operativa de las PFP, la regulación se asienta sobre el objetivo de asegurar la neutralidad de las PFP en su relación con los inversores y promotores.

Para ello, se delimitan con claridad los servicios que necesariamente deberán prestar las PFP, así como otros servicios que estas entidades podrán prestar, a su vez, como servicios auxiliares (artículo 51 de la LFFE). Igualmente, se prohíbe expresamente que las PFP ejerzan las actividades reservadas a las entidades de servicios de inversión y a las entidades de crédito. En concreto, no podrán recibir fondos por cuenta de inversores o de promotores, salvo que tengan la finalidad de pago y la plataforma cuente con la preceptiva autorización como entidad de pago híbrida regulada de conformidad con la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago y su normativa de desarrollo. Tampoco podrán realizar recomendaciones personalizadas a los inversores sobre los proyectos de financiación participativa (artículo 52 de la LFFE). No obstante,

no constituirá asesoramiento financiero el servicio auxiliar contemplado en el artículo 51.2, letra b) de la LFFE, consistente en el análisis de los proyectos, la determinación del nivel de riesgo de los mismos o cualquier otra variable útil para la toma de decisiones de inversión, cuando la publicación, clasificación y agrupación de tal información se realice en términos objetivos, sin emitir recomendaciones personalizadas.

Asimismo, se establecen los requisitos organizativos y financieros para que las PFP puedan realizar la actividad. En cuanto a los organizativos, destaca la obligación de contar con un reglamento interno de conducta que contemple y regule los posibles conflictos de interés, así como los requisitos de experiencia y honorabilidad empresarial y profesional que se exigen a los consejeros, directores generales o asimilados de las PFP (artículo 55 de la LFFE).

Por lo que se refiere a los financieros, las PFP deberán contar bien con un capital social mínimo de 60.000 euros, bien con un seguro de responsabilidad civil profesional, aval o garantía equivalente con unas coberturas mínimas, o bien con una combinación de los dos sistemas anteriores que proporcione un nivel de cobertura equivalente. Se contempla que estos requisitos financieros se incrementen a medida que aumente la financiación obtenida (artículo 56 de la LFFE).

2.5 Medidas de protección al inversor

La participación como inversor en los proyectos publicados por las PFP está considerada como una inversión arriesgada, ya que el promotor puede ser incapaz de devolver o remunerar los fondos recibidos y las PFP no garantizan la solvencia o viabilidad del promotor. Por ello, y ante la imposibilidad de eliminar los riesgos intrínsecos de estas inversiones, la LFFE establece una serie de medidas que pretenden al menos mitigar y controlar los mismos:

- i) Por un lado, se establecen unos rigurosos requisitos en materia de transparencia informativa. En concreto, las PFP deberán incluir en su página web, de forma fácilmente visible, accesible y gratuita, una prolija información que se especifica en el artículo 61 de la LFFE, entre la que destacan, por su importancia, las siguientes advertencias:
 - De los distintos riesgos que conlleva invertir en los proyectos publicados por la PFP. En particular, será obligatorio advertir del riesgo de pérdida total o parcial de la inversión, del riesgo de no obtener el rendimiento dinerario esperado y del riesgo de falta de liquidez de la inversión.

En los proyectos que se instrumentalizan a través de la emisión de acciones, se advertirá del riesgo de dilución de la participación, de no recibir dividendos y de no poder influir en la gestión; y con respecto a la emisión de participaciones sociales, del riesgo que conllevan las restricciones a la libre transmisibilidad inherentes a su régimen jurídico.

- Que la PFP no es una empresa de servicios de inversión ni una entidad de crédito y, por tanto, no se encuentra adherida a ningún fondo de garantía de inversiones o fondo de garantía de depósitos.

- Que los proyectos no son objeto de autorización ni de supervisión por parte de la CNMV ni del Banco de España, y que la información facilitada por el promotor no ha sido revisada por estos organismos ni, en el caso de emisión de valores, constituye un folleto informativo aprobado por la CNMV.
- ii) Por otro lado, se impone una serie de obligaciones para intentar evitar los conflictos de interés. Así, la LFFE obliga a las PFP a establecer y aplicar una política efectiva en materia de conflictos de interés que se publicará en su página web (artículo 62 de la LFFE).

Destaca el hecho de que los socios de las plataformas de financiación participativa sí podrán asesorar a inversores sobre los proyectos publicados en la plataforma, siempre y cuando estén autorizados a prestar el servicio de asesoramiento financiero al que se refiere el artículo 63.1, letra g) de la LMV y apliquen una política efectiva en materia de conflictos de interés, mientras que la prohibición de asesoramiento se mantiene para los administradores, altos directivos y empleados de la PFP y para la propia plataforma (artículo 62.3 de la LFFE).

Asimismo, se establecen las condiciones para que las PFP puedan participar en proyectos publicados en su página web, así como para que estas puedan publicar proyectos de los que sean promotoras, estableciéndose para ambos casos un límite cuantitativo de la participación, además de la obligación de informar de forma clara a los inversores sobre esta vinculación (artículos 63.1 y 63.2 de la LFFE). Lo anteriormente previsto será también de aplicación a los administradores, altos ejecutivos y socios con participación significativa de las PFP, y a los cónyuges o personas con quienes estos convivan en análoga relación de afectividad, así como a sus familiares hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, respecto de los proyectos de los que sean promotores y sean publicados en las páginas web de sus respectivas plataformas (artículo 63.3 de la LFFE).

Se prohíbe que las PFP puedan participar en proyectos publicados por otras PFP (artículo 63.4 de la LFFE).

Las PFP podrán realizar publicidad sobre su actividad profesional general, así como sobre proyectos concretos de financiación, debiendo respetar los principios establecidos por la LFFE, entre ellos el de neutralidad y transparencia (artículo 64, en relación con el artículo 60 de la LFFE).

- iii) Igualmente, se dispone una serie de cautelas para proteger al pequeño inversor. Así, se distingue entre inversor acreditado e inversor no acreditado, estableciéndose límites cuantitativos de inversión a estos últimos. Estos límites, de cuyo cumplimiento se asegurarán las PFP, alcanzan un máximo de 3.000 euros por proyecto publicado en una PFP, y de 10.000 euros en un periodo de 12 meses, en proyectos publicados por una misma plataforma o en el conjunto de plataformas (artículo 82 de la LFFE).
- iv) Por otra parte, se imponen límites al número de proyectos de cada promotor en una plataforma y al importe máximo de captación por proyecto. Las PFP se

asegurarán de que ningún promotor tenga publicado simultáneamente en la plataforma más de un proyecto; el importe máximo de captación de fondos por proyecto no podrá ser superior a 2.000.000 de euros, pudiendo alcanzar hasta los 5.000.000 de euros en los casos en los que los proyectos vayan dirigidos exclusivamente a inversores acreditados (artículo 68 de la LFFE). Asimismo, se deberá establecer el objetivo de financiación dentro de un plazo temporal fijado; en caso contrario, se deberán devolver las cantidades aportadas (artículo 69 de la LFFE).

- v) Finalmente, como medidas adicionales a la protección de los inversores, se imponen determinados requisitos de información y manifestaciones del inversor con carácter previo a la inversión (artículos 83 y 84 de la LFFE).

Así, el inversor no acreditado, con anterioridad a participar en un proyecto a través de una PFP, deberá recibir y aceptar una comunicación específica en la que se incluyan las advertencias a las que se refiere el artículo 61 de la LFFE, mencionadas en el apartado i) de esta sección.

A su vez, las PFP exigirán a todo inversor acreditado, antes de operar por primera vez, que manifieste que ha sido advertido de que al considerársele inversor acreditado está expuesto a mayores riesgos y goza de menor protección respecto de la inversión en una PFP.

Por último, los inversores no acreditados deberán manifestar, con anterioridad a adquirir ningún compromiso de pago, junto con su consentimiento: i) que se les ha advertido de los riesgos que implica la inversión, y ii) que teniendo en cuenta la operación que realizan, su inversión total en los últimos 12 meses en proyectos publicados por el conjunto de las PFP no supera los 10.000 euros.

2.6 Funciones y responsabilidad de las PFP

Muy importantes son las funciones que la LFFE otorga a las PFP, entre ellas, actuar con diligencia en la admisión de promotores y en la comprobación de su identidad, así como a la hora de evaluar con diligencia los proyectos de los promotores (artículo 66 de la LFFE).

Otra de las responsabilidades de las PFP es que se deberán asegurar de que la información publicada en su página web sea completa de conformidad con lo establecido en la LFFE, siendo en todo caso los promotores los responsables frente a los inversores de la información que proporcionen a la plataforma para su publicación (artículos 71 y 73 de la LFFE).

Las PFP deberán publicar la descripción completa, detallada y clara del proyecto, así como de las características de los préstamos o de la emisión de valores, según sea el medio a través del cual se instrumentalice la inversión en el proyecto. La LFFE establece el contenido mínimo de la información que se deberá proporcionar en relación con ambos tipos de financiación (artículos 70 y 74 a 80 de la LFFE).

Finalmente, como ya se apuntó con anterioridad, las plataformas deberán asegurar que no se excede ninguno de los límites impuestos por la LFFE tanto a inversores

como a promotores, y que se advierte de forma fehaciente a los primeros de los riesgos de la inversión.

2.7 Régimen sancionador (artículos 89 a 93 de la LFFE)

La LFFE establece su propio régimen de supervisión, inspección y sanción, disponiendo de su propio catálogo de infracciones y de sanciones. En todo lo no previsto por la LFFE en esta materia, será de aplicación supletoria la LMV y su normativa de desarrollo.

Estarán sujetos al régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV las PFP, así como las restantes personas a los efectos de comprobar si infringen las reservas de actividad y denominación previstas en la LFFE, pero no los promotores, por lo que en caso de información engañosa imputable al promotor, no será objeto de la actuación sancionadora de la Administración, sin perjuicio de las responsabilidades civiles o penales en las que estas entidades puedan incurrir en el ejercicio de su actividad.

Se establece el régimen de colaboración entre la CNMV y el Banco de España, especialmente en aquellos casos en los que se haya instrumentalizado la inversión en el proyecto a través de préstamos.

La CNMV deberá informar al Ministerio de Economía y Competitividad de los acuerdos de incoación, los actos de trámite y los actos definitivos de los procedimientos sancionadores, y deberá recabar informes del Banco de España con carácter previo a la imposición de sanciones a las plataformas que publiquen proyectos financiados a través de préstamos.

3 Nuevas competencias de la CNMV

La LFFE otorga a la CNMV las nuevas competencias que se detallan a continuación:

- i) Por una parte, la ley confiere a la CNMV competencias que hasta la fecha venían ejerciendo el Ministerio de Economía y Competitividad, por lo que adquiere una mayor independencia en su actuación como supervisor del mercado de valores. En particular, se traspasan a la CNMV las competencias siguientes:
 - Oponerse a la adquisición de una participación significativa en el capital social de sociedades que administren mercados secundarios oficiales (artículo 31.6 de la LMV).
 - La autorización de mercados secundarios oficiales (artículo 31 bis.1 de la LMV) y, en concreto, de bolsas de valores (artículo 45 de la LMV).
 - Revocar la autorización concedida a un mercado secundario oficial (artículo 31 bis.4 de la LMV).

- Autorizar la sustitución de la sociedad rectora de un mercado secundario oficial (artículo 31 quáter.2 de la LMV).
- Denegar o condicionar el acceso a los mercados españoles, en calidad de miembros, de las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas en un Estado no miembro de la Unión Europea (artículo 37.2, letra d) de la LMV).
- Oponerse a la adquisición o transmisión de una participación significativa en el capital social de la Sociedad de Sistemas (artículo 44 bis.3 de la LMV¹).
- La autorización de depositarios centrales de valores (artículo 44 bis.11 de la LMV²).
- Autorizar la creación de empresas de servicios de inversión (artículo 66.1 de la LMV), denegar dicha autorización (artículo 67.1 de la LMV) y aprobar las modificaciones de los servicios inicialmente autorizados a estas entidades (artículo 68.2 de la LMV).
- Adoptar las medidas establecidas en el artículo 69.11 de la LMV contra las personas que posean una participación significativa en una empresa de servicios de inversión.
- Revocar la autorización a las empresas de servicios de inversión (artículo 74 de la LMV).
- Imponer sanciones muy graves (artículo 97.1 de la LMV).

Si bien se trasladan las referidas competencias a la CNMV, esta deberá comunicar al Ministerio de Economía y Competitividad los distintos procedimientos de autorización que se incoen, así como las decisiones que se adopten en relación con las competencias delegadas a la CNMV anteriormente enumeradas.

- ii) Por otra parte, en materia normativa, se faculta a la CNMV a: i) elaborar guías técnicas que establezcan los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considere adecuados para el cumplimiento de la normativa del mercado de valores; y ii) hacer suyas, así como desarrollar, complementar o adaptar las guías que aprueben los organismos internacionales activos en materia de regulación y supervisión del mercado de valores. Estas guías no son vinculantes y su cumplimiento no es obligatorio por parte de las entidades supervisadas,

1 La Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión ha modificado el artículo 44 bis de la LMV. Esta competencia de la CNMV pasa a estar en el nuevo artículo 44 bis.2, párrafo tercero, todavía no en vigor, y se refiere a los depositarios centrales de valores en general y no a la Sociedad de Sistemas.

2 Tras la modificación del artículo 44 bis por la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, el apartado 11 del referido artículo desaparece y la competencia de la CNMV para autorizar a depositarios centrales de valores viene recogida en el artículo 44 bis.1, párrafo segundo, aún no en vigor.

si bien en caso de separación de lo establecido en las guías, la CNMV podrá requerir una explicación de los motivos (artículo 15.3 de la LMV).

- iii) Asimismo, se faculta a la CNMV para que pueda convocar procesos de selección de personal destinados a cubrir las vacantes de la plantilla aprobadas en su presupuesto de explotación y capital al margen de la oferta de empleo público (artículo 14.7 de la LMV).
- iv) La LFFE otorga a la CNMV nuevas herramientas de supervisión.

Así, la CNMV podrá requerir en sus tareas de supervisión, cuando lo estime necesario, la colaboración de auditores, consultores y otros expertos independientes, y hacer uso de los antecedentes de dicha colaboración (artículo 85.9, párrafo primero, de la LMV).

Igualmente, se faculta a la CNMV para realizar tareas de supervisión mediante actuaciones conocidas como *mystery shopping*, una herramienta que permitirá al personal de la CNMV comprobar el cumplimiento normativo por parte de las entidades supervisadas, en especial en materia de comercialización de los productos financieros, sin desvelar su identidad como empleados de este organismo (artículo 85.2, letra ñ) de la LMV). Para la realización de tales actuaciones, la CNMV podrá también solicitar la colaboración de expertos mediante la emisión de informes. Los expertos podrán actuar de forma anónima sin revelar que actúan por cuenta de la CNMV (artículos 85.1, letra a), y 85.9, párrafo segundo, de la LMV).

- v) Finalmente, se faculta a la CNMV para hacer pública la incoación de los expedientes sancionadores, previa ponderación razonada entre el interés público y el perjuicio que dicha publicación pudiera ocasionar a los infractores (artículo 98.5 de la LMV).

4 Modificaciones en el régimen de emisión de obligaciones

La LFFE modifica el régimen de emisión de obligaciones contenido en la LSC y en otras normas mercantiles, con objeto de facilitar la financiación a través de emisiones de renta fija corporativa.

Los cambios introducidos son los siguientes:

- i) Por un lado, se eliminan determinados límites o prohibiciones en materia de emisión de obligaciones:
 - Se elimina la prohibición de que las sociedades anónimas y las comanditarias por acciones puedan emitir obligaciones más allá de sus recursos propios (artículo 401 de la LSC).
 - Se elimina la prohibición de que las sociedades de responsabilidad limitada emitan obligaciones, si bien se establece una serie de salvaguardas

para evitar un endeudamiento excesivo (se deroga a tal efecto el artículo 402 de la LSC).

En concreto, se establece que el importe total de las emisiones de las sociedades de responsabilidad limitada no podrá ser superior al doble de sus recursos propios, salvo que la emisión esté garantizada con hipoteca, prenda de valores, garantía pública o aval solidario de una entidad de crédito. Este tipo de entidades tampoco podrán emitir ni garantizar obligaciones convertibles en participaciones sociales (artículo 401 de la LSC).

- Se elimina la exigencia en todos los casos de la constitución de un sindicato de obligacionistas, hasta ahora obligatoria para las sociedades emisoras establecidas en España, limitándola a los casos que la legislación especial aplicable prevea (artículo 403 de la LSC³).
 - Se elimina con carácter general la obligación de inscribir la emisión de obligaciones en el Registro Mercantil (nueva redacción del artículo 407 de la LSC).
 - Se elimina la obligación de publicar la emisión de obligaciones en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* (se deroga a tal efecto el artículo 408 de la LSC).
 - Se elimina el régimen de prelación legal de las obligaciones mediante la derogación del artículo 410 de la LSC.
- ii) Por otro lado, se regula la emisión de obligaciones en el extranjero por parte de una sociedad española, estableciendo el régimen legal aplicable a este tipo de emisiones. Así, la ley española determinará la capacidad, el órgano competente y las condiciones de adopción del acuerdo de emisión, mientras que la ley a la cual se haya sometido la emisión regirá los derechos de los obligacionistas frente al emisor, sus formas de organización colectiva y el régimen de reembolso y amortización de las obligaciones. En el caso de obligaciones convertibles, el contenido del derecho de conversión se puede regir por la ley extranjera, si bien dentro de los límites establecidos por la sociedad española como ley rectora de la sociedad. La ley española determinará el valor al que se pueden emitir obligaciones, los límites a la conversión y el régimen de exclusión del derecho de suscripción preferente (artículo 405 de la LMV).
- iii) Se atribuye al consejo de administración, salvo disposición contraria en los estatutos sociales, la competencia para acordar la emisión y la admisión a negociación de obligaciones, así como para otorgar garantías de la emisión de obligaciones.

No obstante lo anterior, la junta general será el órgano competente para acordar la emisión de obligaciones convertibles en acciones o de obligaciones que

3 Véase el apartado ii) de la sección 6.

atribuyan a los obligacionistas una participación en las ganancias sociales (artículo 406 de la LSC).

- iv) Se modifica en algunos aspectos el régimen jurídico y el funcionamiento del sindicato de obligacionistas. Así, no se requiere un quórum mínimo para la asamblea de obligacionistas (artículo 425 de la LSC); los acuerdos de la asamblea de obligacionistas se adoptarán por mayoría absoluta, salvo las modificaciones de plazo o de las condiciones de reembolso del valor nominal, conversión o canje, que requerirán el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación (artículo 425 de la LSC); será el comisario y no la asamblea de obligacionistas quien establecerá el reglamento interno del sindicato (artículo 421 de la LSC); y se regula el derecho de voto y el de asistencia a la asamblea de obligacionistas (nuevos artículos 424 bis y 424 ter de la LSC).
- v) En el ámbito de las cooperativas, la competencia para acordar la emisión de obligaciones y otras formas de financiación mediante la emisión de valores negociables corresponde ahora al consejo rector, salvo disposición contraria en los estatutos sociales (artículos 21.1, letra e), 32.1 y 54.1 de la Ley 27/1999, de 16 de julio, de Cooperativas).
- vi) Finalmente, se deroga la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones u otras personas jurídicas y la constitución del sindicato de obligacionistas, y se establece en la disposición adicional quinta de la LFFE el régimen jurídico aplicable a las obligaciones realizadas por las sociedades distintas a las sociedades de capital, asociaciones y otras personas jurídicas.

5 Fondos de titulización

Se establece un nuevo régimen jurídico para los fondos de titulización, con el objetivo de modernizar, simplificar y revitalizar estos instrumentos de financiación. Las novedades más significativas introducidas por la LFFE se relacionan a continuación:

- i) Se refunde y sistematiza toda la normativa aplicable a los fondos de titulización, que se encontraba dispersa en varias normas, aportando mayor claridad y seguridad jurídica al marco regulatorio. Esta nueva regulación deroga la anterior aplicable a la materia; en concreto, quedan derogados los artículos 5, 6 y 7 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, salvo para los fondos de titulización hipotecaria que se hubiesen constituido con anterioridad a la aprobación de la LFFE; el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización; el artículo 16 del Real Decreto-ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo; los apartados 2 a 5 de la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero;

y el artículo 97 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social (disposición derogatoria de la LFFE).

- ii) Se unifican en una única categoría legal los hasta ahora denominados fondos de titulación de activos y los fondos de titulación hipotecaria. No obstante, se establece un régimen transitorio para los fondos de titulación hipotecaria existentes en el momento de la entrada en vigor de la LFFE, que cohabitarán con los nuevos fondos de titulación de activos hasta que se extingan progresivamente (disposición transitoria séptima de la LFFE).
- iii) Podrán incorporarse al activo de un fondo de titulación los derechos de crédito que figuren en el activo del cedente, incluidas las participaciones hipotecarias y los certificados de transmisión de hipoteca, así como los derechos de crédito futuros que constituyan ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, y cuya transmisión se formalice contractualmente de modo que quede probada inequívoca y fehacientemente la cesión de la titularidad (artículo 16.2 de la LFFE). Se traslada la competencia a la CNMV para determinar, mediante circular, los derechos que pueden categorizarse como derechos de crédito (artículo 16.1 de la LFFE), siendo hasta la fecha competencia del Ministro de Economía y Competitividad.
- iv) Se flexibiliza y simplifica la operativa de estos instrumentos. Así, por ejemplo:
 - Se regula expresamente la posibilidad de que los fondos de titulación se puedan dividir en compartimentos independientes, con cargo a los cuales podrán emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases y que podrán liquidarse de forma independiente, algo que ya se venía haciendo en la práctica sobre la base de la interpretación de normas generales de derecho civil. La parte del patrimonio del fondo atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento, y los acreedores de un compartimento solo podrán hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio del mismo (artículo 15.2 de la LFFE).

En el momento de la constitución de un fondo el transmitente y el emisor de los valores creados para su incorporación a un fondo de titulación deberán disponer de, al menos, cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios, y no de tres como exigía la anterior normativa aplicable. No obstante, la CNMV podrá dispensar el anterior requisito o exigir cuentas auditadas de un periodo inferior cuando la entidad transmitente sea de reciente constitución. Asimismo, la LFFE exime de esta obligación en determinados supuestos (artículo 17, letra a) de la LFFE).

- En cuanto al pasivo de los fondos de titulación, se eliminan determinados requisitos tales como la obligación de que los valores emitidos sean objeto de negociación en un mercado secundario oficial, así como la obligación de que una agencia de calificación evalúe el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo al fondo (artículo 18 de la LFFE).
- Se mantiene la distinción entre fondos cerrados y abiertos. Con respecto a estos últimos, se prevé que puedan modificarse mediante la llamada

«gestión activa» por parte de la gestora del fondo, que tiene que estar prevista en la escritura de constitución y que permite la modificación de los elementos patrimoniales del activo del fondo con el fin de maximizar la rentabilidad, garantizar la calidad de los activos, llevar a cabo un tratamiento adecuado del riesgo o mantener las condiciones establecidas en la escritura de constitución (artículo 21.1 de la LFFE).

- La inscripción en el Registro Mercantil será potestativa para todos los fondos y desaparece la obligación de depositar las cuentas anuales en el Registro Mercantil, si bien estas tendrán que ser depositadas en la CNMV (artículo 22.5 de la LFFE).

v) En lo que respecta a las sociedades gestoras de fondos de titulización:

- Se delimita la actividad de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), que tendrán como objeto la constitución, administración y representación legal de los fondos de titulización y de los fondos de los activos bancarios en los términos previstos en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y se especifican sus obligaciones en el ejercicio de dicha actividad (artículos 25 y 26 de la LFFE).
- Se traspa la competencia para la autorización de la creación de estas entidades del Ministerio de Economía y Competitividad a la CNMV, y se establece el silencio administrativo positivo si pasados seis meses desde que se recibiera la solicitud de autorización o desde que esta se completara, la CNMV no hubiera dictado resolución expresa al respecto. Una vez constituidas, las SGFT deberán inscribirse en el Registro Mercantil y en el correspondiente registro de la CNMV (artículo 27 de la LFFE).
- Se incrementa el requisito de capital social mínimo de 150 millones de pesetas a un millón de euros y el número mínimo de miembros del consejo de administración pasa de cinco a tres (artículo 29 de la LFFE).
- Se refuerzan los requisitos organizativos de las SGFT en línea con la regulación aplicable al resto de entidades intervinientes en el mercado de valores, como las empresas de servicios de inversión y las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Así, se establece la obligación de que exista una unidad de cumplimiento normativo, de control de riesgos y de auditoría interna, con la debida separación de las unidades operativas. Igualmente, se establecen requisitos adicionales de control de riesgos a las SGFT que realicen la gestión activa, implantando la obligación de crear un comité especial para supervisar esta actividad (artículo 30 de la LFFE).
- Se fortalecen sustantivamente las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor, entre las que destaca la obligación de las SGFT de publicar determinada información en su página web (escritura de constitución del folleto, folleto de emisión y los informes anuales y trimestrales de cada fondo que gestionen) (artículo 34 de la LFFE).

Igualmente, se incorpora la obligación de elaborar un informe anual e informes trimestrales, cuyo contenido se establece en la LFFE, y que deberán ser remitidos a la CNMV para su inclusión en el registro correspondiente (artículo 35 de la LFFE). Se impone a su vez la obligación, en los casos de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, de comunicar tanto a la CNMV como a los acreedores los hechos relevantes (artículo 36 de la LFFE). Finalmente se contempla la posibilidad de que se constituya una junta de acreedores, cuyo funcionamiento se regulará en la escritura de constitución, y en todo lo no previsto en la misma, por las disposiciones relativas al sindicato de obligacionistas recogidas en la LSC (artículo 37 de la LFFE).

- vi) Régimen de supervisión y sanción (artículos 38 a 42 de la LFFE).

Se encuentran sujetas al régimen de supervisión y sanción de la CNMV: i) las sociedades gestoras de fondos de titulización y los fondos de titulización que administren y ii) las entidades que cedan activos a los fondos de titulización y los emisores de los activos creados para su incorporación a un fondo de titulización, así como los administradores de los activos cedidos.

En la LFFE se establecen multas coercitivas propias de hasta 12.000 euros diarios, con objeto de obligar a las personas sujetas bien a colaborar con la CNMV en sus actuaciones de supervisión, bien a cumplir las medidas cautelares que en su caso se adopten. Asimismo, se incorpora un catálogo de infracciones propio. En todo lo no previsto por la LFFE en materia supervisora y sancionadora, seguirá siendo de aplicación la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.

6 Otras modificaciones y novedades legislativas

A continuación se exponen otras modificaciones o novedades relevantes introducidas por la LFFE en la LMV:

- i) Artículo 30 ter de la LMV: Se refunde en este artículo el contenido de los artículos 30 ter y 30 quáter de la LMV, regulando el primero las emisiones de todas las obligaciones u otros valores que reconozcan deuda admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación, u objeto de una OPV que requiera folleto aprobado por la CNMV.
- ii) Artículo 30 quáter de la LMV: El artículo 30 quáter de la LMV pasa a regular el ámbito de aplicación del sindicato de obligacionistas. Establece que el capítulo IV del título XI de la LSC, que regula el sindicato de obligacionistas, será de aplicación a las emisiones de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda y que tengan la condición de oferta pública de suscripción cuando se den las siguientes dos circunstancias conjuntamente:
 - Que sus condiciones estén regidas por el ordenamiento jurídico español o por el de un Estado que no sea miembro de la Unión Europea ni perteneciente a la OCDE.

- Que tengan lugar en territorio español o que su admisión a negociación se produzca en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación establecido en España.
- iii) Artículo 32.2 de la LMV: se establecen las especialidades aplicables al acceso a la negociación en un mercado secundario oficial desde un sistema multilateral de negociación.
- Por un lado, para facilitar el acceso desde un mercado a otro, se exige a las entidades que coticen en sistemas multilaterales de negociación y que pasen a un mercado secundario oficial del cumplimiento de determinados requisitos de transparencia durante un periodo máximo de dos años. En concreto, estas entidades no tendrán la obligación de publicar ni difundir el segundo informe financiero semestral, referido en el artículo 35.2, segundo párrafo de la LMV, ni la declaración intermedia de gestión, a la que se refiere el artículo 35.3 de la LMV.
 - Por otro, establece la obligación de pasar de un sistema multilateral de negociación a un mercado secundario oficial cuando la capitalización de las acciones de una sociedad negociadas exclusivamente en el primero supere los 500 millones de euros durante un periodo continuado superior a seis meses.

Con respecto a las sociedades cuyas acciones, a la entrada en vigor de la LFFE, estén siendo negociadas exclusivamente en un sistema multilateral de negociación y alcancen una capitalización bursátil superior a 500 millones de euros, el plazo de seis meses comenzará a computar a partir de la entrada en vigor de la LFFE, esto es, a partir del 29 de abril de 2015 (disposición transitoria novena).

- iv) Se añaden los siguientes nuevos registros oficiales en la CNMV:
- Sociedades que pasan de un sistema multilateral de negociación a un mercado secundario oficial, contempladas en el artículo 32.2 de la LMV (artículo 92, letra g) bis de la LMV).
 - Plataformas de financiación participativa (artículo 92, letra ñ) de la LMV).
 - Fondos de titulización (artículo 92, letra o) de la LMV).
- v) Sistemas multilaterales de negociación (artículos 120 a 122 de la LMV).

Con objeto de incrementar la protección del inversor, se introducen nuevas obligaciones de información y requisitos de transparencia y se aporta una mayor concreción de la responsabilidad de los distintos intervinientes en estos mercados.

Se introduce en sede legal la figura del asesor registrado —figura ya existente en la regulación interna del Mercado Alternativo Bursátil—, que deberá velar, cuando así se establezca, por que los emisores cumplan correctamente con sus

obligaciones de información y cuyas funciones se deberán regular en el reglamento del sistema multilateral de negociación.

Se incluye un control periódico de la función supervisora de las entidades rectoras sobre estos mercados, estableciéndose la obligación de que estas remitan trimestralmente a la CNMV información sobre las prácticas y actuaciones que desarrollen en materia de supervisión del sistema multilateral de negociación.

Finalmente, se introducen nuevos tipos sancionadores en relación con el incumplimiento de las distintas obligaciones de los intervinientes en estos mercados; en concreto, de los miembros, emisores, asesores registrados y de cualquier otra entidad participante en los mismos (artículo 99, letra c) quinquies, y artículo 100, letra a) ter de la LMV).

En otro orden de cosas, se modifica la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para adaptarlas a la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, así como para incorporar las tasas aplicables a las plataformas de financiación participativa.

Finalmente, es preciso destacar que en la disposición adicional sexta de la LFFE se le da el mandato al Gobierno para que en el plazo de seis meses ponga en marcha medidas para mejorar el actual sistema institucional de protección al cliente y potenciar la eficacia de los actuales servicios públicos de reclamaciones, defensores del cliente y servicios de atención al cliente. Entre estas medidas, el Gobierno evaluará la conveniencia de unificar los servicios de reclamaciones del Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Marcos contables aplicables a la baja en balance de activos titulizados: IASB vs. FASB

María del Rosario Martín Martín (*)

(*) María del Rosario Martín Martín pertenece al Departamento de Supervisión de Instituciones de Inversión Colectiva y Entidades de Capital-Riesgo de la CNMV.

1 Introducción

La posibilidad de hacer líquidos activos que, de otra manera, deberían permanecer en el balance hasta el vencimiento otorga a la titulización un atractivo nada desdeñable para las entidades financieras. Este tipo de operaciones imprime un nuevo dinamismo a la gestión del crédito bancario, ya que permite dar salida a determinados activos, administrar de manera ordenada procesos de desapalancamiento, o compartir el riesgo crediticio con un amplio abanico de inversores profesionales. Por otra parte, el impacto que este tipo de operaciones tiene en los estados financieros de las entidades titulizadoras y en las ratios de funcionamiento —algunas de ellas de obligado cumplimiento con la entrada en vigor de Basilea III— facilita la corrección de gestiones deficitarias y el saneamiento de los balances en momentos puntuales.

En consecuencia, la normativa contable que establece los supuestos según los que un activo titulado puede darse de baja en el balance de la entidad cedente cobra especial importancia, ya que determina la forma y el grado en el que los usuarios de la norma van a poder alcanzar los objetivos mencionados anteriormente.

En el ámbito de la titulización, el tratamiento contable de la venta de un activo resulta especialmente difícil al tratarse de operaciones con un elevado grado de complejidad, en las que se combinan numerosos productos y estructuras financieras. Además, la forma en la que los organismos encargados de elaborar la norma contable abordan este tema puede verse influida por las características de los mercados financieros locales.

La presencia de asimetrías legislativas en las distintas áreas económicas supondría que estructuras equivalentes desde un punto de vista económico y financiero se estarían tratando de diferente forma. En consecuencia, se penalizaría a determinadas entidades financieras por la ubicación de su domicilio social, lo que podría provocar el desplazamiento de esta actividad hacia las jurisdicciones con un tratamiento contable más favorable.

La literatura académica sobre los efectos en la titulización del marco contable es escasa y no cubre ni el periodo de crecimiento económico de la primera mitad de la pasada década ni el de la crisis que lo sucedió, ambos de gran relevancia en la evolución reciente de la titulización¹. Ello, a pesar de que instituciones internacionales han advertido en numerosas ocasiones de la falta de homogeneidad entre los princi-

1 Salvo error, el único trabajo publicado que confronta dos marcos contables en el ámbito de la titulización es el realizado por Adhikari, A. y Betancourt, L. (2008). «Accounting for Securitizations: A Comparison of SFAS 140 and IASB 39», en *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 19, n.º 1, pp. 73-105.

pales marcos contables, en particular entre las normas internacionales de información financiera (NIIF o IFRS según su denominación en inglés, *International Financial Reporting Standards*), elaboradas por el International Accounting Standards Board (IASB) y utilizadas por las empresas europeas, y las normas elaboradas por el Financial Accounting Standards Board (FASB), conocidas por sus siglas en inglés como FAS (*Financial Accounting Standards*) y aplicadas por las empresas estadounidenses.

Así, por ejemplo, el Joint Forum en 2008 y 2009 apuntaba a la mayor facilidad para dar de baja activos del balance de acuerdo con los principios contables estadounidenses, en comparación con las normas utilizadas en el espacio europeo². En concreto, señalaba que mientras que un tercio de los activos involucrados en operaciones de titulización estadounidenses permanecían registrados en el balance, en las operaciones europeas el porcentaje superaba el 60 %.

A raíz de la crisis financiera, los países integrantes del G20 recomendaron en varias ocasiones a las instituciones contables internacionales que redoblasen sus esfuerzos por conseguir un único conjunto de normas contables aplicables a nivel global³.

Actualmente, los bancos centrales y los gobiernos están cada vez más interesados en la recuperación de la titulización como mecanismo de financiación de la economía. En esa línea, instituciones como el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra o la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) han elaborado recientemente documentos de discusión con el objetivo de recabar la opinión de todos los agentes involucrados en esta actividad, con el fin de identificar posibles obstáculos para el desarrollo de este tipo de financiación y así poder tomar las medidas necesarias que permitan configurar una titulización sobre una base sostenible⁴. Asimismo, la Comisión Europea llevó a cabo en el primer trimestre de este año un proceso de consulta para el desarrollo a nivel europeo de un marco normativo apropiado que facilite la implantación de un modelo de titulización simple, transparente y estandarizado⁵. El último organismo en publicar una guía para incentivar entre las entidades financieras europeas una titulización que se ajuste a esas características y sobre la cual pueda considerarse un tratamiento regulatorio alternativo ha sido la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés⁶).

Sin embargo, uno de los ámbitos menos estudiados y que podría estar afectando al incentivo que las entidades financieras tienen para originar operaciones de titulización es, precisamente, el marco contable aplicado a los activos cedidos.

2 Joint Forum (2008). *Credit Risk Transfer*, y Joint Forum (2009). *Special Purpose Entities*. Disponibles en http://www.bis.org/list/jforum/page_2.htm.

3 Cumbres de Washington (noviembre 2008), Londres (abril 2009) y Pittsburgh (septiembre 2009).

4 Banco de Inglaterra y Banco Central Europeo (2014). *The case for a better functioning securitisation market in the European Union*. IOSCO (2014). *Questionnaire to market participants on developments in securitisation markets*. Estos documentos están disponibles en los sitios web de estas instituciones.

5 Comisión Europea (2015). *Consultation document: An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation*.

6 En la fecha de redacción de este trabajo, la EBA tenía previsto hacer la presentación pública de esta guía el 26 de junio de 2015.

En este trabajo se analiza el marco contable aplicado a la titulización, durante los últimos diez años, en la Unión Europea y EE.UU. El objetivo es comprobar si han existido, y si existen en la actualidad, diferencias significativas que pudieran repercutir en la predisposición de los originadores a acometer este tipo de operaciones. El artículo anticipa una parte de la investigación realizada por la autora sobre este tema, en la que incorpora un análisis cuantitativo para evaluar la importancia del tratamiento contable en el ámbito de la titulización para las entidades financieras.

La organización del artículo es la siguiente. En la sección segunda se hará un recorrido por la normativa contable aplicable a la baja de activos titulizados en el espacio europeo desde el año 2005. La sección tercera trata sobre el marco contable vigente durante el mismo periodo en el territorio estadounidense. La sección cuarta identifica las diferencias entre ambos marcos contables. El artículo se cierra con una sección de conclusiones.

2 Normativa contable europea aplicable a la baja contable de activos titulizados

Hay dos aspectos fundamentales que un originador europeo debe tomar en consideración para el registro contable de una operación de titulización. En primer lugar, debe determinar si el vehículo a través del cual se articula la cesión debe incluirse dentro de su perímetro de consolidación. En segundo lugar, estudiará si, como consecuencia de la operación, puede dar de baja, o no, en su balance los activos cedidos.

Las normas contables que han tratado estos dos aspectos durante el periodo que nos ocupa en este trabajo son:

- IAS 27: estados financieros consolidados y separados, junto con la interpretación SIC 12, ambas sustituidas en 2011 por la norma IFRS 10: estados financieros consolidados.
- IAS 39: instrumentos financieros: reconocimiento y medición.
- IFRS 7: instrumentos financieros: información a revelar.

A lo largo de esta sección revisaremos en profundidad el contenido de todas estas normas contables.

2.1 La norma IAS 27, la interpretación SIC 12 y la transición a la IFRS 10

La IAS 27 establecía que en la elaboración y presentación de los estados financieros consolidados debían incluirse todas aquellas sociedades bajo el control de una misma entidad. Se presumía que existía control cuando una entidad poseía, directa o indirectamente a través de otras subsidiarias, más de la mitad de los votos de otra.

También consideraba que existía control cuando no teniendo la mayoría de los votos:

- Hubiese entrado en acuerdos con otros accionistas para consensuar el voto.
- Estuviese en posición de dirigir las políticas estratégicas, en virtud de disposiciones legales, estatutarias o de acuerdos entre accionistas.
- Tuviese la capacidad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano de gobierno de la entidad controlada.
- Ostentase la mayoría de los votos en las reuniones del órgano de gobierno de la entidad controlada.

A pesar de que la naturaleza jurídica y el mecanismo de funcionamiento de los vehículos de titulización los mantiene teóricamente alejados de sus originadores, en la práctica el funcionamiento de estos vehículos está íntimamente ligado a ellos mediante una participación en los excedentes o la imposición de barreras a la libre transmisión por parte del vehículo de los activos cedidos a terceros no vinculados con la operación, entre otras posibilidades.

El IASB, consciente de esta situación, emitió en noviembre de 1998 una interpretación, la SIC 12, en la cual enumeraba otras circunstancias que podrían indicar la existencia de control por parte de una entidad a pesar de no poseer ninguna participación en la misma:

- Que las actividades del vehículo estuvieran dirigidas, en esencia, a beneficiar a la entidad que consolida.
- Que la entidad que consolida tuviese los poderes de decisión necesarios para obtener la mayoría de los beneficios u otras ventajas de las actividades del vehículo.
- Que, además de los beneficios, pudiese estar expuesta a todos los riesgos que inciden en la actividad del vehículo.
- Que la entidad que consolida estuviese reteniendo, en esencia, la mayoría de los riesgos inherentes a la propiedad del vehículo, de sus activos o de sus valores residuales, para obtener los beneficios de sus actividades.

A raíz del papel que los vehículos financieros —en gran medida, los involucrados en operaciones de titulización— jugaron en la crisis financiera que se inició en 2007, los dirigentes del G20 instaron a los organismos encargados de elaborar la normativa contable, principalmente el IASB y el FASB, a revisar el tratamiento contable y los requisitos de información pública a los que estos vehículos instrumentales estaban sometidos⁷. En particular, el IASB y el FASB acordaron desarrollar estándares comunes en el ámbito de la consolidación. En el marco de las NIIF o IFRS, estos

⁷ Cumbre del G20 celebrada en Washington en noviembre de 2008.

estándares se materializaron en la norma IFRS 10, que se publicó en mayo de 2010 y cuya fecha de entrada en vigor fue enero de 2013.

Con la IFRS 10, la norma contable evolucionó hacia un tratamiento centrado en el control de los activos y pasivos y no tanto del vehículo en sí, de manera que, a partir de entonces, se considera que una entidad controla a otra, única y exclusivamente, si reúne estas tres condiciones:

- Tiene poder sobre la participada.
- Está expuesta o tiene derecho a obtener unos rendimientos variables por su implicación continuada.
- Tiene la capacidad de utilizar su poder sobre la participada para influir en el importe de sus propios rendimientos.

El poder de una entidad sobre su participada se evalúa en la medida en que la primera tiene la capacidad, la ejerza o no, de dirigir las actividades de la segunda. Dicho poder puede venir materializado en la forma tradicional de derechos de voto en los órganos de gobierno o, tal vez de una forma más difusa, puede aparecer reflejado en el clausulado de los contratos que rigen la actividad del vehículo. En el proceso de evaluación del control deben examinarse los riesgos que está previsto que la participada soporte y aquellos que está previsto que transfiera a las entidades que tienen implicación con ella (por ejemplo, a través de mejoras crediticias), así como si el inversor (en este caso, quienes adquieran valores emitidos por los vehículos de titulación) está expuesto a algunos de esos riesgos o a todos ellos. Adicionalmente, la entidad debe estar expuesta a unas remuneraciones variables, positivas o negativas, a consecuencia de una implicación continuada con la participada, sobre la que, además, debe tener la capacidad de influir.

2.2 La norma contable IAS 39

La IAS 39 recoge los criterios por los que una entidad debe reconocer o dar de baja en sus cuentas activos o pasivos financieros⁸. Esta norma contable, a pesar de ser objeto de recurrentes debates entre el IASB y los usuarios, ha sufrido muy pocas modificaciones desde el año 2005 hasta la actualidad⁹.

Uno de los primeros aspectos que una entidad debe tener en cuenta es si la baja se aplicará sobre la totalidad o una parte de un activo financiero (o grupo de activos financieros similares). Hay dos circunstancias que abren la posibilidad de plantear una baja en balance: i) que expiren los derechos contractuales sobre los flujos de efectivo del activo financiero y ii) que se ceda el activo financiero de acuerdo con los requisitos establecidos en la norma que se mencionan a continuación.

Se entiende que se ha producido una cesión en los dos casos siguientes:

8 Los apartados del 15 al 37 se ocupan de la baja en cuentas de un activo financiero.

9 La IAS 39 será sustituida por la IFRS 9 en 2017.

- Cuando se ceden los derechos contractuales a percibir los flujos de efectivo vinculados a un activo.
- Cuando, sin ceder tales derechos, la entidad asume la obligación contractual de pagar a terceros los flujos de efectivo del activo en cuestión.

En este último caso, la entidad tratará la operación como si fuese una cesión únicamente si se dan las siguientes condiciones:

- Que la entidad no tenga la obligación de pagar ningún importe, a menos que cobre cantidades equivalentes del activo cedido.
- Que la entidad tenga prohibida la venta o pignoración del activo original, salvo como garantía de pago de los flujos de efectivo comprometidos.
- Que la entidad tenga la obligación de remitir cualquier importe que cobre en nombre de los eventuales perceptores sin un retraso significativo.

Además de producirse una cesión real de los derechos de cobro de los activos, las entidades deben evaluar en qué medida retienen los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad de dichos activos. Para ello deberán comparar su exposición antes y después de la cesión, teniendo en cuenta especialmente el impacto de los desfases que puedan producirse respecto al calendario de flujos de efectivo asociado a los activos cedidos. Si esta deja de ser significativa, entonces se entenderá que la entidad ha cedido sustancialmente los riesgos y beneficios asociados al activo transmitido. En caso contrario —esto es, si esa exposición no varía sustancialmente—, se entenderá que la entidad retiene los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad del activo financiero. En el caso de la titulización, a la hora de verificar este requisito es importante tener en cuenta el efecto de las amortizaciones anticipadas y los impagos en el cedente, sobre todo si existen compromisos por parte de este para cubrir o atenuar su impacto en el calendario de ingresos y pagos del vehículo de titulización. Un elemento determinante para saber la vinculación final del cedente con el activo transmitido es la capacidad del cesionario de vender dicho activo. Si el vehículo que ha recibido el activo o grupo de activos tiene la capacidad (a través de su sociedad gestora) de venderlo a un tercero no vinculado a ninguno de los agentes involucrados en la operación de titulización, y es capaz de ejercitar dicha capacidad unilateralmente y sin que existan restricciones adicionales a esa cesión, se entenderá entonces que la entidad cedente no ha retenido el control del activo y podrá darlo de baja en su balance.

En la operación de cesión puede ocurrir que la entidad cedente dé de baja totalmente los activos en su balance, que los dé de baja pero reconozca como activos (o pasivos) los derechos (u obligaciones) creados o retenidos por el propio cedente, o que mantenga los activos íntegramente en el balance.

En caso de que no concurren los supuestos para la baja en balance de un activo cedido, la entidad deberá continuar reconociéndolo en su integridad y registrará un pasivo financiero por la contraprestación recibida. En ejercicios posteriores, la entidad deberá anotar los ingresos y gastos en los que incurran dicho activo y dicho pasivo.

En general, para la baja de activos financieros en cuentas la norma IAS 39 aplica un sistema de evaluación que combina los requisitos de retención de riesgos y beneficios con el de control del activo. Para evitar cualquier confusión en su utilización, la IAS 39 es clara en cuanto al orden en el que deben aplicarse las pruebas: en primer lugar, se tomará en consideración la retención de los riesgos y beneficios y, posteriormente, en el caso de que la entidad no los haya retenido ni los haya transmitido sustancialmente, deberá aplicar el test basado en el control del activo.

2.3 La norma IFRS 7: instrumentos financieros: información a revelar

Esta norma contable se refiere a la información que los cedentes deben hacer pública en el caso de las operaciones de titulización. La IFRS 7 comenzó a aplicarse a partir del 1 de enero de 2007. De acuerdo con la misma, las entidades que hubiesen transferido activos sin baja en balance debían incorporar la siguiente información a sus estados financieros:

- La naturaleza de los activos.
- La naturaleza de los riesgos y beneficios a los que la entidad continuaba expuesta.
- El valor en libros de los activos transferidos y mantenidos en su balance y de los pasivos asociados.
- En el caso de que, a consecuencia de la implicación continuada en los activos, la entidad solo hubiese podido darlos de baja parcialmente, el valor en libros de los activos originales, el valor de la exposición que la entidad mantuviese después de la transferencia y el valor en libros de los pasivos asociados.

La modificación de la IFRS 7, publicada en octubre de 2010, se produjo en el marco de las reformas impulsadas por los organismos internacionales tras la crisis financiera que se inició en 2007. Entre las deficiencias identificadas en el ámbito de la titulización en el periodo anterior a la crisis estaba la insuficiente información ofrecida al mercado por parte de las entidades originadoras, a la que se achacaba, en buena medida, la incertidumbre generada en los mercados durante los primeros años de la crisis.

Con la revisión de la IFRS 7 se pretendía que los usuarios de la información financiera elaborada por las entidades tituladoras pudieran comprender la relación entre los activos transferidos y mantenidos en balance y los pasivos asociados, así como, en el caso de los activos dados de baja, la naturaleza de la implicación continuada, si la hubiere, y los riesgos conexos que asumía la entidad.

Los requisitos de información para los activos transferidos pero no dados de baja totalmente en balance pasaron de cuatro a seis. Los nuevos aspectos sobre los que la entidad tituladora debe informar, además de los anteriormente mencionados, son:

- Una descripción de la naturaleza de la relación entre los activos transferidos y los pasivos asociados, y de las restricciones que la transferencia comporta por

lo que respecta a la utilización de los activos transferidos por parte de la entidad que informa.

- Cuando las contrapartes de los pasivos asociados solo estén respaldadas por los activos transferidos, se debe elaborar un cuadro que recoja el valor razonable de los activos transferidos, el valor razonable de los pasivos asociados y la posición neta (esto es, la diferencia entre el valor razonable de los activos transferidos y el de los pasivos asociados).

Se amplió, también, la información sobre los activos dados de baja en balance pero con los que se mantiene una implicación continuada. Entre los nuevos elementos sobre los que una entidad debe informar cabe mencionar los siguientes:

- El importe en libros de los activos y pasivos que representen la implicación continuada de la entidad en los activos financieros dados de baja en cuentas, y las cuentas en las que el importe en libros de dichos activos y pasivos esté reconocido.
- El valor razonable de los activos y pasivos que representen esa implicación continuada.
- El importe que mejor represente el máximo nivel de exposición de la entidad a las pérdidas que se deriven de su implicación continuada y cómo se ha realizado el cálculo.

Asimismo, por cada tipo de implicación continuada se informará de lo siguiente:

- La pérdida o ganancia reconocida en la fecha de transferencia de los activos.
- Los ingresos y gastos reconocidos para ese ejercicio y el importe agregado de los obtenidos hasta esa fecha, resultantes de la implicación continuada.
- Si el importe total de las cantidades percibidas por la actividad de transferencia (que reúna las condiciones para ser dado de baja) en el ejercicio sobre el que se informa no tiene una distribución uniforme a lo largo del mismo, habrá que informar sobre: i) cuándo ha tenido lugar la mayor parte de las transferencias, ii) las pérdidas y ganancias obtenidas por las transferencias en ese periodo y iii) el importe total de las cantidades percibidas.

La entidad podrá incluir además cualquier tipo de información que considere relevante para que los usuarios de los estados financieros puedan comprender las operaciones de titulización realizadas por ella, así como el grado de exposición remanente que asumen como consecuencia de las mismas.

3 Normativa estadounidense aplicable a la baja contable de activos titulizados

Al igual que ocurre con el marco normativo europeo, el tratamiento de los activos titulizados de acuerdo con la legislación contable estadounidense gira en torno a dos temas fundamentales:

- Evaluar si a través de la titulización se ha efectuado la venta de los activos.
- Determinar si el vehículo a través del cual se ha articulado debe ser consolidado por el originador o no.

A diferencia de las normas europeas, que no han sufrido modificaciones sustanciales en el periodo que nos ocupa en este trabajo, las estadounidenses fueron objeto de una profunda revisión en el año 2009. Cronológicamente se pueden diferenciar dos periodos sujetos a diferentes normas contables:

- Entre 2005 y 2009 las normas contables relevantes fueron la FAS 140: contabilidad para la transferencia de activos financieros y extinción de pasivos, y la Interpretación n.º 46 del FASB: consolidación de entidades de interés variable (FIN 46R).
- A partir de 2010 son de aplicación la FAS 166: contabilidad para la transferencia de activos financieros —una modificación de la FAS 140, actualmente incorporada a la ASC (*Accounting Standards Codification*) 860— y la FAS 167: modificación a la Interpretación n.º 46R del FASB, incluida hoy en la ASC 810.

3.1 FAS 140: contabilidad para la transferencia de activos financieros y extinción de pasivos

El número de directrices emitidas por la institución estadounidense para la baja de activos titulizados en balance era pequeño en comparación con las publicadas por su homóloga europea, sin embargo la FAS 140 contenía un extenso apartado de aplicación práctica de las mismas.

El párrafo 9 de la norma establecía los requisitos para que la cesión de activos financieros pudiera considerarse una venta cierta, en concreto:

- Transferir el control sobre los activos.
- Recibir una remuneración en forma de dinero u otro tipo de ingresos. La obtención de intereses económicos asociados a los activos cedidos no se considera como un ingreso a los efectos de evaluar si se ha producido una venta.

Se consideraba que existía una transferencia del control de los activos subyacentes si se daban las siguientes condiciones:

- Aislamiento jurídico. El activo, una vez cedido, quedaba fuera del alcance del transferente, de cualquiera de las sociedades pertenecientes a su grupo y de sus acreedores, incluso en caso de quiebra o concurso de acreedores.

- Capacidad del vehículo tenedor para utilizar los activos como garantía o revenderlos. Cualquier restricción aplicada al comprador de los activos respecto a la monetización de su inversión debía ser cuidadosamente evaluada para concluir si la transacción era una venta efectiva.
- Cesión del control efectivo. El cedente no podía mantener el control sobre los activos ni acuerdos que obligasen a recomprar los activos o liquidarlos antes de su vencimiento ni que le diesen el derecho a reclamar al vehículo dichos activos. La FAS 140 consideraba que el cedente mantenía el control sobre los activos transferidos si tenía la capacidad de decidir unilateralmente la compra de determinados activos en términos perjudiciales para el bonista, ya fuese a través de la liquidación del vehículo, de una opción de compra, de un contrato de compra aplazada o de cualquier otro medio. Únicamente reconocía, al igual que la normativa europea, la posibilidad de establecer cláusulas *clean-up call* para la liquidación anticipada de los vehículos en el caso de que el saldo vivo de los activos subyacentes descendiese por debajo de determinados niveles.

En el caso de que una transacción cubriese los requisitos para considerarla venta de activos, el cedente procedía a:

- Dar de baja los activos de su balance.
- Dar de alta, a valor de mercado, todos los activos y pasivos vinculados a la operación, como el efectivo obtenido, las garantías prestadas por el cedente y las obligaciones futuras; por ejemplo, compromisos de suministro de nuevos paquetes de activos en el caso de estructuras abiertas, de mejoras crediticias como *swaps* de tipos de interés o de administración de los activos transmitidos.
- Reconocer la ganancia o la pérdida derivada de la venta de activos.

Si, por el contrario, la titulización no cualificaba como una venta, los ingresos obtenidos se debían anotar como un préstamo garantizado, no se reconocía ninguna ganancia ni pérdida derivada de la operación y los activos permanecían en el balance. Esos activos debían anotarse separados de otros activos no comprometidos y hacer constar las restricciones vinculadas a su papel de colateral del préstamo garantizado.

La FAS 140 contemplaba una figura que resultó esencial para la titulización estadounidense: las entidades de propósito especial calificadas (QSPE, por sus siglas en inglés). Las QSPE eran vehículos que se caracterizaban por ser esencialmente pasivos: no salían a comprar activos al mercado y su actividad se limitaba a la mera tenencia de los transferidos.

La primera de las cualidades que debía tener un vehículo para ser considerado una QSPE era la de ser una entidad diferenciada del cedente. Para acreditar la separación debía demostrarse que la decisión de disolución del vehículo no podía tomarla de forma unilateral ni el originador ni ninguna de sus sociedades dependientes.

Adicionalmente, las QSPE debían reunir alguna de las siguientes condiciones:

- Actividades limitadas y enteramente especificadas en los documentos legales formalizados en el momento de la creación del vehículo. La modificación de las actividades requería la conformidad de, al menos, la mayoría de los tenedores de los beneficios económicos. En el caso de algunas titulizaciones, el cedente y sus sociedades dependientes estaban excluidos de estas votaciones.
- Activos que podían adquirir:
 - Activos financieros que no necesitasen una gestión activa; es decir, cuya tenencia no requiriese decisiones diferentes de las relacionadas con el servicio de los derechos económicos vinculados a los mismos.
 - Derivados financieros de gestión pasiva que generasen beneficios económicos para terceras partes (distintas del cedente o cualquiera de sus sociedades dependientes).
 - Activos financieros tales como garantías o derechos de reembolso por incumplimiento de los contratos formalizados con proveedores de mejoras crediticias o de servicios financieros.
 - Derechos vinculados al servicio financiero de los activos propiedad del vehículo.
 - Temporalmente, activos no financieros adjudicados en procesos concursales.
 - Efectivo e inversiones temporales durante el tiempo que transcurría hasta las fechas de pago a los tenedores de valores de titulización de sus derechos económicos.
- Límites a la disposición de los activos.

Cuando un vehículo reunía las características anteriormente descritas, el cedente no tenía que consolidar los activos y los pasivos de la QSPE, a pesar de cumplir con los requisitos para ello. Tampoco otras figuras involucradas en la operación como inversores, proveedores de mejoras crediticias o administradores de las carteras cedidas estaban obligadas a incorporar estos vehículos en sus perímetros contables.

3.2 Interpretación n.º 46 del FASB: consolidación de la entidades de interés variable (FIN 46R)

La mayor parte de los vehículos que no cualificaban para ser considerados QSPE se calificaban como entidades de interés variable (VIE, por sus siglas en inglés) y estaban sujetos a la aplicación de la FIN 46.

De acuerdo con esta interpretación contable, la entidad que debía consolidar una VIE era aquella que tenía la mayoría de los riesgos económicos (interés variable) generados por el vehículo, tanto si eran pérdidas como beneficios.

Una entidad debía volver a evaluar su posición como principal tenedor de los intereses variables si al modificar las reglas de funcionamiento del vehículo se modificaban sus derechos, de manera que hubiese otras entidades que ocupasen su posición como principales receptores de las pérdidas afloradas o de los beneficios generados. La entidad debía proceder de igual forma en el caso de que vendiese parte de sus intereses variables a terceras partes.

Dado el conjunto de normas aplicables a la titulización estadounidense, la forma más directa de conseguir la baja de los activos titulizados en balance era vender los derechos de crédito a un vehículo que obtuviese la calificación de QSPE, ya que gracias a las características de este tipo de estructuras se obtenía la lejanía jurídica requerida en esta clase de operaciones y las QSPE quedaban automáticamente fuera del perímetro de consolidación de sus promotores.

La crisis de los préstamos *subprime* hizo aflorar dos problemas vinculados a la aplicación de la FAS 140. En primer lugar, la necesidad de ejecutar las garantías de los préstamos *subprime* impagados puso de manifiesto la imposibilidad, desde un punto de vista legal, de que los gestores de los vehículos emprendiesen las actuaciones necesarias para recuperar las cantidades impagadas. El trabajo llevado a cabo por Ryan (2008¹⁰) sobre temas contables relevantes durante la crisis *subprime* sugiere que, así como los préstamos de mayor calidad crediticia suelen estar muy estandarizados, no ocurre lo mismo con los préstamos *subprime*. En los años previos a la crisis, debido al gran volumen de préstamos originados —los cuales eran titulizados casi de inmediato—, no se reparó en la imposibilidad de desligar la ejecución del préstamo del deudor original. En consecuencia, muchas operaciones que habían sido contabilizadas como ventas no cumplían con el requerimiento de cesión del control, legal y efectivo, del derecho de crédito cedido.

En segundo lugar, a causa del deterioro de las carteras crediticias titulizadas, los gestores de los vehículos y los proveedores de mejoras crediticias presionaron para que los reguladores les permitiesen modificar algunos de los términos de los préstamos: renegociación de fechas de pago o de vencimiento de los préstamos, carencia de principales o incorporación de nuevos garantes. Su objetivo era evitar que los vehículos sufriesen graves desequilibrios financieros. En julio de 2007 y en enero de 2008, la Comisión de Valores estadounidense (SEC, por sus siglas en inglés), permitió modificaciones en los préstamos hipotecarios de las QSPE, siempre que no violentasen la consideración de vehículos cualificados y de que hubiese una alta probabilidad de impago.

Finalmente, los responsables de la norma contable llegaron a la conclusión de que, debido al abanico de activos que estaban siendo titulizados y a la creciente complejidad de las estructuras y acuerdos contractuales entre las partes involucradas, se estaba rebasando en exceso el espíritu de la norma que establecía que las actividades de las QSPE debían ser significativamente reducidas y estar enteramente especificadas. Como resultado, muchas entidades financieras que no estaban consolidando sus vehículos de titulización ejercían un control efectivo sobre los mismos. También

10 Ryan, S. G. (2008). *Accounting in and for the Subprime Crisis*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1115323>.

numerosos inversores habían mostrado su preocupación ante los organismos reguladores porque esas mismas entidades financieras, en muchas ocasiones, estaban asumiendo además la mayoría de los riesgos y beneficios esperados por el conjunto de la operación.

Una opción valorada inicialmente por el FASB fue emitir una aclaración sobre los criterios según los cuales un vehículo podría ser considerado QSPE. Sin embargo, posteriormente concluyó que, debido a que únicamente unos pocos activos financieros no necesitaban de una involucración activa y permanente por parte del gestor del vehículo, era preferible eliminar la figura de la QSPE.

Las modificaciones de la FAS 140 y de la FIN 46, propuestas por el FASB, generaron una amplia reacción entre los miembros de la industria de la titulización estadounidense, ante el gran volumen de activos que podrían verse afectados por la introducción de la nueva normativa, ya que esta afectaría no solo a las estructuras originadas a partir de su entrada en vigor, sino que también sería aplicable a muchas otras creadas en años previos y en funcionamiento en ese momento¹¹.

3.3 Norma contable n.º 167 (FAS 167). Modificación a la Interpretación n.º 46R del FASB

La fecha de entrada en vigor de las nuevas normas contables fue, para la mayor parte de las compañías, el 1 de enero de 2010.

El nuevo planteamiento propuesto por el FASB contenía un cambio en la metodología de la contabilización de las operaciones de titulización que, en cierta medida, supuso la convergencia con el modelo europeo. Hasta ese momento, los contables tenían que evaluar si se había producido una venta de los activos en primer lugar, pero a partir de entonces el orden del análisis se invirtió: primero debían determinar si se debía incluir el vehículo en el perímetro de consolidación y, posteriormente, evaluar si se había producido la venta de los activos titulizados. Si un vehículo debía consolidarse, los activos debían permanecer en el balance de la entidad cedente, incluso si cumplían los requisitos para la consideración de venta de activos.

La FAS 167 reconfiguró la clasificación de los vehículos titulizados para articular las operaciones de titulización. Tal y como se mencionaba anteriormente, las QSPE desaparecieron y, de manera general, todos los vehículos de titulización pasaron a considerarse VIE.

La idea primordial para la categorización del beneficiario principal es el control sobre el interés variable o los remanentes económicos generados por el vehículo. La FAS 167 considera que una entidad controla el interés variable si cumple las dos siguientes características:

11 De acuerdo con los datos manejados por el American Securitization Forum, en diciembre de 2007 el saldo vivo agregado de las transacciones potencialmente afectadas incluía: valores respaldados por préstamos hipotecarios por valor de 7,2 billones de dólares, valores respaldados por otro tipo de derechos de crédito por valor de 2,5 billones de dólares y 816.000 millones de dólares de *asset-backed commercial papers* (ABCP, por sus siglas en inglés).

- Tiene capacidad para decidir sobre aquellas actividades con mayor repercusión en el interés variable.
- Tiene la obligación de absorber las pérdidas o de recibir los beneficios que se puedan considerar significativos para la VIE.

Para ello, es necesario identificar aquellas actividades que, en cada momento, impactan de manera significativa en la actividad de la VIE y evaluar si esta tiene poder para controlarlas.

La FAS 167 requiere que una entidad evalúe de forma continuada su consideración de beneficiario principal de una VIE. Si, llegado un momento, un beneficiario principal puede concluir que no cumple con las exigencias establecidas para ello, deberá sacar de su balance los activos y pasivos de la VIE y reconocer los beneficios o pérdidas asociados a la operación de titulización.

3.4 FAS 166: contabilidad de las transferencias de activos financieros. Modificación a la FAS 140

Una vez llevado a cabo el análisis sobre la necesidad de consolidar o no el vehículo de titulización, el cedente debe abordar la cuestión de si la transferencia de los activos financieros resulta conforme a lo estipulado para la venta contable.

La FAS 166 mantiene los tres criterios incluidos en la FAS 140 necesarios para la calificación de una venta contable:

- Aislamiento legal de los activos transmitidos.
- Capacidad de los nuevos propietarios para utilizar esos activos como garantía o para venderlos.
- Cesión del control sobre los activos.

Sin embargo, modifica algunos aspectos relevantes del antiguo marco contable para las titulizaciones y profundiza en los requerimientos para alcanzar la baja contable de activos transferidos. En este sentido, cabe destacar las siguientes disposiciones:

- i) Elimina el concepto de QSPE y somete a todas las VIE a la revisión de la obligación de consolidar de acuerdo con lo recogido en la nueva FAS 167. Esta es la principal novedad de la nueva norma contable, puesto que es la que tiene mayores efectos en el ámbito de la titulización. Desde la entrada en vigor de la nueva legislación, muchos vehículos pasaron a ser consolidados dentro del perímetro contable de los cedentes, con el impacto que ello supuso en el cálculo de las ratios financieras o requerimientos de capital regulatorio.
- ii) Limita las circunstancias en las que un cedente da de baja en su balance las transmisiones parciales de activos. La nueva norma introduce el término «participaciones» para cada una de las partes de un activo financiero que se ceden. Cada participación debe tener las siguientes características:

- Proporcionar derechos de propiedad sobre la parte del activo afectado equivalentes al resto de tenedores de participaciones en ese activo.
 - Carecer de cualquier tipo de recurso (aparte de las habituales declaraciones con respecto a los activos o garantías incluidas en este tipo de operaciones) o subordinación en comparación con el resto de participaciones.
 - No proporcionar ninguna preferencia en el orden de percepción de los flujos de caja con respecto a los otros tenedores de participaciones.
- iii) Clarifica la anterior FAS 140 en el tratamiento de los acuerdos vinculados a la transferencia de los activos, contratos con proveedores de servicios, mejoras crediticias, etc. En particular, establece que todos estos acuerdos, incluso aquellos formalizados después de haberse producido la transferencia, deben considerarse para evaluar la involucración continuada del cedente.
- iv) Asimismo, profundiza en el análisis del aislamiento legal de los activos transmitidos, concretamente en los supuestos de quiebra del cedente. En este sentido, el regulador insiste en que un activo está aislado únicamente si se encuentra fuera del alcance del administrador de la quiebra o cualquier otro deudor del cedente, así como de sus sociedades consolidables.
- v) Al eliminarse la figura de las QSPE, desaparecen también las excepciones asociadas a estos vehículos. Con la FAS 166, los cedentes en una operación de titulización deberán determinar si cada tenedor de intereses residuales tiene derecho a poner como garantía o transmitir dichos intereses y que no existe en el conjunto de la operación ninguna disposición que pueda limitar este derecho ni revertir al cedente ningún tipo de beneficio que no sea residual.
- vi) Introduce una condición adicional que debe tenerse en cuenta cuando se evalúa la transmisión del control del activo transferido. Además de analizar si el cedente, directamente o a través de sus sociedades consolidables o de agentes en representación, mantiene el control sobre el activo, deberá determinarse si existe algún acuerdo que permita al vehículo requerir al primero la recompra de los activos financieros a un precio tan favorable que sea muy probable que el cedente recompre los activos.
- vii) La FAS 166 establece que, cuando el cedente deba dar de alta activos y pasivos que computen como venta contable con motivo de una transferencia de activos financieros, se haga a un valor razonable.
- viii) Desaparece el tratamiento especial existente para algunas operaciones de titulización garantizadas, que a partir de ahora deberán reunir las condiciones establecidas para que puedan darse de baja en el balance del cedente.
- ix) En general, la nueva norma contable exige mayor información en los estados financieros de los cedentes sobre la transferencia de activos financieros que se han dado de baja en sus balances y la involucración continuada que mantienen con esas operaciones.

4 Diferencias entre los marcos contables europeo y estadounidense

Antes de entrar en el detalle de las disparidades existentes entre los marcos contables europeo y estadounidense en cuanto a la baja de activos en el ámbito de la titulación, es necesario abordar un tema previo. Se trata de analizar la diferencia que existe en la base sobre la que se asienta cada uno de los sistemas contables objeto de este estudio y que ha condicionado la forma en la que cada uno de los organismos, FASB e IASB, ha elaborado los mecanismos mediante los que las empresas deben reflejar sus actividades a través del lenguaje contable. Nos referimos a que el sistema contable estadounidense se basa en unas reglas, mientras que el europeo se sustenta en unos principios que los usuarios deben aplicar de forma individualizada, de acuerdo con su propia idiosincrasia, aunque con límites a la libre interpretación de las normas.

En el primer caso, el marco contable es, básicamente, un conjunto de reglas detalladas que deben seguirse para la elaboración de la información contable. Estas reglas incluyen criterios concretos, umbrales y techos de aplicación, ejemplos, restricciones, similitudes con normativas precedentes o guías de implementación.

Este tipo de entornos contables intenta evitar la interpretación de la norma por parte de los usuarios y, de esta forma, conseguir homogeneidad en la aplicación, reducir la ambigüedad y desincentivar que los gestores de las empresas lleven a cabo políticas agresivas en cuanto a la elaboración de la información financiera. En su contra tienen la complejidad que acaban adquiriendo las normas debido a la necesidad de reflejar un elevado número de situaciones concretas. Otra de las críticas más comunes se refiere al incentivo que tienen los usuarios para lograr el cumplimiento de la norma contable en vez de reflejar la esencia económica de una operación mercantil.

Carmona *et al.* (2008¹²) define un sistema contable basado en principios como aquel cuyos estándares reflejan un entendimiento fundamental que informa sobre transacciones y eventos económicos y que prevalece sobre cualquier regla que el sistema contable pueda incluir. Al contrario que los sistemas basados en reglas, los sistemas basados en principios no se refieren a cada uno de los temas que puedan generar controversia en el momento de la aplicación de la norma, sino que mantienen un considerable grado de ambigüedad en cuanto a temas esenciales como la forma adecuada de registro y cuantificación. La flexibilidad que proporciona este tipo de entornos contables es una de sus principales ventajas, ya que se pueden aplicar en una variedad de situaciones semejantes pero con diferencias sustanciales. El principal problema es que la falta de una guía clara de aplicación puede disminuir la comparabilidad y la congruencia de la información contable entre empresas del mismo sector.

En 2002, debido a los escándalos contables que vieron la luz el año anterior —de los que el más conocido fue el de la compañía eléctrica Enron—, la ley Sarbanes-Oxley

12 Carmona, S. y Trombetta, M. (2008). «On the global acceptance of IAS/IFRS accounting standards: The logic and implications of the principles-based system», en *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, pp. 455-461.

encargó a SEC llevar a cabo un estudio sobre la adopción de un sistema de información financiera en el que el sistema contable estuviese basado en principios en vez de en reglas. El informe elaborado por la SEC¹³ señalaba que la experiencia había demostrado que un sistema contable basado en reglas facilitaba el incumplimiento de la norma contable, debido a que las incongruencias internas, las excepciones y las opiniones de expertos independientes permitían a los que intentaban eludir la aplicación rigurosa de la norma justificar su comportamiento. Este informe también indicaba que, en numerosas ocasiones, la información contable no estaba reflejando la sustancia económica de las transacciones y que la elaboración de la información financiera se convertía en un mero cumplimiento normativo, en vez de en un acto de comunicación. Asimismo, el regulador se refería a la creciente complejidad que estaba adquiriendo el sistema contable debido a la necesidad de continuas revisiones en un entorno de incesante innovación financiera.

En general, los usuarios de la normativa estadounidense —principalmente contables y auditores— se mostraron reacios a la implementación de normas basadas en principios en vez de en reglas. Una de las principales razones se encontraba en las demandas judiciales que podían aflorar por una aplicación errónea de la norma contable, motivo por el cual los profesionales del sector demandaban reglas claras a las que poder agarrarse en caso de que surgiese cualquier tipo de litigio.

En la actualidad, el compendio de estándares contables estadounidenses sigue siendo principalmente un sistema basado en reglas, aunque en los últimos años ha ido introduciendo numerosas normas basadas en principios. Las IFRS, por su parte, aunque basadas en principios, también incluyen reglas, umbrales y techos de aplicación, ejemplos y guías de implementación.

No es posible concluir, ni tampoco ningún trabajo institucional o académico ha intentado hacerlo, que haya un sistema contable mejor que otro. Los reguladores emiten las reglas que consideran más adecuadas para los entornos económicos y sociales propios de sus jurisdicciones o las que creen que pueden rectificar o evitar situaciones perniciosas para el funcionamiento eficiente de sus economías.

A continuación se van a exponer las diferencias identificadas para el tratamiento de activos titulizados entre las normativas contables europea y estadounidense vigentes desde el año 2005 hasta la actualidad. Esas diferencias no indican, por sí mismas, las deficiencias ni las excelencias de un sistema contable con respecto al otro, sino que, únicamente, evidencian que durante ese periodo de tiempo han convivido tratamientos contables diferentes para operaciones económicas semejantes en su esencia.

13 SEC (2003). *Study Pursuant to Section 108(d) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on the Adoption by the United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System*. Disponible en <http://www.sec.gov/news/studies/principlesbasedstand.htm>.

4.1 Periodo 2005-2009

Las principales diferencias en este periodo fueron las siguientes:

- i) Existencia de una figura legal privilegiada en el marco normativo estadounidense.

La obtención de la consideración de QSPE por parte de un vehículo permitía al cedente la baja automática de los activos cedidos de su balance, sin necesidad de evaluar si se cumplían los requerimientos de una venta cierta de los activos o si había factores que indicasen la necesidad de consolidar el vehículo en el perímetro del originador. Por esta razón, los originadores estadounidenses trataban de diseñar estructuras que encajasen dentro de este formato, independientemente de si en la práctica se producía una desvinculación real de los activos y de la operación a lo largo del tiempo que esta estuviese activa. La normativa europea, por su parte, no contemplaba una figura legal semejante y, probablemente, un considerable número de los vehículos originados en la Unión Europea hubiesen cumplido con los requerimientos de una QSPE, lo cual hubiese supuesto la salida automática de los activos del balance del originador.

- ii) El orden de la evaluación de la baja de activos en balance.

A pesar de que ambas regulaciones consideraban los mismos aspectos a la hora de determinar si se podían dar de baja activos titulizados de los libros del cedente, el enfoque era totalmente distinto.

La normativa europea establecía que los pasos que un cedente debía seguir para determinar si se podían dar de baja los activos debía ser el siguiente:

- En primer lugar, determinar si el vehículo pertenecía a su perímetro de consolidación.
- En segundo lugar, establecer si se había producido una venta de los activos, de acuerdo con los requisitos establecidos para ello.

La estadounidense proponía un orden inverso:

- En primer lugar, el cedente analizaba si se había producido una venta contable de los activos.
- En segundo lugar, el cedente evaluaba si debía consolidarse el vehículo.

- iii) Criterios para la consideración de venta contable de activos.

La evaluación según las IFRS se centraba en el doble test que combinaba la transferencia de los riesgos y beneficios asociados a la operación y el control de los activos cedidos y del vehículo. Las normas emitidas por el FASB giraban en torno a responder a la pregunta de si el cedente había cedido el control sobre el activo, sin tener en cuenta el aspecto de la transferencia de los riesgos y beneficios de la operación.

4.2 A partir de 2010

Las modificaciones introducidas por las FAS 166 y 167 acercaron los modelos contables estadounidense y europeo en dos aspectos fundamentales, señalados anteriormente. Por una parte, desaparecieron las QSPE y, por otra, el orden de aplicación de los dos criterios fundamentales para la baja en balance de activos titulizados se homogeneizó. Sin embargo, ambos sistemas contables no quedaron perfectamente alineados y actualmente subsisten importantes diferencias.

- i) Se mantiene la diferencia de enfoque entre ambos sistemas contables, aunque suavizada. El marco contable europeo sigue centrado en el cumplimiento del test de transferencia de riesgos y beneficios de los activos y de la operación en su conjunto, mientras que para el estadounidense, los temas relacionados con el control de los activos y del vehículo siguen siendo prioritarios.
- ii) Una de las características de la titulización es la separación que se establece entre el cedente y el activo cedido. La legislación estadounidense hace especial hincapié en la necesidad de que el activo que se transfiere esté legalmente aislado en caso de quiebra del cedente, de su grupo consolidable o del administrador legal de la quiebra. No así la europea, que, aunque menciona esta cuestión en diferentes apartados, no ahonda especialmente en el tema.

La distinta importancia concedida a este asunto puede llevar, en la práctica, a tratamientos contables muy diferentes. Este es el caso de la presencia de un *total return swap* en una estructura de titulización.

Los vehículos de titulización suelen contratar *swaps* de tipos de interés con el objetivo de evitar las interrupciones debidas al hecho de que muchas de las carteras titulizadas tienen un tipo de interés variable, mientras que buena parte de las series de bonos emitidas pagan un tipo de interés fijo. A grandes rasgos, el funcionamiento de este producto es el siguiente: el vehículo paga al banco con el que contrata el derivado —normalmente el cedente— los intereses recibidos de los préstamos, mientras que el banco paga al vehículo un tipo de interés fijo. En función de cómo se hayan definido las cantidades que ambas partes deben intercambiarse, es decir, si se consideran o no las cantidades impagadas o pagadas anticipadamente, el banco asumiría una mayor o menor exposición en la operación.

Según este escenario, la normativa europea impide la baja de los activos transferidos del balance del banco, al considerar que mantiene de manera sustancial los riesgos asociados a los mismos. Sin embargo, la legislación estadounidense considera que, en tanto en cuanto los activos permanezcan legalmente aislados en caso de quiebra del cedente, el vehículo pueda disponer de ellos y el cedente no controle el vehículo, el banco puede conseguir la baja en balance de los activos.

- iii) La diferencia en los enfoques contables europeo y estadounidense también afecta al tratamiento de los vehículos cerrados por el pasivo y abiertos temporalmente por el activo.

Este tipo de estructuras reponen activos amortizados durante un periodo pre-determinado de tiempo, destinando los importes procedentes de las amortiza-

ciones a la compra de nuevos activos, en vez de trasladarlos a los titulares de los bonos, que ven aplazadas sus fechas de reembolso del principal y perciben únicamente intereses.

De acuerdo con la legislación estadounidense, este tipo de estructuras, con pagos aplazados a los inversores, pueden conseguir la baja en balance de los activos para el cedente, siempre que se cumpla el resto de los requerimientos: aislamiento legal, capacidad para vender o pignorar los activos por parte del vehículo y no ejercer el control.

Sin embargo, la legislación europea exige que el vehículo traslade a los inversores todos los importes recibidos de la cartera sin retraso material. Esta disposición impide a las estructuras de tipo *revolving* superar el test establecido para la consideración de venta cierta de los activos, por lo que el cedente no puede darlos de baja de su balance.

- iv) La normativa estadounidense restringe, en mayor medida que la europea, la cesión parcial de activos. Así, para acometer una de las estructuras más habituales en la titulización de ese país —la titulización de los intereses generados por préstamos hipotecarios—, se hace necesario generar, primeramente, un nuevo activo formado por esos intereses, para que cuando vaya a ser titulado sea considerado como la cesión de la totalidad de un activo.
- v) Tanto las FAS como las IFRS prestan especial atención a la involucración continuada de partes vinculadas a los originadores a lo largo de la vida de la operación para el análisis de la consolidación del vehículo. Según la actual ASC 810, cuando el originador no tenga al mismo tiempo el control sobre las actividades relevantes del vehículo y los intereses económicos potencialmente significativos, pero sí hubiese partes vinculadas que pudiesen cumplir ambos requisitos, deberá analizarse si la parte vinculada debe consolidar el vehículo de acuerdo con los siguientes criterios:
 - Comprobar si existe una relación de agencia entre el originador y la parte vinculada.
 - Comprobar la relevancia de las actividades asumidas por la parte vinculada dentro de la operativa del vehículo.
 - Cuantificar la exposición de la parte vinculada a las pérdidas o beneficios de la operación.
 - Analizar el diseño del vehículo.

Las IFRS son menos exhaustivas cuando trata el tema del papel de las partes vinculadas, limitándose a requerir, en el momento del análisis del control del vehículo, que se tenga en cuenta la naturaleza de la relación con terceras partes y si estas están actuando en nombre del originador.

El siguiente cuadro ofrece de manera resumida las diferencias que aún permanecen entre las normas emitidas por el FASB y las del IASB.

	IFRS	FASB
Aislamiento legal de los activos	No requerido	Requerido
Capacidad para vender o pignorar los activos	No requerido	Requerido
<i>Clean-up calls</i>	No se dan de baja los activos, aunque depende del alcance de la opción	No impide la baja de los activos
Garantías sobre los activos	No se dan de baja los activos, aunque depende del tipo de garantía	Pueden darse de baja los activos, si se justifica que se produce una venta cierta con la opinión de un experto independiente
Contratación de un <i>total return swap</i>	No se dan de baja los activos	Pueden darse de baja los activos, si se justifica que se produce una venta cierta con la opinión de un experto independiente
Estructuras <i>revolving</i>	Raramente pueden darse de baja los activos	Pueden darse de baja los activos
Cesión parcial de activos	Pueden darse de baja parcialmente los activos	Raramente pueden darse de baja los activos
Partes vinculadas	Poco considerado por la normativa	Presta gran atención a la existencia de partes vinculadas

Fuente: Deloitte (2014). *Securitization Accounting*. Disponible en: <http://www2.deloitte.com/us/en/pages/risk/articles/securitization-accounting-ninth-edition.html>.

5 Conclusiones

El debate que en estos momentos se está llevando a cabo en el ámbito institucional para la recuperación de la titulización como fuente de financiación de las entidades bancarias y, en último término, de la economía real, ha permitido identificar algunos de los factores que podrían estar inhibiendo la recuperación de esta actividad, entre los que cabe mencionar la limitada transferencia de riesgo crediticio que, en la práctica, se ha producido en este tipo de operaciones, en especial, en algunas áreas económicas como la Unión Europea.

La Joint Association, una de las principales asociaciones de agentes económicos participantes en los mercados financieros, puso de manifiesto en un documento publicado en febrero de 2015¹⁴ que las propuestas para revitalizar el mercado de la titulización

14 Respuesta de la Joint Association al *Consultative Document on Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, publicado por el BIS e IOSCO. Joint Association reúne a asociaciones como: la Global Financial Markets Association (GFMA) (incluyendo a la Association for Financial Markets in Europe (AFME), la Asia Securities Industry & Financial Markets Association (ASIFMA) y la Securities Industry & Financial Markets Association (SIFMA)), la International Capital Market Association (ICMA), el Institute of International Finance (IIF) y las International Swaps and Derivatives Associations (ISDA).

se elaboran, normalmente, poniendo énfasis en aquellos aspectos que puedan beneficiar al inversor, dejando de lado las necesidades que los originadores pretenden cubrir cuando afrontan una operación de este tipo, en particular la necesidad de asegurarse una transferencia significativa del riesgo de las carteras que van a ceder. Si los originadores no consiguen una transferencia de riesgo eficiente de las carteras cedidas, su capacidad de proporcionar financiación adicional a la economía real se verá limitada.

Este trabajo ha abordado uno de los ámbitos menos estudiados y menos considerados en este debate actual, y que podría estar afectando a la capacidad de las entidades financieras para dar de baja en sus libros contables los activos cedidos en operaciones de titulización y, por lo tanto, conseguir una cesión completa del riesgo de crédito asociado a esos activos. Se trata del marco contable aplicado a esos activos en el momento de la cesión de los mismos.

Cuando una titulización de activos alcanza la consideración de venta contable de activos ofrece una serie de beneficios al cedente. En primer lugar, la titulización permite a los bancos optimizar las exposiciones de los créditos por ellos originados, ya que pueden decidir qué préstamos mantienen en su balance y cuáles venden a terceros. La gestión activa de las carteras de crédito evita concentraciones sectoriales o geográficas indeseables sin deteriorar las cuotas de mercado de las entidades financieras en esas áreas. Otro efecto positivo es la transformación de activos ilíquidos en efectivo, lo que mejora la posición de liquidez de los cedentes y aumenta los recursos disponibles para ser invertidos de nuevo en la actividad crediticia propia de los bancos. Finalmente, cabe mencionar que con la venta de activos, se liberan los requerimientos de capital asociados a esos activos, mejorando los ratios de capital regulatorio.

La presencia de asimetrías legislativas en el ámbito de la contabilidad entre distintas áreas económicas supone que estructuras equivalentes desde un punto de vista económico y financiero estarían siendo tratadas de diferente forma. Estas asimetrías pueden favorecer procesos de deslocalización regulatoria, en este caso mediante el desplazamiento de la actividad titulizadora hacia las jurisdicciones con un tratamiento contable más favorable.

A lo largo de este documento se han revisado las normas contables aplicables a los activos cedidos en las operaciones de titulización desde el año 2005 con el objetivo de identificar tratamientos diferenciados en dos áreas económicas concretas: EE. UU. y la Unión Europea.

Hemos podido constatar que durante los años previos a la crisis, bajo el marco contable utilizado por las entidades estadounidenses, muy especialmente gracias a la existencia de la figura de las QSPE, era mucho más probable conseguir la baja contable de los activos titulizados que bajo el marco europeo.

A raíz de la crisis financiera y como consecuencia de las reiteradas peticiones del G20 a las instituciones contables internacionales para que redoblasen sus esfuerzos por conseguir un único conjunto de normas contables aplicables a nivel global, se introdujeron cambios en la forma de reconocimiento contable de activos titulizados en el entorno de las FAS estadounidenses que supusieron una convergencia con la línea metodológica aplicada en el entorno IFRS del espacio europeo.

Sin embargo, a pesar de los esfuerzos llevados a cabo para conseguir una alineación de los criterios aplicados en ambos entornos contables, hemos encontrado que, en la actualidad siguen existiendo divergencias que hacen más accesible la baja de activos titulizados en balance con las FAS que con las IFRS, aunque en menor medida que durante los años previos a la crisis.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al segundo trimestre de 2015 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto 421/2015, de 29 de mayo**, por el que se regulan los modelos de estatutos-tipo y de escritura pública estandarizados de las sociedades de responsabilidad limitada, se aprueba modelo de estatutos-tipo, se regula la Agenda Electrónica Notarial y la Bolsa de denominaciones sociales con reserva.

Este real decreto regula los aspectos que deben reunir los estatutos-tipo en formato estandarizado, así como aprueba el modelo estandarizado previsto legalmente; se ha optado, siguiendo la regulación hasta ahora existente, por un modelo de estatutos de gran sencillez, sin perjuicio de la aprobación futura de otro u otros modelos que incorporen mayor complejidad.

En consonancia con lo previsto en la Ley de apoyo a los emprendedores y la voluntad del legislador de facilitar la creación de empresas en tiempos más cortos, la escritura en formato estandarizado y campos codificados se utilizará en los supuestos de constitución telemática. Este real decreto regula, de acuerdo con la habilitación legal, los aspectos que debe reunir la escritura pública, dejando la aprobación del modelo concreto a una Orden del Ministro de Justicia.

También se regula la Bolsa de denominaciones sociales con reserva, cuya habilitación normativa se encuentra en la disposición final primera del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital; la Agenda Electrónica Notarial, a través de la que se concertará la cita para el otorgamiento de la escritura de constitución, o el formato en el que deberán ser remitidas estas escrituras al Registro Mercantil correspondiente.

- **Ley 11/2015, de 18 de junio**, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Esta ley tiene por objeto regular los procesos de actuación temprana y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión establecidas en España, así como establecer el régimen jurídico del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) como autoridad de resolución ejecutiva y su marco general de actuación, con la finalidad de proteger la estabilidad del sistema financiero minimizando el uso de recursos públicos. Su disposición final primera modifica la Ley del Mercado de Valores (LMV) para incorporar la reforma sobre la compensación, liquidación y registro de valores.

Como gran novedad sustantiva, a diferencia de la normativa anterior y en línea con la directiva que se traspone, esta ley es de aplicación no solo a las entidades de crédito, sino también a las empresas de servicios de inversión.

Esto implica que las referencias al supervisor competente deben ser hechas al Banco de España, en el caso de resolución de entidades de crédito, y a la CNMV, en el supuesto de resolución de empresas de servicios de inversión. Todo ello sin perjuicio de que, en ocasiones, el supervisor competente o la autoridad de resolución serán las instituciones, organismos y órganos europeos constituidos como autoridades únicas de supervisión y resolución.

Se distingue entre las funciones de resolución en fase preventiva y ejecutiva, correspondiendo las primeras al Banco de España y a la CNMV, a través de los órganos operativamente independientes que determinen, y las segundas al FROB.

El capítulo VII introduce ligeras novedades en la composición del FROB, dado que amplía el número de miembros de su Comisión Rectora y crea la figura del Presidente como su máximo representante, encargado de su dirección y gestión ordinaria, con un mandato de cinco años no prorrogables y con unas causas de cese tasadas. También se incorpora un miembro de la CNMV, debido a la extensión del ámbito subjetivo de aplicación de la ley.

Otra de las grandes novedades, consecuencia de la trasposición de la directiva, es la creación de un Fondo de Resolución Nacional. El fondo estará financiado por las aportaciones de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, debiendo alcanzar sus recursos financieros, al menos, el 1 % de los depósitos garantizados de todas las entidades. A partir del 1 de enero de 2016, cuando la Autoridad Única de Resolución Europea esté plenamente operativa y el Fondo de Resolución Nacional se fusione con el resto de fondos nacionales de los Estados miembros de la zona del euro en un Fondo Único de Resolución Europeo, las entidades de crédito españolas realizarán sus aportaciones a este fondo europeo, y el Fondo de Resolución Nacional quedará únicamente para las empresas de servicios de inversión.

Se deroga la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, salvo sus disposiciones modificativas de otras normas y las disposiciones adicionales segunda, tercera, cuarta, sexta a decimotercera, decimoquinta, decimoséptima, decimoctava y vigésima primera.

La disposición final primera de esta ley modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para incorporar la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de los valores en el mercado español, que supone cambios significativos en la compensación y liquidación de todas las operaciones de renta variable. Entre otros, cabe destacar la intervención de una entidad de contrapartida central, el paso de un registro basado en las referencias de registro a uno basado en los saldos y el establecimiento de un sistema de información para la supervisión.

- En materia de compensación, liquidación y registro de valores, se modifican los artículos: 5, 6, 7, nuevo 7 bis, 12 bis, 31 bis, nuevo 36 bis, nuevo 36 ter, nuevo 36 quáter, 44 bis, 44 ter, 44 septies y 44 octies; se suprimen los artículos: 54, 57, 60, 70 ter, 84, 95, 98, nuevas letras en el 99 y 100, 102, 103, 105, 106, 106 ter, nuevo 107 quinquies, 125 y disposición adicional

decimoséptima; se suprime la disposición adicional decimoséptima duplicada introducida por la Ley 44/2002; y se incorpora una nueva disposición adicional vigésima segunda sobre el buen funcionamiento de los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores.

- Para la mejora de la transparencia de los emisores de valores, se modifican los artículos: 35, 35 bis, 53 y 91.

Respecto de estas modificaciones, hay que observar su aplicación atendiendo a lo dispuesto en la disposición transitoria séptima de esta ley, que establece la aplicación de la disposición final primera y del Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores, y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012.

Otras modificaciones que se incorporan por esta ley:

- Disposición final sexta: Modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva en los apartados 1 y 2 del artículo 54 bis, sobre condiciones para la gestión transfronteriza de IIC por parte de sociedades gestoras autorizadas en España, de conformidad con la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, y para la prestación de servicios en otros Estados miembros.
- Disposición final decimotercera: Modifica la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Se modifican los apartados 1 y 2 del artículo 81, referidos a las condiciones para la gestión transfronteriza de las entidades de capital-riesgo (ECR) y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) por parte de sociedades gestoras autorizadas en España, de conformidad con la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, y para la prestación de servicios en otros Estados miembros.
- Disposición final novena, por la que se añade una disposición adicional décima al texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Dicha disposición adicional décima implica que, a los efectos de la Ley de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, la junta general de las sociedades cotizadas sujetas a esta ley pueda, mediante una mayoría de dos tercios de los votos válidamente emitidos, acordar o modificar los estatutos sociales indicando que la junta general en la que se decida sobre una ampliación de capital sea convocada en un plazo inferior (con el límite de diez días a partir de la convocatoria) al plazo general de convocatoria, siempre y cuando se cumplan las condiciones que determina esta ley y que la ampliación de capital sea necesaria para evitar las condiciones de resolución que en esta ley se establecen.

- Se modifica la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, concretamente su disposición adicional segunda, referida al régimen especial aplicable a entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, en consonancia con todo lo anterior.
- **Circular 1/2015, de 23 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre datos e información estadística de las infraestructuras de mercado.

La Circular 1/2015, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre datos e información estadística de las infraestructuras de mercado se promulga en desarrollo de la facultad otorgada por el art. 86.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores a la Comisión Nacional del Mercado de Valores por delegación expresa del Ministerio de Economía y Competitividad.

En esta circular se lleva a cabo una regulación pormenorizada de los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que deben llevar las entidades a las que se refieren los apartados a) y b) del artículo 84.1; estas son las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, las entidades de contrapartida central y depositarios centrales de valores (con exclusión del Banco de España), la Sociedad de Bolsas, las empresas de servicios de inversión españolas, los agentes de las entidades que presten servicios de inversión y las sociedades gestoras de los fondos de garantía de inversiones. Adicionalmente, se incluye a cualquiera que ostente la condición de miembro de algún mercado secundario oficial.

La presente circular consta de cinco normas, una disposición derogatoria, una disposición final y un anexo, que es parte integrante de la misma, con el siguiente contenido:

- En la norma primera se fijan el objeto y el ámbito de aplicación.

De esta manera, la presente circular tiene por objeto establecer y regular los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que reflejen y hayan de contener informaciones relativas a la estructura y la operativa y a actividades sobre instrumentos financieros realizadas, en su caso, en las entidades comprendidas en el ámbito de aplicación.

Así, lo dispuesto en esta circular será de aplicación a las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores; y a la Sociedad de Bolsas y las sociedades que tengan la titularidad de la totalidad de las acciones o de una participación que atribuya el control, directo o indirecto, de las entidades mencionadas.

- En la norma segunda se recogen las características de la información estadística regulada.

En este sentido, las informaciones estadísticas objeto de esta circular consistirán en datos dispuestos de manera adecuada para su tratamiento

automatizado que serán reflejo de los eventos que conforman la «secuencia de los servicios» que prestan las distintas infraestructuras de mercado.

Los datos a capturar y guardar serán los siguientes:

- Todos los datos de carácter dinámico referidos al flujo de cada orden o instrucción a lo largo de la secuencia de los servicios en cada una de las infraestructuras de negociación y de poscontratación que intervienen en la misma.
- Todos los datos de carácter estático o de posición que los mercados y las infraestructuras de poscontratación asocian a cada orden que procesan en su itinerario a lo largo de la secuencia de los servicios en la que intervienen.
- Los datos de flujo y los datos de posición que conformen las informaciones estadísticas a las que alcanza esta circular se guardarán en un soporte seguro, estable y duradero por parte de la sociedad a la que corresponda su captura durante al menos diez años.
- En la norma tercera se regula la puesta a disposición de la CNMV de la información estadística y datos conexos.

Las informaciones estadísticas que, en aplicación de lo previsto en las normas primera y segunda, hayan de ser puestas a disposición de la CNMV serán objeto de estructuración en conjuntos. Dichos conjuntos de datos podrán tener como procedencia y serán clasificados, a efectos de esta circular, en alguna de las siguientes cuatro categorías o tipos:

- Datos procedentes de plataformas de difusión de información estadística de infraestructuras de negociación en tiempo real, como los contenidos en las denominadas *data feed* de esas mismas infraestructuras de negociación.
- Datos procedentes o extraíbles de terminales en línea de las infraestructuras de negociación.
- Datos, organizados en ficheros informáticos, procedentes de sistemas de información exigibles para el control de las actividades que tienen lugar en las infraestructuras de poscontratación.
- Datos, cualquiera que sea su origen, incluidos datos de las categorías anteriores, organizados, compendiados o en la forma solicitada por la CNMV en ficheros informáticos.

Por su parte, los campos informáticos que recojan los datos de flujo y los datos de posición que conforman cada uno de los conjuntos de datos categorizados como de tipo c) y d) relacionados en el anexo de esta circular, y, en concreto, sus formatos, longitudes, posiciones y demás especi-

ficaciones técnicas se reflejarán en los denominados «ficheros de especificaciones técnicas».

Las sociedades pertenecientes a un mismo grupo deberán coordinarse.

- Por su parte, la norma cuarta procede a la actualización de los conjuntos de datos y a la modificación del contenido de los ficheros informáticos.

Los cambios que las sociedades prevean introducir en los conjuntos de datos de tipo a) o b) del apartado 1 de la norma tercera deberán ser puestos en conocimiento de la CNMV con anterioridad a su fecha de efectividad y con la antelación suficiente para permitir la evaluación de los efectos en los sistemas de procesamiento de información estadística y, en su caso, esquemas de supervisión de la operativa de esas sociedades.

Las sociedades podrán también realizar propuestas de modificación en los campos de datos o en los formatos de los ficheros informáticos de datos de tipo c) y d) del apartado 1 de la norma tercera que se relacionan en el anexo de esta circular. La CNMV podrá oponerse a esas modificaciones cuando las mismas perjudiquen los procesos de supervisión llevados a cabo a través de esos ficheros. En caso de aceptación, la CNMV determinará los plazos de implantación de los cambios pertinentes.

- La norma quinta desarrolla otras disposiciones sobre los conjuntos de datos de información estadística.

Cada sociedad establecerá los mecanismos y sistemas de control necesarios que permitan garantizar la exactitud, calidad y suficiencia de la información estadística y el cumplimiento de los formatos y plazos de su puesta a disposición de la CNMV.

Las sociedades garantizarán la coherencia de un mismo tipo de dato cuando pueda figurar en varios conjuntos de datos y no podrán modificar los ficheros informáticos, basados en datos de los tipos c) y d) del apartado 1 de la norma tercera, que hayan de ser accesibles o que hayan de ponerse a disposición de la CNMV, ni suprimir ni dejar de informar sobre ninguno de los datos que hayan de contener.

Además, cuando alguno de dichos ficheros no estuviera disponible en plazo, o estándolo tuviera campos vacíos o datos erróneos o deficientes a efectos informáticos, la sociedad responsable vendrá obligada a la subsanación inmediata de la incidencia y a repetir, correctamente, la puesta a disposición del fichero en cuestión.

Con carácter general, la CNMV podrá requerir a las sociedades cuantas aclaraciones precise sobre el contenido de los conjuntos de datos.

Las informaciones estadísticas y datos conexos contenidos en los conjuntos de datos relacionados en el anexo de esta circular que por cualquier

motivo las sociedades hagan públicos no diferirán en su contenido de los que se hubieran puesto a disposición de la CNMV.

La información estadística y datos conexos a los que haya accedido la CNMV o que se hayan puesto a su disposición a través de los conjuntos de datos a los que se refiere la norma tercera tendrán carácter reservado y únicamente se utilizarán en tareas de supervisión y de comprobación o conciliación de datos o, en su caso, con fines estadísticos, siéndoles de aplicación lo previsto en el artículo 90 de la LMV.

- Adicionalmente, el anexo de la circular tiene por finalidad establecer, compilar y detallar los conjuntos de datos considerados como información estadística que debe ser capturada, guardada y puesta a disposición de la CNMV por parte de las entidades comprendidas en su ámbito de aplicación, con el fin de ser utilizada en tareas recurrentes de supervisión atribuidas a la CNMV en relación con la estructura y operativa de esas entidades, así como con las actividades que sobre instrumentos financieros se realizan, en su caso, en las mismas.
- Asimismo y en consonancia con lo anterior, la circular deroga expresamente las siguientes disposiciones:
 - La norma cuarta de la Circular 2/1992, de 15 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, información estadística y cuentas anuales de carácter público de las sociedades rectoras de los mercados oficiales de futuros y opciones.
 - La norma cuarta de la Circular 4/1992, de 21 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, modelos de estados complementarios y cuentas anuales de carácter público del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
 - La Circular 4/1990, de 13 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información estadística de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores.
 - La norma cuarta de la Circular 3/1990, de 23 de mayo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, modelos de estados complementarios, cuentas anuales de carácter público y auditoría de la Sociedad de Bolsas.
 - La disposición adicional de la Circular 1/2003, de 22 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se desarrollan los requisitos especiales exigibles a los miembros industriales de los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva y se regula la información contable y estadística exigible a las sociedades rectoras de estos mercados.

- **Circular 2/2015, de 23 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores.

La modificación llevada a cabo por esta circular tiene por objeto suprimir la obligación fijada en la Circular 3/1999, de 22 de septiembre, que establece que las bolsas de valores deben difundir la información sobre la identidad del miembro comprador y vendedor en las operaciones ejecutadas en el SIBE a lo largo de la sesión y en las operaciones bursátiles especiales efectuadas al amparo del Real Decreto 1416/1991, de 27 de diciembre, sobre operaciones bursátiles especiales. Se trata, por tanto, de una modificación puntual y de carácter estrictamente técnico.

Asimismo, la modificación debe comprenderse en el contexto de una creciente interrelación y mayor competencia entre los distintos centros de negociación de instrumentos financieros. Por ello, la negociación de acciones españolas se extiende no solo a las bolsas españolas de valores sino, también, a los mercados extranjeros de valores, tanto mercados regulados como sistemas multilaterales de negociación.

Si no se adoptara esta modificación, se podrían observar desventajas competitivas para las bolsas de valores españolas frente a otros centros de negociación, derivadas de la exigencia de dar publicidad al miembro de mercado comprador y vendedor, al estar imponiendo a los miembros del mercado español unas obligaciones superiores a las fijadas por otros mercados.

En aras de evitar esta desventaja competitiva a la que se refiere el párrafo anterior, esta Circular 2/2015 modifica las letra A y B del apartado tercero «Información a difundir por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores» de la Circular 3/1999 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 22 de septiembre de 1999, sobre transparencia de las operaciones en los mercados oficiales de valores en el sentido siguiente:

- En las operaciones ordinarias, en particular las operaciones ejecutadas en el SIBE, en tiempo real, y para cada valor, deberán difundirse todas las operaciones efectuadas a lo largo de la sesión, indicando: precio, volumen y hora de ejecución. Para aquellas operaciones que no se ejecuten en el mercado de órdenes (principal y *fixing*) podrá retrasarse su difusión pública como máximo hasta la apertura de la negociación del día siguiente.
- En las operaciones efectuadas al amparo del Real Decreto 1416/1991, de 27 de diciembre, sobre operaciones bursátiles especiales, deberá publicarse: identidad del valor, cuantía, precio y momento de la perfección de la operación. La información de cada una de ellas se difundirá antes de la apertura de la siguiente sesión de negociación y se observará en todo lo demás lo establecido en dicho real decreto y en sus normas de desarrollo.
- **Circular 3/2015, de 23 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre especificaciones técnicas y jurídicas e información que deben contener las páginas web de las sociedades anónimas cotizadas y las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores.

Esta circular pretende, en primer lugar, ajustar estos contenidos mínimos a las nuevas obligaciones impuestas por la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, y por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo y, en segundo lugar, unificar en un solo texto normativo las obligaciones en esta materia de las sociedades anónimas cotizadas y de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación.

Conforme a lo anterior, esta circular dispone lo siguiente:

Será de aplicación a las sociedades anónimas cotizadas, las cajas de ahorros que hayan emitido valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores y a las entidades extranjeras cuyas acciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles.

En virtud del principio de transparencia informativa, la información que se incluya en la página web de los sujetos obligados ha de ser clara, íntegra, correcta y veraz, sin que pueda incluirse información que, por ser sesgada, abarque un espacio temporal insuficiente, no sea contrastable, no incluya las oportunas advertencias o, por cualquier otro motivo, pueda inducir a error o confusión o no permita al inversor hacerse un juicio fundado de la entidad.

En relación con las especificaciones técnicas y jurídicas, se introducen las siguientes:

- Los sujetos obligados contarán con una página web con nombre de dominio de Internet registrado. Cada entidad dispondrá de los medios necesarios para que su página web pueda ser fácilmente localizada en Internet a través de los buscadores de uso más frecuente.
- Todas las páginas deberán estar redactadas, al menos, en castellano y deberán poderse imprimir.
- Si la web ofrece versiones para distintos dispositivos electrónicos, sus contenidos y presentación deberán ser lo más homogéneos posible.
- Los títulos de las páginas y los contenidos serán claros y significativos y el lenguaje, adecuado al inversor medio, evitando hasta donde sea posible el uso de tecnicismos. Si se utilizan acrónimos, deberán estar traducidos y se evitarán, en lo posible, las abreviaturas.
- La estructura técnica de la página web y los ficheros que den soporte a los contenidos permitirán su navegabilidad y accesibilidad con productos informáticos de uso común en el entorno de Internet y con un tiempo de respuesta que no impida la operatividad de la consulta.
- En la página de inicio de la web de las sociedades cotizadas existirá un apartado específico, fácilmente reconocible y de acceso directo, en el que, bajo la denominación de una regulación moderna de «Información para accionistas e inversores», u otra similar, deberá incluirse la totalidad de la infor-

mación exigible según el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital; la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores; la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo; esta Circular 3/2015 y cualquier otra norma, de la que la entidad sea sujeto obligado, que contenga disposiciones que obliguen a incluir determinada información en la página web sin perjuicio de la información que las sociedades cotizadas incluyan voluntariamente.

- En la página de inicio de la web de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores habrá un apartado específico, fácilmente reconocible y de acceso directo, en el que, bajo la denominación de «Información para inversores», u otra similar, deberá incluirse la totalidad de la información exigible por la normativa que le resulte aplicable.
- La accesibilidad a los contenidos del apartado «Información para accionistas e inversores» en las sociedades cotizadas, o del apartado «Información para inversores» en las cajas de ahorros estará a no más de tres pasos de navegación (clics) desde la página principal y no requerirá la previa identificación del consultante salvo, en su caso, para el acceso al Foro de Accionistas.
- Los contenidos deberán presentarse estructurados y jerarquizados con un título conciso y explicativo, de modo que se permita una accesibilidad rápida y directa a cada uno de ellos y gratuita para el usuario. Dichos contenidos deberán poderse descargar e imprimir.
- Al menos cada uno de los contenidos especificados en las columnas de epígrafe/subepígrafe de los anexos I, «Información a incluir por las sociedades anónimas cotizadas en su página web», y II, «Información a incluir con carácter obligatorio por las cajas de ahorros en sus páginas web», de la circular deberán estar directamente referenciados en el mapa o en cualquier otro índice de contenidos de la web.

Cuando, en su caso, se produzcan discrepancias entre la información contenida en la página web del sujeto obligado y la información contenida en los registros públicos de la CNMV, excepto que carezcan de relevancia, el sujeto obligado deberá eliminar tales discrepancias a la mayor brevedad posible. Para ello, el sujeto obligado remitirá, cuando corresponda, la información correcta a la CNMV para su incorporación a los correspondientes registros administrativos o modificará su página web.

De conformidad con la presente circular, la información que los sujetos obligados deben difundir en sus páginas web podrá ofrecerse mediante enlaces que permitan acceder a la información que, sobre dicha entidad, se ofrezca en los registros públicos de la CNMV.

De igual manera, la página web del sujeto obligado podrá incluir conexiones telemáticas con el Registro Mercantil u otros registros públicos, de forma que los accionistas e inversores puedan contrastar la información. Los enlaces con

la web de la CNMV que se incluyan para facilitar la consulta de la información existente sobre el sujeto obligado en los registros públicos de la CNMV deberán ajustarse a las especificaciones técnicas que esta entidad establezca.

También se determina que será responsabilidad de los administradores, en el caso de las sociedades cotizadas, y del director general o de quien, en su caso, establezca la normativa específica sectorial, en el caso de las cajas de ahorros, mantener actualizada la información de la página web y coordinar la adecuación de su contenido con el que resulte de los documentos depositados e inscritos en los correspondientes registros públicos.

Esta circular deroga:

- La Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.
- La Circular 2/2005, de 21 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.
- **Circular 4/2015, de 29 de julio**, del Banco de España. La aprobación del Real Decreto-ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad; de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización; y del Real Decreto 579/2014, de 4 de julio, que desarrolla determinados aspectos de esta ley en materia de cédulas y bonos de internacionalización, ha supuesto la introducción de estos valores negociables en nuestro mercado de instrumentos de deuda.

La presente circular tiene como objetivo establecer el contenido mínimo del registro contable especial al que se refiere el artículo 10 del Real Decreto 579/2014, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización, así como la información que deberá publicarse e incorporarse en la memoria de las cuentas anuales de la entidad emisora, en virtud de la habilitación establecida en los apartados 2 a 4 del citado artículo.

Asimismo, se modifica la Circular 1/2013, de 24 de mayo, sobre la Central de Información de Riesgos (CIR), para incorporar la financiación de la internacionalización de empresas entre las finalidades de las operaciones.

Las modificaciones introducidas por la presente circular en la Circular 4/2004 entrarán en vigor el 31 de diciembre de 2015, salvo los primeros estados PI.12 y PI.13 que se deben remitir al Banco de España, que serán los correspondientes a los datos del 31 de diciembre de 2016. Las modificaciones realizadas en el

anejo VII entrarán en vigor el día siguiente al de la publicación de la presente circular en el *Boletín Oficial del Estado*.

Las modificaciones introducidas por la presente circular en la Circular 1/2013 entrarán en vigor el 31 de diciembre de 2015.

Las modificaciones introducidas por la presente circular en la Circular 5/2012 entrarán en vigor el día siguiente al de la publicación de la presente circular en el *Boletín Oficial del Estado*.

– **Ley 15/2015, de 2 de julio**, de la Jurisdicción Voluntaria.

La Ley 15/2015 de la Jurisdicción Voluntaria (LJV) regula los expedientes de jurisdicción voluntaria que tradicionalmente se incluían bajo la rúbrica de la jurisdicción voluntaria y, desde su entrada en vigor, atribuye su conocimiento a operadores jurídicos no investidos de potestad jurisdiccional, tales como secretarios judiciales, notarios y registradores de la propiedad y mercantiles «actualizando y simplificando las normas relativas a su tramitación, tratando de optar por el cauce menos costoso y más rápido, desde el respeto máximo de las garantías y de la seguridad jurídica, y tomando especial cuidado en la ordenación adecuada de sus actos e instituciones».

Aunque de manera directa no aborda una modificación esencial del tráfico de valores, sí pueden señalarse algunas reformas que afectan a la tramitación de expedientes mercantiles y, por ende, a determinadas normas mercantiles como el Código de Comercio o el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC). Consecuentemente, se han introducido otras reformas tendentes a la coordinación del contenido de estas leyes.

En relación con las modificaciones, el título V, «De los expedientes de jurisdicción voluntaria relativos al Derecho de obligaciones», desarrolla el expediente relativo a la fijación del plazo para el cumplimiento de las obligaciones cuando proceda, del que conocerá el juez, y la consignación judicial a cargo del secretario judicial.

Adicionalmente, en el título VIII, «De los expedientes de jurisdicción voluntaria en materia mercantil», se desarrollan distintos expedientes relativos a la exhibición de libros de las personas obligadas a llevar contabilidad, la convocatoria de juntas generales, el nombramiento y revocación de liquidador, auditor o interventor de una entidad, la reducción de capital social y la amortización o enajenación de las participaciones o acciones, la disolución judicial de sociedades, la convocatoria de la asamblea general de obligacionistas y el robo, hurto, extravío o destrucción de título valor o representación de partes de socio.

En relación con ello, se debe destacar este último, referido al robo, hurto, extravío o destrucción de título valor o representación de partes de socio. El expediente para la adopción de las medidas previstas en la legislación mercantil en estos casos podrá solicitarse mediante expediente cuya competencia corresponde al Juzgado de lo Mercantil, siendo preceptiva la intervención de aboga-

do y procurador. En este capítulo se desarrolla tanto la denuncia como la tramitación del expediente. En relación con la denuncia del hecho en el caso de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales, se dispone lo siguiente:

- Podrá el legitimado, si su valor estuviere admitido a negociación en alguna bolsa u otro mercado secundario oficial, dirigirse a la sociedad rectora del mercado secundario oficial correspondiente al domicilio de la entidad emisora para denunciar el robo, hurto, destrucción o extravío del título.
- La sociedad rectora del mercado secundario oficial correspondiente lo comunicará a las restantes sociedades rectoras, que lo publicarán en el tablón de anuncios para impedir la transmisión del título o títulos afectados. Igualmente, se publicará la denuncia en el *Boletín Oficial del Estado* y, si lo solicitara el denunciante, en un periódico de gran circulación a su elección.
- El denunciante deberá solicitar la iniciación del expediente regulado en este capítulo en el plazo máximo de nueve días, a contar desde la formalización de la denuncia.
- Si no se notificase a la sociedad rectora del mercado secundario oficial la incoación del expediente, levantará la interdicción de los valores, lo comunicará a las sociedades rectoras de las restantes bolsas o mercados oficiales, y lo hará público mediante su fijación en el tablón de anuncios.

En el mismo sentido, las disposiciones finales segunda y decimocuarta introducen reformas en el Código de Comercio y en el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

- **Ley 19/2015, de 13 de julio**, de medidas de reforma administrativa en el ámbito de la Administración de Justicia y del Registro Civil.

Este texto recoge nuevas medidas normativas que son necesarias para la ejecución de algunas de las propuestas del Informe CORA y, más concretamente, para la ejecución de las propuestas relativas a la puesta en marcha de un sistema de subastas electrónicas a través de un portal único de subastas judiciales y administrativas en la Agencia Estatal Boletín Oficial del Estado y a la tramitación electrónica desde los centros sanitarios de los nacimientos y defunciones.

Se destaca lo siguiente:

- La disposición final primera modifica el Código de Comercio para la transposición de la Directiva 2012/17/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de junio de 2012, por la que se modifican la Directiva 89/666/CEE del Consejo y las Directivas 2005/56/CE y 2009/101/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la interconexión de los registros centrales, mercantiles y de sociedades. Se añade un nuevo apartado 5 al artículo 17 del Código de Comercio, con la siguiente redacción:

«5. El Registro Mercantil asegurará la interconexión con la plataforma central europea en la forma que se determine por las normas de la Unión Europea y las normas reglamentarias que las desarrollen. El intercambio de información a través del sistema de interconexión facilitará a los interesados la obtención de información sobre las indicaciones referentes al nombre y forma jurídica de la sociedad, su domicilio social, el Estado miembro en el que estuviera registrada y su número de registro».

- La ley entrará en vigor el 15 de octubre de 2015.
- **Ley 20/2015, de 14 de julio**, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Esta ley tiene por objeto la regulación y supervisión de la actividad aseguradora y reaseguradora privada, comprendiendo las condiciones de acceso y ejercicio y el régimen de solvencia, saneamiento y liquidación de las entidades aseguradoras y reaseguradoras, con la finalidad principal de proteger los derechos de los tomadores, asegurados y beneficiarios, así como de promover la transparencia y el desarrollo adecuado de la actividad aseguradora.

La necesidad de incorporación del derecho comunitario de seguros y la adaptación normativa al desarrollo del sector asegurador es una de las razones de ser de esta ley, que recoge aquellas disposiciones de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Directiva Solvencia II) que requieren ser incorporadas a una norma de rango legal, al tratarse de importantes modificaciones en el esquema de supervisión de la actividad aseguradora. Esta directiva ha sido modificada fundamentalmente por la Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, por la que se modifican las Directivas 2003/71/CE y 2009/138/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009, (UE) n.º 1094/2010 y (UE) n.º 1095/2010 en lo que respecta a los poderes de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación) y de la Autoridad Europea de Supervisión (Autoridad Europea de Valores y Mercados) (Directiva Ómnibus II).

La magnitud de todos estos cambios ha aconsejado sustituir el texto refundido vigente por una nueva ley que integre, de forma similar a la refundición de la normativa comunitaria llevada a cabo por la Directiva Solvencia II, las disposiciones que continúan vigentes, el nuevo sistema de solvencia y otras normas que se ha considerado necesario introducir, teniendo en cuenta la evolución del mercado asegurador.

Se destaca lo siguiente:

- El artículo 206, sobre medidas inherentes a la imposición de sanciones administrativas, dispone que las sanciones —salvo la consistente en amonestación privada—, una vez sean ejecutivas, se comunicarán a la CNMV y al Banco de España. Asimismo, la disposición adicional duodécima, sobre comunicaciones entre supervisores en materia de sanciones, establece que en el caso de que el Banco de España, la CNMV, la Comisión Na-

cional de los Mercados y Competencia o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones inicien un procedimiento sancionador a una entidad financiera sometida al control de otro de los supervisores, comunicará esta circunstancia al supervisor correspondiente, el cual podrá recabar la información que considere relevante a efectos de sus competencias de supervisión.

- Por su parte, se modifica de nuevo en la disposición final quinta la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal lo siguiente:
 - Se añade un nuevo apartado al artículo 233.5 que determina que, en el caso de entidades aseguradoras, el mediador designado deberá ser el Consorcio de Compensación de Seguros.
 - En la disposición adicional segunda, sobre el régimen especial aplicable a entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, se remite a la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades aseguradoras y reaseguradoras; y al texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por el Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre.
- **Ley 22/2015, de 20 de julio**, de Auditoría de Cuentas.

Esta ley tiene por objeto la regulación de la actividad de auditoría de cuentas, tanto obligatoria como voluntaria, mediante el establecimiento de las condiciones y los requisitos de necesaria observancia para su ejercicio, así como la regulación del sistema de supervisión pública y los mecanismos de cooperación internacional en relación con dicha actividad. El objetivo de la norma es mejorar la calidad de las auditorías, fortaleciendo su independencia, para reforzar la confianza en la información económica y financiera.

La norma regula el régimen de acceso, así como el Registro Oficial de Auditores de Cuentas, cuyo contenido público se ve modificado para incorporar el mandato europeo de publicidad de las sanciones.

Modifica determinados aspectos del régimen de inscripción obligatoria, en el Registro Oficial citado, de aquellos auditores de cuentas y sociedades de auditoría que emitan informes de auditoría en relación con las cuentas anuales o consolidadas de ciertas sociedades domiciliadas fuera de la Unión Europea cuyos valores estén admitidos a negociación en España, previo cumplimiento de unos requisitos equivalentes a los que se exige a los auditores de cuentas nacionales.

Se incorpora *ex lege*, por mandato de la Unión Europea, la obligación de escepticismo profesional, así como la aplicación del juicio profesional, que deben presidir la realización de cualquier trabajo de auditoría desde su planificación hasta la emisión del informe.

De acuerdo con lo anterior, debe destacarse el siguiente contenido:

- Lo referente a las normas de auditoría, en las que se siguen manteniendo las normas internacionales de auditoría que adopte la Comisión de la Unión Europea. En este punto, se establece la posibilidad de que las normas técnicas de auditoría actualmente existentes y las de nueva emisión puedan imponer requisitos adicionales a los contemplados en normas internacionales de auditoría adoptadas por la Unión Europea, según la Directiva 2014/56/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014.
- Se desarrolla un mayor contenido del informe de auditoría como parte del objetivo de transparencia de esta norma. En este sentido, la ley pretende clarificar el papel del auditor e incrementar la información.
- Para lograr una mayor independencia de los auditores, se establece que los contratos no podrán durar más de diez años, se limitan los honorarios de los auditores y se consagra un régimen de incompatibilidades más estricto.
- Además, se desarrollan requisitos más estrictos para los auditores de entidades de interés público. En este sentido, se establece en primer lugar que debe emitirse un informe de auditoría cuyo contenido es mucho más amplio que el previsto con carácter general; en segundo lugar, estos auditores deben publicar el informe anual de transparencia y los de la red auditora. Asimismo se exige que se publique de forma separada al de la red a la que pudiera pertenecer, en aras de alcanzar una mayor transparencia y evitar cualquier confusión, sin perjuicio del contenido que adicionalmente podrá desarrollarse mediante resolución del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
- Asimismo, se insta un régimen de supervisión pública en el que se regula el sistema de supervisión pública, cuya plena responsabilidad corresponde al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, autoridad responsable en materia de auditoría de cuentas, delimitando este ámbito por las funciones que se le atribuyen y los sujetos a los que alcanza. A las que viene ejerciendo actualmente se incorporan las que exige la nueva normativa, referidas a la vigilancia de la evolución del mercado de auditoría.

En cuanto a las disposiciones concretas contenidas en la ley, se destacan las siguientes:

- A los efectos de lo establecido en esta ley, el artículo 3.5, letra a), señala que tendrán la consideración de entidades de interés público: las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, las entidades de crédito y las entidades aseguradoras sometidas al régimen de supervisión y control atribuido al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y a los organismos autonómicos con competencias de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, respectivamente, así como las entidades

emisoras de valores admitidos a negociación en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión.

- El título II de esta ley regula el sistema de supervisión pública y comprende cuatro capítulos. Se determina el ámbito de aplicación de la supervisión pública, cuya plena responsabilidad corresponde al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, autoridad responsable en materia de auditoría de cuentas, delimitando este ámbito por las funciones que se le atribuyen y los sujetos a los que alcanza. A las que viene ejerciendo actualmente se incorporan las que exige la nueva normativa, referidas a la vigilancia de la evolución del mercado de auditoría.

No obstante, la atribución a la CNMV de la competencia supervisora en relación con las funciones atribuidas a las Comisiones de Auditoría de cuentas de las entidades de interés público se entiende sin perjuicio de las competencias atribuidas al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, en cuanto única autoridad competente y responsable última del sistema de supervisión pública, según el nuevo artículo 32.4 bis de la Directiva 2014/56/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril, por la que se modifica la Directiva 2006/43/CE relativa a la auditoría legal de las cuentas anuales y de las cuentas consolidadas.

- Por su parte, la disposición adicional tercera regula la Comisión de Auditoría de entidades de interés público, señalando que la supervisión del cumplimiento de lo establecido en esta disposición adicional corresponde a la CNMV, de conformidad con lo dispuesto en el título VIII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Esta competencia se entiende sin perjuicio de la que ostenta el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas en materia de supervisión de la actividad de auditoría de cuentas. Con carácter puntual y a la mayor brevedad posible, la CNMV facilitará al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, para su remisión a la Comisión de Órganos Europeos de Supervisión de Auditores, la información correspondiente, en su caso, a las sanciones impuestas que hubieren ganado firmeza en vía administrativa, a los miembros de la Comisión de Auditoría a la que se refiere esta disposición adicional.
- La disposición adicional cuarta desarrolla la colaboración e intercambio de información entre la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia y otros organismos públicos en la ejecución de competencias en relación con el mercado de auditoría de cuentas.
- A su vez, la disposición adicional quinta, sobre el Informe sobre la evolución del mercado, regula que antes del 17 de junio de 2016, y cada tres años como mínimo a partir de dicha fecha, el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas y la Red Europea de Competencia elaborarán un informe sobre la evolución del mercado de servicios de auditoría legal prestados a entidades de interés público y lo presentarán a la Comisión de Organismos Europeos de Supervisión de Auditores, la Autoridad Europea de Valores y Mercados, la Autoridad Bancaria Europea, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y la Comisión.

- Asimismo, la disposición adicional séptima dispone los mecanismos de coordinación con órganos o instituciones públicas con competencias de control o inspección. Los auditores de las cuentas anuales de las entidades distintas de las de interés público sometidas al régimen de supervisión y control atribuido al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, así como a los órganos autonómicos con competencias de ordenación y supervisión de las entidades aseguradoras, tendrán la obligación de comunicar rápidamente por escrito a los citados órganos o instituciones públicas competentes, según proceda, cualquier hecho o decisión sobre la entidad o institución auditada del que hayan tenido conocimiento en el ejercicio de sus funciones.
- La disposición final primera procede a la modificación del Código de Comercio, aprobado por Real Decreto de 22 de agosto de 1885 para homogeneizarlo con las novedades introducidas; entre otras, el estado de cambios en el patrimonio neto, como ocurría con el estado de flujos de efectivo, no será obligatorio para las entidades que puedan formular balance abreviado.
- Además, la disposición final segunda modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Se añade un apartado b) al artículo 100 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores:
 - «b) La falta de elaboración o de publicación del informe anual de gobierno corporativo o del informe anual sobre remuneraciones de los consejeros a que se refieren, respectivamente, los artículos 540 y 541 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, o la existencia en dichos informes de omisiones o datos falsos o engañosos; el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 512 a 517, 525.2, 526, 528, 529, 530, 531, 532, 533, 534, 538, 539, 540 y 541 de dicha Ley; carecer las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de una comisión de auditoría y de una comisión de nombramientos y retribuciones en los términos establecidos en los artículos 529 quaterdecies y quincecies de la referida Ley o el incumplimiento de las reglas de composición y de atribución de funciones de dichas comisiones de auditoría de las entidades de interés público contempladas en el citado artículo 529 quaterdecies».
- La exigencia de una Comisión de Auditoría para las entidades de interés público, de acuerdo con los requisitos, excepciones, dispensas, composiciones y funciones que contiene la Directiva 2014/56/UE, de 16 de abril, se incorpora su contenido en el articulado del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, modificado por la disposición final cuarta.
- Se deroga el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio.
- Por último, la entrada en vigor de esta ley dispone:

- Esta ley entrará en vigor el día 17 de junio de 2016.

No obstante lo anterior, lo previsto en relación con la realización de trabajos de auditoría de cuentas y la emisión de los informes correspondientes será de aplicación a los trabajos de auditoría sobre cuentas anuales correspondientes a ejercicios económicos que se inicien a partir de dicha fecha, así como a los de otros estados financieros o documentos contables correspondientes a dicho ejercicio económico.

- Adicionalmente, las siguientes disposiciones entrarán en vigor al día siguiente de la publicación de esta ley en el *Boletín Oficial del Estado*: la disposición adicional cuarta, en relación con la colaboración de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.
- Asimismo, entrarán en vigor el 1 de enero de 2016 los apartados 1 a 3 en relación con la modificación del régimen de transmisión de acciones y participaciones, 7 a 11 respecto de la verificación de las cuentas anuales y 14 a 19 de la disposición final cuarta, que se refieren a regímenes de exclusión de derechos de adquisición preferente en el ámbito de un aumento de capital social, de las obligaciones convertibles y de las sociedades cotizadas, así como al papel del auditor en el contexto de la separación o exclusión de socios, que modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Lo previsto en la disposición adicional décima (información de los pagos efectuados a las Administraciones Públicas), en la disposición final cuarta (modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital) apartados 4 a 6, 12 y 13, en la disposición final primera (modificación del Código de Comercio), en la disposición final quinta (modificación de la Ley del Impuesto sobre Sociedades) y en la disposición final decimotercera (régimen jurídico de la reserva por Fondo de Comercio) será de aplicación a los estados financieros que se correspondan con los ejercicios que comiencen a partir del 1 de enero de 2016.

- **Ley 25/2015, de 28 de julio**, de mecanismo de segunda oportunidad y reducción de la carga financiera y otras medidas de orden social.

Esta ley establece los controles y garantías necesarios para evitar insolvencias estratégicas o facilitar daciones en pago selectivas. Se trata de permitir que aquel que lo ha perdido todo por haber liquidado la totalidad de su patrimonio en beneficio de sus acreedores pueda verse liberado de la mayor parte de las deudas pendientes tras la referida liquidación.

Flexibiliza los acuerdos extrajudiciales de pagos, instaura un régimen de exoneración de deudas para los deudores persona natural en el marco del procedimiento concursal y regula las funciones de mediación concursal, la remuneración del mediador concursal, la no preceptividad de la representación del deudor en el concurso consecutivo o la aplicación informática destinada a actuar a modo de medidor de solvencia.

En el orden social, delimita un nuevo incentivo para la creación de empleo estable, consistente en la fijación de un mínimo exento en la cotización empresarial por contingencias comunes a la Seguridad Social por la contratación indefinida de trabajadores y establece beneficios de Seguridad Social para aquellos supuestos en los que el profesional autónomo deba atender obligaciones familiares que puedan influir en su actividad.

También se acometen determinadas medidas en el ámbito tributario destinadas a rebajar la carga fiscal de determinados colectivos especialmente vulnerables y, en materia de tasas por el ejercicio de la potestad jurisdiccional, se exonera del pago a las personas físicas.

Adicionalmente, se modifica la disposición adicional segunda de la Ley Concursal para explicitar que la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva; la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva; así como el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre, constituyen legislación especial aplicable en caso de concurso de determinados tipos de entidades. Esta previsión no afecta al régimen vigente, pues, tal y como prevé el apartado primero de la citada disposición, en el concurso de este tipo de entidades se aplicarán las especialidades previstas en su legislación específica, como es el caso.

El título I, bajo la rúbrica «Medidas urgentes para la reducción de la carga financiera», contiene tres artículos de carácter modificativo a través de los que se da nueva redacción a determinados preceptos de otras tantas normas legales: la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal; el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos; y la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.

Asimismo, se introduce una mejora técnica en la redacción actual del artículo 35 del Estatuto Básico del Empleado Público que, al regular la composición y constitución de las mesas de negociación, en su versión hasta ahora vigente se refiere únicamente a materias que afectan al personal funcionario, cuando resulta necesario que dicha regulación se haga extensible también a las materias comunes al personal funcionario, estatutario y laboral. Con ello, se pretende dar apoyo legal a lo que hasta ahora es una práctica común en la negociación colectiva: efectuar una negociación global y de conjunto para las distintas tipologías de personal que concurren en la Administración.

Por su parte, en el título II se recogen medidas de orden social.

En las disposiciones finales se destacan las siguientes modificaciones:

- En la disposición final segunda, en virtud de la cual se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, por

la que se modifican el título del artículo 54 bis y sus apartados 1 y 2 y el título del artículo 55 bis y sus apartados 1 y 5 de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva. Esto es, las condiciones para la gestión transfronteriza de IIC y para la prestación de servicios en otros Estados miembros por sociedades gestoras autorizadas en España, de conformidad con la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio. Asimismo, se modifican las condiciones para la gestión de IIC españolas y para la prestación de servicios en España por sociedades gestoras reguladas por la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, y autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.

- Por su parte, la disposición final tercera modifica la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. Los organismos y entidades integrantes del sector público estatal, con excepción del Instituto de Crédito Oficial, se someterán a los principios de prudencia financiera que se fijen por parte de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Los principios que se fijen para las entidades y organismos distintos de las sociedades cotizadas mercantiles estatales cuyas acciones estén sometidas a negociación en un mercado secundario oficial de valores se referirán, al menos, a los límites máximos del coste financiero al que podrán suscribirse las citadas operaciones de crédito, así como a las limitaciones al uso de derivados financieros.
- La disposición final cuarta modifica la Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.
- La disposición final séptima modifica el texto refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre.
- Asimismo, la disposición final undécima modifica la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización. Respecto de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización se establecen novedades en cuanto al régimen, duración y forma de visados y autorizaciones de residencia de los emprendedores, inversores y sus familiares, en cuanto a la forma de acreditación de la inversión y en cuanto al concepto de actividad emprendedora e, igualmente, se procede a la incorporación al derecho español de la Directiva 2014/66/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo, que modifica el régimen de residencia por traslado intraempresarial.
- Por último, la disposición final decimotercera procede a la modificación de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. En el mismo sentido en el que se pronuncia la disposición final segunda, se modifican las condiciones para la

gestión transfronteriza de ECR y EICC y para la prestación de servicios en otros Estados miembros por sociedades gestoras autorizadas en España, de conformidad con la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio. En consonancia con lo anterior también se modifican las condiciones para la gestión de ECR y EICC españolas y para la prestación de servicios en España por sociedades gestoras reguladas por la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, autorizadas en otro Estado miembro de la Unión Europea.

En virtud de lo establecido en la disposición derogatoria de esta Ley 25/2015, quedan derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en esta ley y, de manera específica, el artículo 6.2 del Decreto 2766/1967, de 16 de noviembre, por el que se dictan normas sobre prestaciones de asistencia sanitaria y ordenación de los servicios médicos en el Régimen General de la Seguridad Social, y el Real Decreto 1564/1998, de 17 de julio, por el que se regula el convenio especial de asistencia sanitaria a favor de los trabajadores españoles que realizan una actividad por cuenta propia en el extranjero.

- **Ley 29/2015, de 30 de julio**, de cooperación jurídica internacional en materia civil.

En virtud de esta ley se regula la cooperación jurídica internacional entre las autoridades españolas y extranjeras. La presente ley se aplica en materia civil y mercantil con independencia de la naturaleza del órgano jurisdiccional, incluyendo la responsabilidad civil derivada de delito y los contratos de trabajo, y parte de un principio general favorable al desarrollo amplio de la cooperación jurídica internacional, incluso en ausencia de reciprocidad, pero con la posibilidad de denegación de la cooperación jurídica internacional cuando exista denegación reiterada de cooperación o prohibición legal de prestarla. Se priman así los intereses de la ciudadanía en ver asegurados y protegidos sus derechos, incluido el derecho a la tutela judicial efectiva, con independencia de la actitud más o menos colaborativa de determinados Estados, lo que no ha de obstar nunca al ofrecimiento de reciprocidad como buena práctica. Estas premisas asumen, así, la obligación general de cooperación que emana del derecho internacional general.

A la vista de la importancia que en el mundo de la cooperación jurídica internacional tienen y tendrán las comunicaciones judiciales directas, la ley opta por habilitar a todos los órganos jurisdiccionales españoles para comunicarse sin intermediación con órganos jurisdiccionales de otros Estados dentro de los límites marcados por el respeto a los ordenamientos jurídicos de ambos Estados y a la independencia judicial.

El concepto de cooperación jurídica internacional se utiliza de forma muy amplia en esta ley, lo que permite incluir materias que como la litispendencia y la conexidad internacionales, el reconocimiento y ejecución de sentencias o la información y prueba del derecho extranjero, en sentido estricto, son ajenas al concepto indicado y que tradicionalmente se han regulado en otros cuerpos normativos, como la Ley de Enjuiciamiento Civil o la Ley Orgánica del Poder Judicial.

Normativa europea

- **Reglamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo**, sobre procedimientos de insolvencia.

Este Reglamento de Ejecución (UE) 2015/848 tiene por objetivo principal el de mejorar la eficacia y eficiencia en los procedimientos de insolvencia con repercusiones transfronterizas.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2015/880 de la Comisión, de 4 de junio**, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Este Reglamento de Ejecución (UE) 2015/880 prorroga por el plazo de seis meses los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2015/1278, de 9 de julio**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, en lo que respecta a las instrucciones, plantillas y definiciones.

Este Reglamento de Ejecución (UE) 2015/1278 tiene por objeto dotar de mayor precisión a las plantillas, instrucciones y definiciones utilizadas a efectos de la comunicación de información con fines de supervisión.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	30	39	49	25	22	23	21	22
Ampliaciones de capital	30	39	47	24	21	21	18	21
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	2	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	16	19	12	10	7	5	7
De las cuales dividendo elección	12	9	12	9	7	6	4	4
Ampliaciones de capital por conversión ³	11	14	11	4	6	6	5	4
De contrapartida no monetaria ⁴	6	4	4	3	2	3	1	1
Con derecho de suscripción preferente	6	6	5	1	2	1	5	6
Sin negociación de derechos de suscripción	2	15	16	7	4	6	3	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	1	1	2	3	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	95	145	147	39	33	31	27	25
Ampliaciones de capital	92	145	140	37	31	29	23	24
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	2	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	24	38	37	12	11	7	5	7
De las cuales dividendo elección	18	20	28	9	8	6	4	4
Ampliaciones de capital por conversión ³	39	50	43	8	11	9	8	6
De contrapartida no monetaria ⁴	16	17	9	4	2	3	2	1
Con derecho de suscripción preferente	6	6	5	1	2	1	5	6
Sin negociación de derechos de suscripción	4	29	38	10	5	9	3	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	2	2	2	4	1
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	5.863,5	13.009,8	15.311,4	13.950,8	4.371,3
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	5.345,8	9.876,9	11.001,8	11.363,1	3.607,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	401,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	3.008,7	4.335,0	2.829,6	4.671,1	1.318,2
De las cuales dividendo elección	8.357,9	9.869,4	12.573,8	2.931,7	4.335,0	2.829,6	4.671,1	1.318,2
Ampliaciones de capital por conversión ³	10.982,4	7.478,8	3.757,9	1.227,5	35,1	412,1	433,7	516,7
De contrapartida no monetaria ⁴	1.867,5	231,6	2.814,5	314,7	2.497,3	242,4	234,7	0,2
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	50,5	1.002,1	6,2	5.683,2	1.326,3
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	342,9	2.007,4	7.511,5	340,4	445,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	517,7	3.132,9	4.309,5	2.587,7	763,9
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.704,2	20.135,9	4.768,5	994,4	1.159,7	1.675,2	1.124,7	782,8
Ampliaciones de capital	4.593,6	20.135,9	4.472,6	986,4	881,2	965,4	1.070,7	541,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	613,0	988,2	626,7	364,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.076,5	1.458,6	1.258,2	243,9	430,5	241,2	172,2	261,2
De las cuales dividendo elección	929,2	1.208,3	1.110,0	234,0	421,5	240,4	171,8	110,0
Ampliaciones de capital por conversión ³	678,0	3.721,0	819,7	204,5	4,6	12,7	9,7	20,3
De contrapartida no monetaria ⁴	452,1	60,3	311,0	125,5	185,5	94,4	0,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	1.770,4	8.021,7	1.185,7	21,6	135,9	6,2	860,1	239,2
Sin negociación de derechos de suscripción	3,6	5.886,0	271,3	26,8	124,8	610,9	27,7	20,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	110,6	0,0	295,9	8,0	278,5	709,8	54,0	241,2
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵								
Número de emisores	9	7	9	5	1	5	1	1
Número de emisiones	11	14	12	5	1	5	1	1
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	107,3	53,3	0,7	10,4	1,9	21,1
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	107,3	53,3	0,7	10,4	1,9	21,1
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0	0	0	0	0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

2 Datos disponibles: agosto de 2015.

3 Incluye ampliaciones de capital para atender a la conversión de bonos u obligaciones en acciones, por conversión de opciones de empleados y para la ejecución de warrants.

4 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

5 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	127	123	129	129	129	129	132	132
Sin Nuevo mercado	127	123	129	129	129	129	132	132
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	8	8	8	8	8	7
Segundo mercado	8	7	6	7	6	5	5	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	6	5	4	5	4	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	23	23	20	20	20	20	19	19
Madrid	11	11	9	9	9	9	9	9
Barcelona	13	13	12	12	12	12	11	11
Bilbao	7	7	7	7	7	7	7	7
Valencia	4	4	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.015	3.066	3.269	3.220	3.270	3.295	3.343	3.381
Latibex	27	26	26	26	26	24	24	24

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2015.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	532.039,7	705.162,3	735.317,8	777.202,8	735.317,8	873.326,5	831.537,6	798.387,8
Sin Nuevo mercado	532.039,7	705.162,3	735.317,8	777.202,8	735.317,8	873.326,5	831.537,6	798.387,8
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	99.072,0	141.142,4	132.861,1	142.761,6	132.861,1	165.865,1	155.748,9	145.268,2
Ibex 35	324.442,0	430.932,9	479.378,5	489.544,0	479.378,5	552.490,4	524.207,8	502.309,4
Segundo mercado	20,6	67,5	30,2	32,9	30,2	18,8	21,1	23,3
Madrid	20,3	18,3	15,8	18,5	15,8	18,8	21,1	23,3
Barcelona	0,3	49,3	14,4	14,4	14,4	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	3.233,0	2.906,2	2.466,6	2.102,4	2.466,6	2.647,5	1.094,0	1.135,9
Madrid	667,1	519,4	376,5	396,8	376,5	364,1	353,1	366,3
Barcelona	2.945,9	2.749,5	2.356,5	2.006,5	2.356,5	2.492,0	945,3	983,7
Bilbao	77,8	183,6	162,5	171,0	162,5	243,3	1.086,5	166,3
Valencia	350,9	342,5	326,4	329,9	326,4	219,7	218,0	219,0
Corros SICAV ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.606,7	32.171,2	34.306,0	33.782,2	34.306,0	36.936,9	37.432,7	36.430,2
Latibex	350.635,5	270.926,9	286.229,2	300.549,1	286.229,2	217.888,1	287.640,4	177.896,1

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2015.

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 Solo 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 1.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	691.558,3	693.168,0	864.443,5	191.971,3	265.769,1	254.754,3	253.265,5	155.531,3
Sin Nuevo mercado	691.558,3	693.168,0	864.443,5	191.971,3	265.769,1	254.754,3	253.265,5	155.531,3
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	4.102,1	5.640,5	14.508,9	3.681,8	5.123,2	3.730,2	6.520,4	961,0
Segundo mercado	0,4	1,7	0,7	0,2	0,1	0,5	9,7	3,4
Madrid	0,4	1,4	0,5	0,1	0,1	0,5	9,7	3,4
Barcelona	0,0	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	49,9	51,4	92,5	39,1	25,6	16,5	203,3	1,6
Madrid	3,0	7,3	32,6	27,1	0,8	6,5	1,1	0,2
Barcelona	37,7	44,1	45,2	12,0	24,6	7,2	202,2	1,4
Bilbao	8,5	0,1	14,3	0,0	0,1	2,8	0,0	0,0
Valencia	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.329,6	5.896,3	7.723,3	1.704,3	1.828,7	1.944,0	1.621,4	856,2
Latibex	313,2	367,3	373,1	76,6	82,5	85,4	67,6	43,0

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	658.891,4	668.553,2	831.962,6	187.072,7	255.192,6	235.615,5	245.715,4	153.830,3
Órdenes	299.022,0	346.049,6	453.294,9	102.588,5	129.043,8	138.080,4	123.180,8	76.356,6
Aplicaciones	80.617,0	56.565,3	73.056,9	16.303,0	20.383,4	23.217,1	25.477,2	17.605,1
Bloques	279.252,4	265.938,3	305.610,8	68.181,2	105.765,4	74.318,1	97.057,4	59.868,6
Fuera de hora	9.630,0	7.654,7	7.568,8	534,0	271,4	1.750,5	941,4	209,5
Autorizadas	7.936,9	4.839,9	7.808,9	1.574,6	4.157,9	11.316,1	1.219,3	660,4
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	9,6	326,5	175,3	0,0	82,5	13,8	3.183,0	173,6
OPV	0,0	396,1	6.143,4	517,7	3.132,9	4.266,8	0,0	0,0
Toma de razón	545,0	379,7	410,9	0,0	1,1	0,0	190,0	13,6
Ejercicio de opciones	9.603,4	7.083,5	6.954,1	1.489,5	2.025,4	1.254,5	1.420,5	288,5
Operaciones de cobertura	4.942,0	3.934,4	3.419,5	782,7	905,2	537,0	596,0	355,5

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto de 2015.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.6

Millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	395.859,3	464.521,5	599.051,5	140.620,0	168.469,0	161.106,1	201.952,7	132.508,3
Crédito de valores para su venta ³	199,2	326,8	357,9	103,6	81,0	108,0	63,2	7,0
Crédito para compra de valores ³	44,4	34,1	16,2	1,2	4,8	2,4	3,7	0,3
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	34.915,1	43.398,9	61.076,1	53.174,3	61.076,1	74.304,7	76.628,8	76.547,3
Crédito de valores para su venta ³	1,2	7,3	6,4	12,1	6,4	17,4	9,4	0,2
Crédito para compra de valores ³	2,5	0,6	0,4	0,1	0,4	0,5	0,6	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

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 en la CNMV

CUADRO 1.7

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	71	49	46	18	21	17	18	10
Cédulas hipotecarias	26	12	13	6	3	8	5	4
Cédulas territoriales	11	5	3	1	0	1	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	24	11	16	10	10	9	8	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	16	18	13	3	7	1	5	2
Pagarés de empresa	35	20	18	4	4	6	3	2
De titulización	1	0	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	34	20	17	4	4	5	3	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	349	297	662	182	217	92	128	57
Cédulas hipotecarias	94	40	27	6	7	9	9	5
Cédulas territoriales	18	6	3	1	0	1	3	0
Bonos y obligaciones no convertibles	134	170	578	165	188	74	104	46
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7	8	1	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	50	53	35	6	18	2	9	4
Pagarés de empresa ²	46	20	18	4	4	6	3	2
De titulización	1	0	1	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	45	20	17	4	4	5	3	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	357.830,2	138.838,6	130.258,4	19.886,5	62.345,3	36.632,8	31.206,2	12.335,3
Cédulas hipotecarias	102.170,0	24.799,7	23.838,0	3.750,0	5.638,0	8.300,0	8.025,0	5.050,0
Cédulas territoriales	8.974,0	8.115,0	1.853,3	135,0	0,0	3.500,0	3.500,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	86.441,5	32.536,9	41.154,7	2.536,3	28.025,2	13.900,7	3.961,2	1.449,6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.563,1	803,3	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	23.799,6	28.592,9	29.008,0	7.640,0	15.663,0	3.000,0	11.773,3	1.950,0
Tramo nacional	20.627,1	24.980,1	26.972,1	7.550,0	14.460,0	3.000,0	9.506,5	1.950,0
Tramo internacional	3.172,5	3.612,8	2.035,9	90,0	1.203,0	0,0	2.266,8	0,0
Pagarés de empresa ³	132.882,0	43.990,8	33.654,4	5.825,2	13.019,1	7.932,2	3.946,7	3.885,7
De titulización	1.821,0	1.410,0	620,0	0,0	0,0	940,0	480,0	0,0
Resto de pagarés	131.061,0	42.580,8	33.034,4	5.825,2	13.019,1	6.992,2	3.466,7	3.885,7
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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	7.633,5	4.776,0	7.999,3	1.545,0	4.210,5	660,0	1.810,0	741,6
Emisiones aseguradas	0,0	193,0	195,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.8

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
Importes nominales en millones de euros								
Total	363.944,5	130.467,7	114.956,4	20.870,7	36.402,0	56.856,7	29.662,7	18.907,9
Pagarés	134.346,9	45.228,6	33.493,1	5.734,9	12.970,2	7.533,0	4.530,8	3.991,0
Bonos y obligaciones	92.725,5	22.414,4	25.712,5	2.365,8	1.880,8	39.523,8	3.273,1	1.817,6
Cédulas hipotecarias	103.470,0	25.399,7	24.438,0	3.500,0	5.888,0	6.300,0	10.025,0	4.050,0
Cédulas territoriales	8.974,0	8.115,0	1.853,3	135,0	0,0	3.500,0	500,0	3.000,0
Bonos de titulización	24.428,1	29.309,9	29.459,5	9.135,0	15.663,0	0,0	11.333,8	6.049,3
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	568	493	465	482	465	443	417	419
Renta fija privada	568	492	464	481	464	442	416	418
Pagarés	42	30	19	20	19	17	16	16
Bonos y obligaciones	95	91	79	86	79	76	73	73
Cédulas hipotecarias	49	48	49	49	49	47	45	44
Cédulas territoriales	18	12	9	10	9	9	10	9
Bonos de titulación	385	341	329	333	329	316	297	299
Participaciones preferentes	60	34	23	31	23	16	13	13
Bonos matador	11	9	9	9	9	9	9	9
Deuda pública	-	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	-	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	1	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	4.907	3.345	2.857	2.877	2.857	2.771	2.732	2.723
Renta fija privada	4.907	3.192	2.694	2.712	2.694	2.609	2.537	2.531
Pagarés	2.529	1.130	456	545	456	399	380	372
Bonos y obligaciones	558	495	786	682	786	822	826	843
Cédulas hipotecarias	328	283	256	262	256	244	241	239
Cédulas territoriales	52	39	34	36	34	35	31	32
Bonos de titulación	1.334	1.188	1.120	1.133	1.120	1.084	1.034	1.020
Participaciones preferentes	94	47	33	44	33	22	16	16
Bonos matador	12	10	9	10	9	9	9	9
Deuda pública	-	153	163	165	163	162	195	192
Letras del Tesoro	-	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	141	151	153	151	150	183	180
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	879.627,5	1.442.270,2	1.374.947,5	1.405.130,1	1.374.947,5	1.381.434,3	1.390.566,9	1.396.571,3
Renta fija privada	879.627,5	708.601,8	581.825,3	619.043,1	581.825,3	575.524,0	563.727,9	566.270,1
Pagarés	64.927,5	28.816,3	20.361,6	15.647,3	20.361,6	15.993,3	15.827,3	14.596,7
Bonos y obligaciones	161.225,4	132.076,6	74.076,5	110.385,6	74.076,5	96.235,0	95.543,4	96.012,1
Cédulas hipotecarias	293.142,8	246.967,9	208.314,2	216.445,2	208.314,2	195.042,2	194.646,4	196.146,4
Cédulas territoriales	33.314,3	29.793,5	24.671,3	25.268,3	24.671,3	28.171,3	22.971,3	25.521,3
Bonos de titulación	315.373,5	269.176,8	253.045,1	249.638,1	253.045,1	238.823,6	233.535,7	232.791,6
Participaciones preferentes	10.813,4	1.076,2	782,1	964,1	782,1	684,2	629,6	627,6
Bonos matador	830,7	694,6	574,4	694,6	574,4	574,4	574,4	574,4
Deuda pública	-	733.668,3	793.122,3	786.087,0	793.122,3	805.910,3	826.838,9	830.301,2
Letras del Tesoro	-	89.174,4	77.926,1	77.128,8	77.926,1	77.345,3	78.127,0	81.473,1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	644.493,9	715.196,2	708.958,3	715.196,2	728.565,0	748.711,9	748.828,0

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	3.119.755,1	1.400.757,7	1.118.963,7	204.278,0	159.334,8	157.221,6	174.511,7	58.869,2
Renta fija privada	3.119.755,1	1.400.601,6	1.118.719,6	204.205,1	159.285,8	157.106,4	174.451,0	58.845,7
Pagarés	199.794,9	112.559,8	48.817,3	10.327,5	6.946,5	8.732,7	7.591,7	5.006,2
Bonos y obligaciones	164.098,6	295.191,7	269.659,8	52.855,8	18.237,2	33.521,9	24.757,5	3.752,1
Cédulas hipotecarias	994.071,3	341.674,0	376.273,3	76.429,9	87.420,6	64.085,0	52.685,2	22.754,0
Cédulas territoriales	595.599,6	86.758,6	82.023,2	9.958,1	6.497,2	6.355,8	20.787,2	3.738,3
Bonos de titulación	1.136.966,1	538.064,8	341.827,8	54.601,2	40.160,2	44.392,1	68.590,5	23.565,2
Participaciones preferentes	28.781,3	26.256,0	97,7	18,5	22,8	16,6	12,9	5,8
Bonos matador	443,2	96,7	20,5	14,2	1,2	2,4	26,1	24,0
Deuda pública	-	156,1	244,1	72,9	49,1	115,2	60,7	23,5
Letras del Tesoro	-	11,6	30,7	7,5	13,5	13,4	8,4	8,2
Bonos y Obligaciones del Estado	-	144,4	213,4	65,4	35,6	101,8	52,3	15,2
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	3.119.755,1	1.400.757,6	1.118.963,7	204.278,0	159.334,8	157.221,6	174.511,7	58.869,2
Simple	428.838,0	290.633,0	396.341,0	99.239,3	109.693,9	78.416,1	64.054,0	28.414,4
Repo	108.771,9	69.063,3	29.800,4	6.114,3	7.144,5	4.671,4	3.205,6	1.914,5
Simultánea	2.582.145,2	1.041.061,3	692.822,2	98.924,4	42.496,4	74.134,2	107.252,1	28.540,3

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	454.385,7	275.939,0	262.527,8	55.628,8	72.571,7	49.901,5	51.803,8	26.801,0
Sociedades no financieras	77.452,1	45.351,7	30.843,4	6.253,9	6.572,7	8.496,7	6.768,9	39,4
Instituciones financieras	282.733,9	163.671,3	132.114,5	29.701,8	37.509,2	25.238,1	30.071,1	11.829,1
Entidades de crédito	207.555,6	97.674,3	87.475,6	22.000,3	22.436,1	20.653,8	23.260,4	9.325,7
IIC, seguros y fondos de pensiones	69.568,7	59.371,8	34.205,9	6.802,1	9.174,5	2.066,5	2.074,0	461,6
Otras entidades financieras	5.609,6	6.625,2	10.433,1	899,3	5.898,6	2.517,8	4.736,6	2.041,8
Administraciones Públicas	5.448,2	2.438,8	5.067,3	586,3	2.164,9	2.313,0	2.374,3	4.389,7
Hogares e ISFLSH ²	11.517,9	8.598,4	2.861,8	415,1	652,9	441,3	286,7	489,9
Resto del mundo	77.233,7	55.878,8	91.640,7	18.671,7	25.672,0	13.412,4	12.302,8	10.053,0

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.12

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
Total	7.522,0	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.522,0	779,3	0,0	0,0	0,0	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
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	7	2	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7	2	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: agosto de 2015.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.13

NÚMERO DE EMISORES	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	52	40	28	34	28	27	24	23
Emisores privados	39	27	17	21	17	16	13	12
Sociedades no financieras	3	2	0	1	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	36	25	17	20	17	16	13	12
Administraciones Públicas ²	13	13	11	13	11	11	11	11
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	220	197	165	183	165	148	133	124
Emisores privados	122	89	65	76	65	58	52	48
Sociedades no financieras	3	2	0	1	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	119	87	65	75	65	58	52	48
Administraciones Públicas ²	98	108	100	107	100	90	81	76
Comunidades autónomas	67	64	56	60	56	45	37	33
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	37.636,4	25.284,5	16.800,4	17.533,6	16.800,4	18.984,0	17.377,9	16.485,0
Emisores privados	13.625,4	8.317,5	3.401,2	3.760,5	3.401,2	5.959,1	5.810,7	5.200,5
Sociedades no financieras	194,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	13.430,6	8.315,5	3.401,2	3.760,4	3.401,2	5.959,1	5.810,7	5.200,5
Administraciones Públicas ²	24.010,9	16.967,0	13.399,2	13.773,2	13.399,2	13.024,9	11.567,2	11.284,5
Comunidades autónomas	22.145,0	15.716,3	12.227,2	12.496,3	12.227,2	11.826,8	10.491,6	10.231,3

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.14

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado electrónico	1.198,3	1.592,6	861,2	5,0	16,3	7,9	5,8	2,9
Corros	3.746,6	3.388,3	5.534,0	25,1	4.854,5	371,9	166,9	55,7
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.407,8	3.197,4	5.527,0	24,5	4.854,5	371,9	166,9	55,7
Bilbao	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	338,7	190,9	7,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	1.189,0	137,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	54.015,1	41.062,2	42.677,2	18.212,5	8.144,7	8.695,0	8.408,1	1.380,1

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

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

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	40.034,0	64.011,0	103.044,0	25.998,0	22.448,0	25.001,0	19.846,0	14.002,0
Simple	40.034,0	64.011,0	103.044,0	25.998,0	22.448,0	25.001,0	19.846,0	14.002,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo de 2015.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.16

Número de contratos	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Sobre deuda	45.240	13.667	4.690	1.356	1.643	3.161	3.035	253
Futuro sobre bono nocional ²	45.240	13.667	4.690	1.356	1.643	3.161	3.035	253
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	5.410.311	6.416.073	7.728.494	1.807.250	2.222.335	2.049.373	2.086.612	1.301.617
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.745.067	5.578.607	6.924.068	1.638.231	2.022.888	1.862.228	1.909.834	1.212.873
Futuro mini sobre Ibex 35	242.477	198.736	304.891	70.135	102.907	85.381	81.209	53.273
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	2.162	3.520	23.939	11.817	4.564	12.672	1.775	51
Opción call mini	225.704	308.084	302.255	59.376	55.979	59.843	41.718	23.128
Opción put mini	194.902	327.126	173.342	27.692	35.997	29.249	26.732	12.293
Sobre acciones ⁵	55.753.236	35.884.393	27.697.961	5.106.522	6.224.051	6.240.356	12.641.497	1.860.665
Futuros	21.220.876	14.927.659	12.740.105	2.302.945	2.353.599	3.659.690	2.616.035	448.100
Futuros sobre dividendos de acciones	25.000	66.650	236.151	46.001	124.960	57.328	75.637	45.020
Opción call	14.994.283	10.534.741	5.773.662	1.224.941	1.440.185	1.180.078	1.114.025	618.333
Opción put	19.513.077	10.355.343	8.948.043	1.532.635	2.305.308	1.343.260	1.401.764	749.212
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	161.376	167.827	172.883	28.097	50.083	40.474	55.580	11.496
Sobre índices ⁷	266.422	111.924	56.356	12.740	14.797	15.169	15.682	4.773

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

2 Nominal del contrato: 100.000 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 1.17

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	3.834,3	3.621,2	3.644,2	583,2	747,9	1.115,3	574,7	524,9
Sobre acciones	2.231,7	2.211,8	1.770,9	364,8	351,0	606,1	295,8	282,3
Sobre índices	1.273,5	1.122,6	1.697,3	183,6	352,4	428,5	242,9	227,9
Otros ³	329,1	286,8	176,0	34,9	44,5	80,7	36,1	14,6
Número de emisiones	7.073	8.347	8.574	1.919	1.914	2.834	1.611	1.272
Número de emisores	7	7	6	5	5	6	4	5
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

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 1.18

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	762,9	752,7	817,7	186,0	208,1	335,2	304,4	178,1
Sobre acciones nacionales	349,0	379,4	379,8	72,4	79,0	96,9	82,7	44,5
Sobre acciones extranjeras	87,6	86,3	51,2	9,5	9,9	22,6	18,7	10,0
Sobre índices	268,6	255,4	364,3	100,2	112,6	202,6	193,1	118,2
Otros ²	57,7	31,6	22,4	3,9	6,8	13,2	9,9	5,3
Número de emisiones ³	7.419	7.299	7.612	2.854	3.256	3.463	3.277	2.462
Número de emisores ³	10	8	8	7	7	7	7	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	16,8	1,0	1,7	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5
Número de emisiones ³	4	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores ³	2	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.935,7	2.736,0	9.849,5	2.476,1	2.781,9	3.159,8	3.263,8	2.685,8
Número de fondos	74	72	70	70	70	70	69	69
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	274,7	382,0	436,1	446,0	436,0	520,0	551,0	n. d.

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

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

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.19

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	78.566	88.605	38.964	15.030	3.103	0	0	0

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto de 2015.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	46	41	40	41	40	38	38	38
Sucursales	16	20	22	22	22	21	21	24
Representantes	6.264	6.269	6.096	6.298	6.096	6.116	6.268	6.353
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	41	41	38	40	38	37	37	38
Sucursales	12	11	21	16	21	19	19	19
Representantes	590	520	462	483	462	466	473	477
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	6	5	5	5	5	5	4	4
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	1	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	101	126	143	138	143	143	149	150
Sucursales	5	9	11	10	11	11	12	12
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	147	141	137	139	137	137	134	134

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	2.981	3.104	3.102	3.107	3.102	3.105	3.130	3.146
Empresas de servicios de inversión	2.526	2.650	2.641	2.645	2.641	2.643	2.671	2.687
Comunitarias	2.523	2.647	2.639	2.642	2.639	2.640	2.668	2.684
Con sucursal	37	38	39	36	39	40	40	40
En libre prestación de servicios	2.486	2.609	2.600	2.606	2.600	2.600	2.628	2.644
Extracomunitarias	3	3	2	3	2	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	2	3	2	3	3	3
Entidades de crédito ²	455	454	461	462	461	462	459	459
Comunitarias	445	444	452	453	452	453	450	450
Con sucursal	55	52	54	54	54	54	54	54
En libre prestación de servicios	390	392	398	399	398	399	396	396
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	6	7	6	6	6	6
En libre prestación de servicios	2	2	3	2	3	3	3	3

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
RENDA FIJA								
Total	10.508.139,1	10.492.026,8	9.264.859,8	2.462.930,4	2.239.416,0	1.720.211,4	1.711.077,5	1.405.666,4
Sociedades de valores	2.900.770,8	5.217.059,4	4.989.059,9	1.227.460,1	1.161.159,9	1.099.864,3	1.189.914,6	1.021.811,5
Mercados organizados nacionales	556.756,0	2.597.608,6	2.372.515,0	573.262,8	526.040,3	557.762,8	625.586,4	546.559,9
Otros mercados nacionales	1.943.730,6	2.310.403,7	2.388.868,8	584.995,5	592.597,9	500.531,5	504.753,7	437.936,6
Mercados extranjeros	400.284,2	309.047,1	227.676,1	69.201,8	42.521,7	41.570,0	59.574,5	37.315,0
Agencias de valores	7.607.368,3	5.274.967,4	4.275.799,9	1.235.470,3	1.078.256,1	620.347,1	521.162,9	383.854,9
Mercados organizados nacionales	2.521.310,9	69.066,6	89.472,6	23.638,3	21.585,0	13.397,9	4.233,9	3.241,3
Otros mercados nacionales	4.883.226,6	5.007.723,4	3.955.091,6	1.150.873,0	1.007.119,1	559.943,7	454.161,1	340.405,4
Mercados extranjeros	202.830,8	198.177,4	231.235,7	60.959,0	49.552,0	47.005,5	62.767,9	40.208,2
RENDA VARIABLE								
Total	736.602,3	692.872,0	940.623,2	225.722,2	215.751,6	287.804,5	280.029,2	261.073,4
Sociedades de valores	692.058,6	650.094,9	875.037,7	211.503,8	199.931,9	261.305,9	269.822,4	241.888,9
Mercados organizados nacionales	639.498,2	590.027,1	814.349,4	194.806,0	185.890,3	245.637,5	254.159,7	225.587,1
Otros mercados nacionales	1.806,3	2.585,4	2.828,5	755,8	627,9	802,2	1.022,7	898,3
Mercados extranjeros	50.754,1	57.482,4	57.859,8	15.942,0	13.413,7	14.866,2	14.640,0	15.403,5
Agencias de valores	44.543,7	42.777,1	65.585,5	14.218,4	15.819,7	26.498,6	10.206,8	19.184,5
Mercados organizados nacionales	14.532,5	14.677,2	16.726,7	4.125,2	3.942,7	4.430,9	4.028,0	3.753,5
Otros mercados nacionales	6.695,5	9.140,4	14.009,1	2.730,7	3.720,0	6.198,7	1.512,5	2.816,7
Mercados extranjeros	23.315,7	18.959,5	34.849,7	7.362,5	8.157,0	15.869,0	4.666,3	12.614,3

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1, 2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
Total	6.536.223,6	6.316.221,8	10.095.572,3	1.922.535,5	2.326.464,6	3.919.675,7	2.779.120,5	3.038.237,6
Sociedades de valores	5.777.847,8	6.110.753,4	9.918.555,0	1.872.909,0	2.288.382,5	3.877.282,8	2.757.477,2	2.998.514,6
Mercados organizados nacionales	1.819.388,6	2.410.367,9	4.625.999,8	758.339,0	1.330.314,4	1.746.550,0	1.485.199,0	1.549.034,6
Mercados organizados extranjeros	3.718.052,1	3.423.638,5	4.913.770,3	1.024.667,0	876.714,9	2.043.274,0	1.213.448,6	1.389.688,8
Mercados no organizados	240.407,1	276.747,0	378.784,9	89.903,0	81.353,2	87.458,8	58.829,6	59.791,2
Agencias de valores	758.375,8	205.468,4	177.017,3	49.626,5	38.082,1	42.392,9	21.643,3	39.723,0
Mercados organizados nacionales	5.371,0	4.668,8	6.881,8	2.234,6	2.494,2	1.081,6	1.268,2	1.285,3
Mercados organizados extranjeros	566.337,3	29.584,9	37.016,8	8.605,3	10.869,1	14.028,2	4.247,1	5.970,4
Mercados no organizados	186.667,5	171.214,7	133.118,7	38.786,6	24.718,8	27.283,1	16.128,0	32.467,3

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

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total	10.985	11.380	13.483	13.286	13.893	13.483	14.074	14.474
Sociedades de valores. Total	4.122	4.001	4.741	4.496	4.739	4.741	4.847	4.975
IIC ²	68	59	63	60	62	63	62	65
Otras ³	4.054	3.942	4.678	4.436	4.677	4.678	4.785	4.910
Agencias de valores. Total	3.680	3.699	4.484	4.697	4.935	4.484	4.950	5.354
IIC ²	51	57	63	62	64	63	63	66
Otras ³	3.629	3.642	4.421	4.635	4.871	4.421	4.887	5.288
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.183	3.680	4.258	4.093	4.219	4.258	4.277	4.145
IIC ²	5	12	5	12	13	5	5	1
Otras ³	3.178	3.668	4.253	4.081	4.206	4.253	4.272	4.144
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total	9.350.841	10.692.140	11.661.203	12.243.199	12.736.538	11.661.203	12.419.967	12.187.689
Sociedades de valores. Total	3.578.436	4.171.331	4.905.630	4.788.421	4.951.046	4.905.630	5.168.610	5.125.196
IIC ²	965.479	1.160.986	1.371.924	1.413.549	1.466.770	1.371.924	1.503.201	1.498.082
Otras ³	2.612.957	3.010.345	3.533.706	3.374.871	3.484.276	3.533.706	3.665.409	3.627.114
Agencias de valores. Total	1.927.219	2.284.773	1.935.646	2.632.958	2.743.601	1.935.646	2.196.350	2.168.348
IIC ²	417.981	610.839	846.244	778.850	820.023	846.244	1.060.456	1.061.598
Otras ³	1.509.238	1.673.934	1.089.403	1.854.107	1.923.579	1.089.403	1.135.894	1.106.750
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.845.186	4.236.036	4.819.927	4.821.820	5.041.891	4.819.927	5.055.007	4.894.145
IIC ²	107.691	195.735	118.847	206.687	211.117	118.847	125.495	17.339
Otras ³	3.737.495	4.040.301	4.701.080	4.615.133	4.830.774	4.701.080	4.929.512	4.876.806

1 Datos a final de periodo.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total	9.396	11.730	12.761	11.681	13.087	12.761	12.641	12.886
Sociedades de valores. Total ³	1.193	3.074	3.437	2.829	4.090	3.437	1.210	1.198
Clientes minoristas	1.184	3.041	3.409	2.796	4.039	3.409	1.178	1.173
Clientes profesionales	2	10	11	12	12	11	15	11
Agencias de valores. Total ³	6.484	6.919	7.511	7.138	7.266	7.511	9.634	9.832
Clientes minoristas	6.019	6.617	7.322	6.849	7.002	7.322	9.425	9.624
Clientes profesionales	445	279	169	266	242	169	179	177
Sociedades gestoras de cartera. Total ³	1.719	1.737	1.813	1.714	1.731	1.813	1.797	1.856
Clientes minoristas	1.712	1.732	1.805	1.706	1.723	1.805	1.793	1.855
Clientes profesionales	7	5	8	8	8	8	4	1

1 Datos a final de periodo

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	56.161	67.333	74.177	59.668	74.177	7.985	19.859	28.268
II. Comisiones netas	410.740	387.216	445.317	340.718	445.317	118.547	229.613	263.809
Comisiones percibidas	589.027	565.787	633.263	481.400	633.263	170.459	327.200	379.061
Tramitación y ejecución de órdenes	348.403	347.522	342.462	266.627	342.462	95.029	175.630	201.828
Colocación y aseguramiento de emisiones	6.869	4.824	21.414	18.953	21.414	239	6.594	9.769
Depósito y anotación de valores	19.775	17.987	22.347	15.896	22.347	5.934	12.211	14.283
Gestión de carteras	14.883	15.581	21.046	15.203	21.046	6.276	11.744	13.628
Diseño y asesoramiento	12.067	18.597	19.502	15.101	19.502	3.772	1.779	1.961
Búsqueda y colocación de paquetes	50	8.659	4.367	4.347	4.367	55	744	1.106
Operaciones de crédito al mercado	8	22	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	45.050	51.766	62.948	46.442	62.948	17.379	36.225	42.919
Otras	141.924	100.829	139.177	98.833	139.177	41.775	82.274	93.567
Comisiones satisfechas	178.287	178.571	187.946	140.682	187.946	51.912	97.587	115.252
III. Resultado de inversiones financieras	9.403	256.110	222.077	135.612	222.077	55.799	114.846	132.962
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-28.522	-138.467	-96.425	-29.544	-96.425	-23.775	-56.310	-69.931
V. Margen bruto	447.782	572.192	645.146	506.454	645.146	158.556	308.008	355.108
VI. Resultado de explotación	35.304	185.040	265.509	220.265	265.509	61.578	109.895	122.827
VII. Resultado de actividades continuadas	-12.057	140.805	192.467	175.824	192.467	50.560	93.159	104.729
VIII. Resultado neto del ejercicio	-12.057	140.805	192.467	175.824	192.467	50.560	93.159	104.729

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

2 Datos disponibles: julio de 2015.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	21.318	192.753	200.010	112.779	165.322	200.010	37.798	77.953
Activos monetarios y deuda pública	18.936	17.163	12.342	6.993	9.618	12.342	3.325	5.422
Otros valores de renta fija	16	55.096	31.631	17.253	24.840	31.631	9.454	14.995
Cartera interior	-14.813	42.328	23.038	9.786	16.820	23.038	3.936	6.725
Cartera exterior	14.829	12.768	8.593	7.467	8.020	8.593	5.518	8.270
Renta variable	356.595	17.869	800.035	534.591	635.288	800.035	160.100	143.100
Cartera interior	8.003	44.517	112.635	68.998	106.074	112.635	7.922	14.208
Cartera exterior	348.592	-26.648	687.400	465.593	529.214	687.400	152.178	128.892
Derivados	-308.833	207.347	-565.800	-502.994	-486.606	-565.800	-111.864	-34.258
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.871	1.378	345	298	336	345	-32	-96
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	1	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	5.383	3.405	1.205	-47	279	1.205	388	329
Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.034	-110.807	43.447	-39.367	-110.807	-27.423	-63.866
Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.565	14.384	6.441	9.822	14.384	3.648	7.555
Otras operaciones	-18.386	28.964	16.675	6.797	11.111	16.675	202	4.772
MARGEN DE INTERESES								
Total	56.160	67.333	74.177	25.055	59.670	74.177	7.986	19.860
Activos monetarios y deuda pública	4.055	4.356	2.123	1.265	1.811	2.123	399	725
Otros valores de renta fija	17.089	4.572	3.371	2.275	3.017	3.371	802	1.391
Cartera interior	15.180	3.149	2.147	1.593	2.024	2.147	518	807
Cartera exterior	1.909	1.423	1.224	682	993	1.224	284	584
Renta variable	35.220	40.163	63.460	18.630	50.485	63.460	6.458	16.619
Cartera interior	19.064	14.672	28.679	6.737	17.377	28.679	33	1.799
Cartera exterior	16.156	25.491	34.781	11.893	33.108	34.781	6.425	14.820
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.871	1.378	345	298	336	345	-32	-96
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	1	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	5.383	3.405	1.205	-47	279	1.205	388	329
Otras operaciones	-1.716	13.459	3.673	2.634	3.741	3.673	-29	892
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	9.404	256.109	222.077	36.828	135.611	222.077	55.797	114.846
Activos monetarios y deuda pública	14.881	12.807	10.219	5.728	7.807	10.219	2.926	4.697
Otros valores de renta fija	-17.073	50.524	28.260	14.978	21.823	28.260	8.652	13.604
Cartera interior	-29.993	39.179	20.891	8.193	14.796	20.891	3.418	5.918
Cartera exterior	12.920	11.345	7.369	6.785	7.027	7.369	5.234	7.686
Renta variable	321.375	-22.294	736.575	515.961	584.803	736.575	153.642	126.481
Cartera interior	-11.061	29.845	83.956	62.261	88.697	83.956	7.889	12.409
Cartera exterior	332.436	-52.139	652.619	453.700	496.106	652.619	145.753	114.072
Derivados	-308.833	207.347	-565.800	-502.994	-486.606	-565.800	-111.864	-34.258
Otras operaciones	-946	7.725	12.823	3.155	7.784	12.823	2.441	4.322
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-44.246	-130.689	-96.244	50.896	-29.959	-96.244	-25.985	-56.753
Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.034	-110.807	43.447	-39.367	-110.807	-27.423	-63.866
Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.565	14.384	6.441	9.822	14.384	3.648	7.555
Otras operaciones	-15.724	7.780	179	1.008	-414	179	-2.210	-442

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	1.912	1.799	1.119	844	1.119	175	448	497
II. Comisiones netas	93.246	110.422	120.634	90.974	120.634	31.049	57.929	67.778
Comisiones percibidas	108.198	130.738	147.137	109.352	147.137	35.222	68.206	79.811
Tramitación y ejecución de órdenes	38.112	40.196	41.745	33.728	41.745	9.993	17.922	20.612
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.128	4.715	8.129	6.366	8.129	1.183	1.891	2.268
Depósito y anotación de valores	576	505	567	474	567	113	226	274
Gestión de carteras	14.476	16.267	15.062	9.650	15.062	2.246	4.640	5.322
Diseño y asesoramiento	3.123	5.894	7.576	4.183	7.576	2.507	4.319	3.951
Búsqueda y colocación de paquetes	88	55	0	0	0	0	186	186
Operaciones de crédito al mercado	30	11	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	25.949	35.823	46.565	33.200	46.565	12.883	26.577	31.120
Otras	22.715	27.272	27.493	21.751	27.493	6.297	12.445	16.079
Comisiones satisfechas	14.952	20.316	26.503	18.378	26.503	4.173	10.277	12.033
III. Resultado de inversiones financieras	1.255	5	775	674	775	885	731	802
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.459	-1.633	1.102	-691	1.102	445	1.633	1.566
V. Margen bruto	94.954	110.593	123.626	91.801	123.626	32.554	60.741	70.641
VI. Resultado de explotación	4.598	18.422	24.366	19.689	24.366	9.096	15.871	18.025
VII. Resultado de actividades continuadas	3.583	14.321	19.922	18.281	19.922	8.381	15.058	17.389
VIII. Resultado neto del ejercicio	3.583	14.321	19.922	18.281	19.922	8.381	15.058	17.124

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

2 Datos disponibles: julio de 2015.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	733	667	574	443	574	134	226	260
II. Comisiones netas	7.879	9.362	11.104	7.182	11.104	2.519	4.944	5.802
Comisiones percibidas	17.887	18.603	15.411	9.553	15.411	3.766	7.594	8.713
Gestión de carteras	16.307	17.028	13.572	8.239	13.572	3.248	6.290	7.023
Diseño y asesoramiento	1.579	1.575	849	683	849	105	193	223
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	0	990	630	990	413	1.110	1.467
Comisiones satisfechas	10.008	9.241	4.307	2.371	4.307	1.247	2.650	2.911
III. Resultado de inversiones financieras	4	9	-6	38	-6	31	15	22
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1	-32	-237	-238	-237	35	-123	-118
V. Margen bruto	8.615	10.006	11.435	7.425	11.435	2.719	5.062	5.967
VI. Resultado de explotación	1.406	3.554	5.860	3.328	5.860	1.223	2.219	2.669
VII. Resultado de actividades continuadas	953	2.472	4.135	2.367	4.135	890	1.574	1.891
VIII. Resultado neto del ejercicio	953	2.472	4.135	2.367	4.135	890	1.574	1.891

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

2 Datos disponibles: julio de 2015.

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Ratio de capital total ³	-	-	40,33	40,80	40,87	40,33	39,75	42,64
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.085.783	1.033.669	1.061.974	1.097.539	1.096.551	1.061.974	1.088.868	1.146.047
% exceso ⁴	300,76	322,58	404,13	409,97	410,88	404,13	396,92	433,02
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	37	34	16	12	13	16	15	12
> 100-≤ 300 %	24	22	24	28	27	24	22	25
> 300-≤ 500 %	17	17	12	14	14	12	12	13
> 500 %	15	14	21	22	23	21	23	21
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	40,89	41,55	41,53	40,89	40,15	43,20
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.017.597	960.624	987.211	1.016.882	1.016.378	987.211	1.008.633	1.061.408
% exceso ⁴	329,03	367,43	411,10	419,42	419,16	411,10	401,89	440,01
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	7	9	5	4	3	5	5	4
> 100-≤ 300 %	17	11	14	14	15	14	12	11
> 300-≤ 500 %	12	13	6	6	7	6	7	9
> 500 %	10	8	14	16	16	14	14	14
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	24,34	24,45	24,61	24,34	24,58	26,65
Exceso de recursos propios (miles de euros)	53.531	62.199	42.132	48.343	46.951	42.132	44.473	50.698
% exceso ⁴	161,23	164,46	204,19	205,58	207,62	204,19	207,29	233,09
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	27	22	11	8	10	11	10	8
> 100-≤ 300 %	6	10	8	12	10	8	8	12
> 300-≤ 500 %	4	3	6	8	7	6	5	4
> 500 %	4	6	4	3	4	4	6	5
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Ratio de capital total ³	-	-	137,98	156,03	156,51	137,98	158,32	168,49
Exceso de recursos propios (miles de euros)	14.655	10.846	32.631	32.314	33.222	32.631	35.762	33.941
% exceso ⁴	79,01	51,21	1.624,71	1.850,39	1.856,33	1.624,71	1.879,04	2.005,97
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	3	3	0	0	0	0	0	0
> 100-≤ 300 %	1	1	2	2	2	2	2	2
> 300-≤ 500 %	1	1	0	0	0	0	0	0
> 500 %	1	0	3	3	3	3	3	2

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia y la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 4 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 los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Media (%) ²	3,19	16,49	22,83	23,82	23,54	22,83	18,99	18,02
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	31	13	11	13	13	11	12	12
0-≤ 15 %	33	37	30	29	31	30	22	23
> 15-≤ 45 %	24	22	23	26	27	23	28	26
> 45-≤ 75 %	3	9	11	9	7	11	7	6
> 75 %	2	6	8	8	8	8	11	12
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ²	2,97	16,39	23,04	23,73	23,87	23,04	17,84	17,03
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	14	5	4	2	3	4	6	7
0-≤ 15 %	18	15	18	16	18	18	14	13
> 15-≤ 45 %	11	16	11	16	13	11	12	13
> 45-≤ 75 %	2	4	5	4	4	5	3	1
> 75 %	1	1	2	2	3	2	3	4
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ²	6,25	19,34	22,18	29,45	23,06	22,18	37,62	34,48
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	15	8	7	11	10	7	6	5
0-≤ 15 %	11	18	11	10	11	11	7	8
> 15-≤ 45 %	13	5	8	8	11	8	13	11
> 45-≤ 75 %	1	5	6	5	3	6	3	5
> 75 %	1	5	6	6	5	6	8	8
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Media (%) ²	6,59	11,41	16,95	11,16	12,83	16,95	12,59	11,93
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	2	0	0	0	0	0	0	0
0-≤ 15 %	4	4	1	3	2	1	1	2
> 15-≤ 45 %	0	1	4	2	3	4	3	2
> 45-≤ 75 %	0	0	0	0	0	0	1	0
> 75 %	0	0	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2012	2013	2014	2014		2015	
				I	II	I	II
PATRIMONIOS ASESORADOS¹							
Total	14.776.498	17.630.081	21.391.510	15.442.297	17.630.081	14.456.415	21.391.510
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.292	3.975.400	4.991.653	5.488.399	5.719.292
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.476.305	3.947.782	4.465.564	4.828.459
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	7.990.593	8.690.646	4.502.452	10.843.759
INGRESOS POR COMISIONES²							
Total	26.177	33.272	47.767	14.701	33.272	21.513	47.767
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.188	14.676	33.066	21.071	47.188
Otros ingresos	112	206	579	25	206	442	579
PATRIMONIO NETO							
Total	13.402	21.498	26.538	15.119	21.498	22.915	26.538
Capital social	4.365	5.156	5.576	4.820	5.156	5.230	5.576
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	7.251	9.453	9.899	8.993
Resultado del ejercicio ²	4.239	6.890	11.969	3.048	6.890	7.787	11.969

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral hasta diciembre de 2014; a partir de 2015, periodicidad anual (Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	5.246	5.129	5.232	5.208	5.232	5.244	5.218	5.209
Fondos de inversión	2.205	2.043	1.949	1.973	1.949	1.923	1.857	1.821
Sociedades de inversión	2.981	3.035	3.228	3.182	3.228	3.266	3.308	3.335
IIC de IIC de inversión libre	24	22	18	20	18	18	15	15
IIC de inversión libre	36	29	37	33	37	37	38	38
Total IIC inmobiliarias	14	16	11	15	11	10	9	9
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	4	6	4	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	10	7	9	7	7	6	6
Total IIC extranjeras comercializadas en España	754	782	805	810	805	836	851	850
Fondos extranjeros comercializados en España	421	409	405	415	405	414	417	415
Sociedades extranjeras comercializadas en España	333	373	400	395	400	422	434	435
SGIIC	105	96	96	96	96	97	97	97
Depositarias IIC	84	77	70	75	70	68	67	67

1 Datos disponibles: agosto de 2015.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II ¹	III ²
Total IIC de carácter financiero	4.815.628	5.463.820	6.859.555	6.572.696	6.859.555	7.495.987	7.859.163	7.899.379
Fondos de inversión	4.410.763	5.050.556	6.409.344	6.134.324	6.409.345	7.039.404	7.395.550	7.433.439
Sociedades de inversión	404.865	413.264	450.211	438.372	450.211	456.583	463.613	465.940
Total IIC inmobiliarias	26.155	6.773	4.866	5.139	4.866	4.739	4.592	4.594
Fondos de inversión inmobiliaria	25.218	5.750	4.021	4.093	4.021	3.897	3.909	3.910
Sociedades de inversión inmobiliaria	937	1.023	845	1.046	845	842	683	684
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	819.485	1.067.708	1.317.674	1.233.232	1.317.674	1.328.282	1.413.140	-
Fondos extranjeros comercializados en España	163.805	204.067	230.104	219.098	230.104	260.013	267.824	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	655.680	863.641	1.087.570	1.014.134	1.087.570	1.068.269	1.145.316	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: julio de 2015. Estos datos son de remisión trimestral para las 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	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II ¹	III ²
Total IIC de carácter financiero	147.722,2	184.300,9	230.205,7	223.212,3	230.205,7	253.792,1	256.455,1	260.746,0
Fondos de inversión ³	124.040,4	156.680,1	198.718,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	225.683,8
Sociedades de inversión	23.681,8	27.620,8	31.486,9	31.012,7	31.486,9	34.681,6	34.397,1	35.062,2
Total IIC inmobiliarias	4.485,5	4.536,2	1.226,3	4.317,5	1.226,3	1.227,3	1.106,9	1.106,7
Fondos de inversión inmobiliaria	4.201,5	3.682,6	419,8	3.495,1	419,8	417,9	419,5	419,2
Sociedades de inversión inmobiliaria	284,1	853,7	806,5	822,4	806,5	809,4	687,3	687,5
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	38.075,3	54.727,2	78.904,3	72.631,0	78.904,3	95.322,6	100.881,0	-
Fondos extranjeros comercializados en España	6.271,5	8.523,2	11.166,0	10.344,7	11.166,0	13.187,9	13.917,0	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	31.803,8	46.204,0	67.738,3	62.286,3	67.738,3	82.134,7	86.965,0	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: julio de 2015. Estos datos son de remisión trimestral para las IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2015, del orden de 6.550 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
Patrimonio	124.040,4	156.680,1	198.718,8	182.735,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0
Cartera de inversiones financieras	118.446,5	149.343,3	187.693,9	174.368,0	181.660,6	187.693,9	203.840,3	204.654,1
Cartera interior	82.929,6	108.312,7	114.644,5	118.229,2	118.676,1	114.644,5	112.393,7	101.724,4
Valores representativos de deuda	65.999,1	79.480,4	79.694,4	84.391,7	83.033,8	79.694,4	75.800,1	64.583,0
Instrumentos de patrimonio	3.140,8	5.367,4	8.448,0	7.685,0	8.287,4	8.448,0	9.716,7	9.525,6
Instituciones de inversión colectiva	3.170,7	4.498,1	6.065,3	5.432,6	5.580,8	6.065,3	6.512,8	7.069,5
Depósitos en EECC	10.333,3	18.443,7	19.927,4	20.102,2	21.150,6	19.927,4	19.578,8	19.918,9
Derivados	285,7	523,0	495,4	602,4	609,3	495,4	773,5	617,4
Otros	0,0	0,0	14,0	15,2	14,1	14,0	11,7	10,0
Cartera exterior	35.512,7	41.029,5	73.048,3	56.138,0	62.983,2	73.048,3	91.445,0	102.928,1
Valores representativos de deuda	20.493,9	20.312,8	38.582,2	28.967,5	33.079,9	38.582,2	45.230,0	46.368,7
Instrumentos de patrimonio	7.668,6	11.034,2	13.042,9	13.379,4	13.201,6	13.042,9	16.424,7	17.038,7
Instituciones de inversión colectiva	7.112,3	9.286,0	20.863,9	13.266,4	16.032,9	20.863,9	28.679,6	38.557,6
Depósitos en EECC	45,8	45,6	243,3	37,9	238,8	243,3	177,1	158,7
Derivados	191,6	350,9	310,6	481,3	424,4	310,6	927,8	799,0
Otros	0,6	0,0	5,4	5,5	5,6	5,4	5,8	5,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,2	1,2	1,2	0,8	1,3	1,2	1,6	1,6
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	5.374,7	7.062,3	10.895,0	8.485,2	10.342,1	10.895,0	15.628,2	16.630,4
Neto deudores/acreedores	219,2	274,4	129,9	-117,3	196,8	129,9	-358,0	773,5

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	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
Patrimonio	23.681,8	27.620,8	31.486,9	30.210,3	31.012,7	31.486,9	34.681,6	34.397,1
Cartera de inversiones financieras	22.512,4	26.105,6	29.080,6	28.425,9	28.549,7	29.080,6	31.634,5	30.742,8
Cartera interior	11.568,0	12.118,9	11.063,7	12.086,1	11.564,0	11.063,7	11.262,7	10.244,7
Valores representativos de deuda	6.021,4	6.304,3	5.115,9	5.964,2	5.286,4	5.115,9	4.793,3	3.934,6
Instrumentos de patrimonio	2.271,7	3.005,5	3.324,4	3.372,5	3.457,5	3.324,4	3.606,8	3.461,4
Instituciones de inversión colectiva	701,0	1.134,9	1.433,0	1.462,4	1.486,0	1.433,0	1.645,1	1.623,3
Depósitos en EECC	2.531,9	1.645,4	1.169,3	1.256,8	1.306,6	1.169,3	1.189,9	1.199,2
Derivados	7,7	1,4	-10,8	-1,5	-3,3	-10,8	-7,2	-7,9
Otros	34,3	27,4	31,9	31,8	30,9	31,9	34,7	34,2
Cartera exterior	10.940,2	13.985,1	18.015,2	16.337,0	16.982,7	18.015,2	20.370,2	20.496,4
Valores representativos de deuda	2.489,2	2.613,7	3.897,1	3.352,8	3.568,2	3.897,1	4.481,9	4.421,7
Instrumentos de patrimonio	3.587,8	5.085,5	6.227,7	5.822,3	6.004,4	6.227,7	6.830,3	6.826,7
Instituciones de inversión colectiva	4.700,2	6.119,8	7.784,2	7.026,6	7.285,8	7.784,2	8.979,4	9.198,1
Depósitos en EECC	14,0	5,5	2,3	4,7	0,8	2,3	3,5	12,3
Derivados	147,1	152,5	94,4	122,4	115,7	94,4	67,0	29,8
Otros	1,8	8,1	9,5	8,2	7,8	9,5	8,1	7,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,3	1,5	1,7	2,7	2,9	1,7	1,5	1,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	959,7	1.302,0	2.197,7	1.605,4	2.153,9	2.197,7	2.836,5	3.435,2
Neto deudores/acreedores	209,6	213,1	208,5	178,9	309,0	208,5	210,5	219,0

1 Datos provisionales.

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.185	2.045	1.951	1.959	1.951	1.936	1.862	1.817
Renta fija ³	454	384	359	367	359	358	359	349
Renta fija mixta ⁴	125	122	123	117	123	122	126	125
Renta variable mixta ⁵	117	128	131	125	131	132	132	129
Renta variable euro	127	108	103	103	103	110	109	106
Renta variable internacional	211	193	191	186	191	193	196	195
Garantizado renta fija	398	374	280	303	280	261	226	217
Garantizado renta variable ⁶	361	308	273	275	273	263	225	217
Fondos globales	192	162	162	165	162	168	172	169
De gestión pasiva	85	169	227	222	227	233	221	213
Retorno absoluto	115	97	102	96	102	96	96	97
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	6.134.711	6.409.806	7.050.828	7.396.161	7.434.070
Renta fija ³	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.818.308	1.941.567	2.092.925	2.113.775	2.103.857
Renta fija mixta ⁴	188.574	240.676	603.099	506.220	603.099	813.223	1.047.453	1.077.635
Renta variable mixta ⁵	138.096	182.223	377.265	313.796	377.265	465.249	559.016	576.874
Renta variable euro	220.450	293.193	381.822	384.252	381.822	410.761	423.996	410.068
Renta variable internacional	398.664	457.606	705.055	651.495	705.055	843.867	955.135	981.231
Garantizado renta fija	1.075.852	1.002.458	669.448	744.545	669.448	610.911	498.140	477.922
Garantizado renta variable ⁶	727.880	608.051	557.030	577.616	557.030	508.952	438.262	424.094
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	195.290	223.670	305.397	371.784	386.088
De gestión pasiva	125.003	441.705	686.526	692.827	686.526	667.088	584.270	578.121
Retorno absoluto	173.297	188.057	264.324	250.362	264.324	332.455	404.330	418.180
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	225.683,8
Renta fija ³	40.664,6	55.058,9	70.330,9	66.841,2	70.330,9	72.059,6	67.600,0	67.078,0
Renta fija mixta ⁴	5.500,9	8.138,0	24.314,3	19.917,0	24.314,3	34.217,4	42.820,0	44.535,9
Renta variable mixta ⁵	3.179,9	6.312,4	13.570,4	11.668,9	13.570,4	17.038,9	20.056,7	21.141,7
Renta variable euro	5.270,2	8.632,8	8.401,5	8.693,6	8.401,5	9.621,1	9.377,7	9.611,9
Renta variable internacional	6.615,0	8.849,0	12.266,4	12.151,9	12.266,4	15.479,0	16.320,9	17.225,7
Garantizado renta fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	23.122,1	20.417,0	18.271,9	14.702,3	14.147,6
Garantizado renta variable ⁶	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.497,2	12.196,4	11.751,0	9.996,9	9.908,1
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	6.255,6	6.886,3	9.685,5	11.587,0	12.106,5
De gestión pasiva	2.991,2	16.515,9	23.837,5	24.971,5	23.837,5	22.688,0	19.608,4	19.493,0
Retorno absoluto	4.601,9	4.659,9	6.498,1	6.080,4	6.498,1	8.298,0	9.988,1	10.435,4

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

2 Datos disponibles: julio de 2015.

3 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo.

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

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	6.134.711	6.409.806	7.050.828	7.396.161	7.434.070
Personas físicas	4.293.071	4.906.380	6.235.148	5.964.341	6.235.148	6.865.393	7.206.805	7.245.858
Residentes	4.237.534	4.848.184	6.170.201	5.900.929	6.170.201	6.797.383	7.136.999	7.175.777
No residentes	55.537	58.196	64.947	63.412	64.947	68.010	69.806	70.081
Personas jurídicas	117.700	144.339	174.658	170.370	174.658	185.435	189.356	188.212
Entidades de crédito	473	521	493	608	493	525	615	611
Otros agentes residentes	116.589	143.083	173.351	168.950	173.351	184.104	187.916	186.787
Entidades no residentes	638	735	814	812	814	806	825	814
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	225.683,8
Personas físicas	101.963,8	125.957,2	159.423,5	153.655,2	159.423,5	176.300,1	179.160,5	182.609,9
Residentes	100.515,7	124.175,3	157.135,2	151.456,3	157.135,2	173.789,0	176.579,9	179.984,0
No residentes	1.448,0	1.781,9	2.288,3	2.198,9	2.288,3	2.511,1	2.580,6	2.625,9
Personas jurídicas	22.076,6	30.722,9	39.295,4	38.544,3	39.295,4	42.810,4	42.897,5	43.073,9
Entidades de crédito	1.075,4	547,6	459,8	528,3	459,8	528,7	524,2	591,7
Otros agentes residentes	20.657,1	29.743,3	38.245,2	37.486,3	38.245,2	41.577,4	41.739,8	41.807,4
Entidades no residentes	344,1	431,9	590,4	529,8	590,4	704,3	633,4	674,7

1 Datos disponibles: julio de 2015.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	51.006,7	91.115,7	136.161,2	32.927,4	31.564,2	36.813,3	48.382,7	47.749,4
Renta fija	32.924,2	50.154,7	65.698,5	15.222,9	15.127,6	19.129,1	19.411,7	17.262,1
Renta fija mixta	1.440,2	4.569,8	21.675,7	5.853,9	5.919,4	6.775,7	12.631,5	13.267,9
Renta variable mixta	590,0	3.021,8	8.991,2	1.973,9	2.856,4	2.545,1	4.174,2	4.940,3
Renta variable euro	1.257,5	4.082,8	6.702,0	1.665,8	1.536,4	1.578,5	1.653,5	2.125,5
Renta variable internacional	1.693,8	3.697,4	5.843,2	1.323,2	1.325,8	1.768,3	3.177,2	3.274,7
Garantizado renta fija	7.976,3	5.964,0	847,8	125,2	141,2	294,2	207,8	41,7
Garantizado renta variable	1.420,7	1.937,5	3.684,6	966,6	697,3	879,5	174,8	281,9
Fondos globales	1.270,9	2.175,2	3.752,9	836,4	939,5	1.210,5	3.355,6	3.008,5
De gestión pasiva	1.402,2	13.627,5	15.081,3	4.087,3	2.083,0	1.516,9	1.118,2	530,3
Retorno absoluto	1.031,0	1.885,0	3.884,4	872,3	937,7	1.115,7	2.478,2	3.016,5
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	63.744,4	66.982,7	100.188,5	22.161,4	22.735,9	30.504,8	34.975,3	40.183,3
Renta fija	38.767,8	36.371,6	52.205,8	12.265,9	11.449,0	15.905,3	18.334,6	21.188,9
Renta fija mixta	2.215,4	2.510,5	5.963,7	952,2	1.815,7	2.392,6	3.630,1	3.932,0
Renta variable mixta	973,1	1.139,9	2.423,5	534,8	506,7	975,0	1.507,4	1.392,1
Renta variable euro	1.421,2	2.352,5	4.517,1	882,9	1.075,8	1.592,1	1.750,8	1.893,6
Renta variable internacional	2.114,4	2.797,2	5.311,4	946,7	1.471,4	1.890,2	1.736,9	2.005,2
Garantizado renta fija	8.829,3	10.433,2	11.301,4	2.787,9	1.848,7	2.614,2	2.035,2	2.971,4
Garantizado renta variable	4.944,2	4.007,7	4.594,1	1.010,0	1.263,3	1.155,9	1.096,4	1.708,4
Fondos globales	1.278,4	1.327,8	1.570,6	301,9	362,9	553,0	1.002,8	863,3
De gestión pasiva	830,1	4.089,3	10.110,4	2.002,4	2.426,8	2.644,4	3.040,3	3.046,3
Retorno absoluto	2.370,4	1.952,8	2.190,5	476,7	515,5	782,3	840,8	1.182,1

1 Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-14.597,3	24.086,2	35.794,5	10.766,6	8.666,6	6.279,3	12.863,8	7.536,9
Renta fija	-7.739,7	13.405,0	13.821,0	2.955,3	3.746,7	3.287,8	1.021,4	-3.551,5
Renta fija mixta	-18,8	2.369,7	15.689,2	4.897,1	4.123,4	4.349,2	9.002,9	9.509,7
Renta variable mixta	35,8	2.673,3	6.842,3	1.441,5	2.350,5	1.834,0	2.666,8	3.533,3
Renta variable euro	-115,4	1.733,5	-338,3	607,3	288,8	-14,2	-96,1	229,2
Renta variable internacional	-425,3	865,9	2.715,6	389,7	-148,1	-131,7	1.440,3	1.317,1
Garantizado renta fija	-338,8	-6.717,5	-11.761,5	-2.796,8	-1.889,9	-2.675,0	-2.243,4	-3.467,1
Garantizado renta variable	-4.225,9	-2.689,1	-651,7	-72,9	-491,0	-236,9	-936,0	-1.462,9
Fondos globales	-1.021,0	-176,7	2.110,3	554,9	563,3	591,4	2.308,8	2.111,3
De gestión pasiva	823,8	12.675,2	5.632,0	2.423,8	-299,1	-1.129,4	-1.932,5	-2.516,0
Retorno absoluto	-1.571,9	-53,2	1.735,6	366,7	422,0	404,1	1.631,6	1.833,8
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.289,3	8.566,5	6.260,3	2.456,0	806,6	240,0	7.535,3	-4.589,2
Renta fija	1.459,6	990,0	1.451,7	403,8	354,0	201,9	707,5	-908,0
Renta fija mixta	266,1	267,6	487,2	168,9	127,6	48,1	900,2	-906,9
Renta variable mixta	238,2	459,3	415,5	152,8	75,4	67,5	801,8	-515,6
Renta variable euro	558,8	1.629,1	107,0	241,4	-196,9	-277,9	1.315,7	-472,6
Renta variable internacional	759,1	1.368,1	701,7	343,4	-126,8	246,1	1.772,2	-475,2
Garantizado renta fija	1.727,4	1.754,3	697,3	187,4	92,0	-30,2	98,3	-102,5
Garantizado renta variable	624,5	779,8	344,5	203,3	47,6	-63,9	490,6	-291,2
Fondos globales	274,9	346,2	248,0	87,5	42,0	39,4	490,5	-209,7
De gestión pasiva	196,8	861,0	1.704,8	627,8	381,3	-4,6	790,1	-563,7
Retorno absoluto	184,1	111,1	102,7	39,8	10,4	13,6	168,3	-143,8

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,03	7,37	4,84	1,68	0,71	0,39	3,94	-1,81
Renta fija	4,33	2,96	3,20	0,86	0,76	0,49	1,19	-1,11
Renta fija mixta	6,05	5,20	5,16	1,63	1,06	0,53	3,49	-1,98
Renta variable mixta	9,20	11,84	6,46	2,24	1,09	0,90	5,78	-2,41
Renta variable euro	12,84	28,36	4,00	3,54	-1,82	-2,86	15,38	-4,44
Renta variable internacional	13,51	21,47	8,38	3,46	-0,52	2,59	13,47	-2,46
Garantizado renta fija	5,30	5,80	3,52	0,95	0,63	0,09	0,75	-0,43
Garantizado renta variable	5,26	7,34	4,08	1,94	0,71	-0,22	4,47	-2,54
Fondos globales	7,80	9,86	6,07	1,99	1,01	0,93	6,57	-1,68
De gestión pasiva	7,99	9,84	8,80	2,87	1,73	0,16	3,61	-2,52
Retorno absoluto	4,93	3,61	3,11	1,02	0,49	0,50	2,66	-1,33
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,94	0,98	0,98	0,24	0,25	0,25	0,26	0,24
Renta fija	0,66	0,68	0,70	0,17	0,18	0,18	0,17	0,16
Renta fija mixta	1,10	1,13	1,19	0,30	0,30	0,29	0,30	0,28
Renta variable mixta	1,51	1,51	1,42	0,36	0,35	0,35	0,41	0,33
Renta variable euro	1,77	1,85	1,80	0,44	0,44	0,43	0,51	0,42
Renta variable internacional	1,74	1,83	1,78	0,44	0,45	0,45	0,50	0,40
Garantizado renta fija	0,79	0,86	0,88	0,22	0,22	0,22	0,21	0,21
Garantizado renta variable	1,23	1,25	1,20	0,30	0,30	0,29	0,27	0,27
Fondos globales	1,01	1,32	1,20	0,30	0,29	0,29	0,39	0,23
De gestión pasiva	0,81	0,72	0,64	0,16	0,16	0,16	0,17	0,16
Retorno absoluto	1,03	1,13	1,07	0,27	0,26	0,27	0,29	0,23
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,09	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,08	0,07	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 %	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	5,50	6,50	3,67	1,41	0,43	0,08	3,85	-1,98
Renta fija	3,54	2,28	2,41	0,67	0,55	0,28	0,99	-1,24
Renta fija mixta	4,95	4,16	3,67	1,34	0,71	0,01	3,27	-2,14
Renta variable mixta	7,83	10,85	4,70	1,89	0,77	0,28	5,56	-2,53
Renta variable euro	12,31	28,06	2,09	3,04	-2,35	-3,38	15,94	-4,81
Renta variable internacional	13,05	20,30	6,61	2,92	-0,91	2,27	14,27	-2,75
Garantizado renta fija	4,85	4,96	2,54	0,71	0,39	-0,14	0,51	-0,65
Garantizado renta variable	5,07	6,15	2,64	1,59	0,38	-0,60	4,27	-2,76
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	1,69	0,68	0,54	6,64	-1,82
De gestión pasiva	7,10	8,88	7,74	2,64	1,49	-0,02	3,53	-2,68
Retorno absoluto	3,84	2,46	1,98	0,75	0,18	0,22	2,50	-1,47

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	2.427	2.415	2.819	2.631	2.627	2.819	3.024	3.118
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.369,5	1.261,5	1.353,0	1.369,5	1.585,2	1.681,1
Suscripciones (millones de euros)	347,6	401,7	574,6	125,1	196,4	118,6	144,5	141,3
Reembolsos (millones de euros)	212,7	414,3	293,8	58,5	89,6	101,6	61,9	42,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	134,8	-12,6	280,8	66,6	106,8	17,0	82,6	99,2
Rendimientos netos (millones de euros)	55,7	130,0	52,0	22,5	-15,3	-0,5	133,1	5,3
Rentabilidad (%)	7,17	16,48	5,30	1,97	-0,98	0,07	9,71	-0,23
Rendimientos de gestión (%) ²	8,00	17,22	7,39	2,53	-0,83	0,57	10,14	0,10
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,38	2,87	2,21	0,50	0,35	0,40	1,20	0,27
Gastos de financiación (%) ²	0,04	0,04	0,32	0,01	0,13	0,17	0,17	0,08
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.338	3.022	2.734	2.972	2.737	2.734	2.735	2.732
Patrimonio (millones de euros)	540,0	350,3	345,4	354,0	367,5	345,4	367,0	359,0
Suscripciones (millones de euros)	23,6	4,9	7,1	1,5	4,0	0,1	0,8	-
Reembolsos (millones de euros)	74,3	215,2	40,8	4,5	5,9	28,4	12,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-50,8	-210,3	-33,7	-3,0	-1,9	-28,3	-11,2	-
Rendimientos netos (millones de euros)	17,6	20,6	28,9	4,9	15,5	6,2	32,8	-
Rentabilidad (%)	0,88	4,39	8,48	1,42	4,42	1,76	9,63	-1,23
Rendimientos de gestión (%) ³	4,56	5,78	9,72	1,73	4,66	2,03	9,5	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,28	1,28	1,07	0,28	0,27	0,25	0,28	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: mayo de 2015. 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 gestionado¹

CUADRO 3.13

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
N.º DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	2.205	2.043	1.949	1.973	1.949	1.923	1.857	1.822
Sociedades de inversión	2.922	2.975	3.164	3.119	3.164	3.268	3.245	3.279
IIC de IIC de inversión libre	24	22	18	20	18	18	15	15
IIC de inversión libre	35	29	35	31	35	35	36	36
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	4	6	4	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	10	7	9	7	7	6	6
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	192.199,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	225.683,8
Sociedades de inversión	23.011,0	26.830,1	30.613,8	30.149,9	30.613,8	33.702,3	33.432,2	34.169,0
IIC de IIC de inversión libre ⁴	539,9	350,3	345,4	367,6	345,4	367,4	359,0	-
IIC de inversión libre ⁴	881,4	1.036,6	1.328,0	1.312,0	1.328,0	1.459,1	1.618,6	-
Fondos de inversión inmobiliaria	4.201,5	3.682,6	419,8	3.495,1	419,8	417,9	419,5	419,2
Sociedades de inversión inmobiliaria	284,1	853,7	806,5	822,4	806,5	809,4	687,3	687,5

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

2 Datos disponibles: julio de 2015.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el primer trimestre de 2015: mayo de 2015.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2012	2013	2014	2014			2015	
				II	III	IV	I	II ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	38.075,3	54.727,2	78.904,3	68.004,5	72.631,0	78.904,3	95.322,6	100.881,2
Fondos	6.271,5	8.523,2	11.166,0	9.613,9	10.344,7	11.166,0	13.187,9	13.916,7
Sociedades	31.803,8	46.204,0	67.738,3	58.390,6	62.286,3	67.738,3	82.134,7	86.964,5
N.º DE INVERSORES								
Total	819.485	1.067.708	1.317.674	1.263.915	1.233.232	1.317.674	1.328.282	1.413.140
Fondos	163.805	204.067	230.104	228.201	219.098	230.104	260.013	267.824
Sociedades	655.680	863.641	1.087.570	1.035.714	1.014.134	1.087.570	1.068.269	1.145.316
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	754	782	805	802	810	805	836	851
Fondos	421	409	405	416	415	405	414	417
Sociedades	333	373	400	386	395	400	422	434
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	310	321	333	326	332	333	338	344
Francia	272	272	264	276	274	264	278	282
Irlanda	90	103	117	109	113	117	127	134
Alemania	31	32	33	33	33	33	32	32
Reino Unido	22	22	26	26	26	26	29	27
Holanda	1	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	24	25	24	24	25	25	25
Bélgica	3	4	4	4	4	4	4	4
Malta	1	1	0	1	1	0	0	0
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1

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

2 Datos provisionales.

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2012	2013	2014	2014		2015		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	6	6	3	6	3	3	3	3
Participes	25.218	5.750	4.021	4.093	4.021	3.897	3.909	3.910
Patrimonio (millones de euros)	4.201,5	3.682,6	419,8	3.495,1	419,8	417,9	419,5	419,2
Rentabilidad (%)	-5,53	-11,28	-5,87	-0,87	-1,23	-0,26	0,39	-0,09
SOCIEDADES								
Número	8	10	7	9	7	7	6	6
Accionistas	937	1.023	845	1.046	845	842	683	684
Patrimonio (millones de euros)	284,1	853,7	806,5	822,4	806,5	809,4	687,3	687,5

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

2 Datos disponibles: julio de 2015. En este caso, la rentabilidad es mensual.

