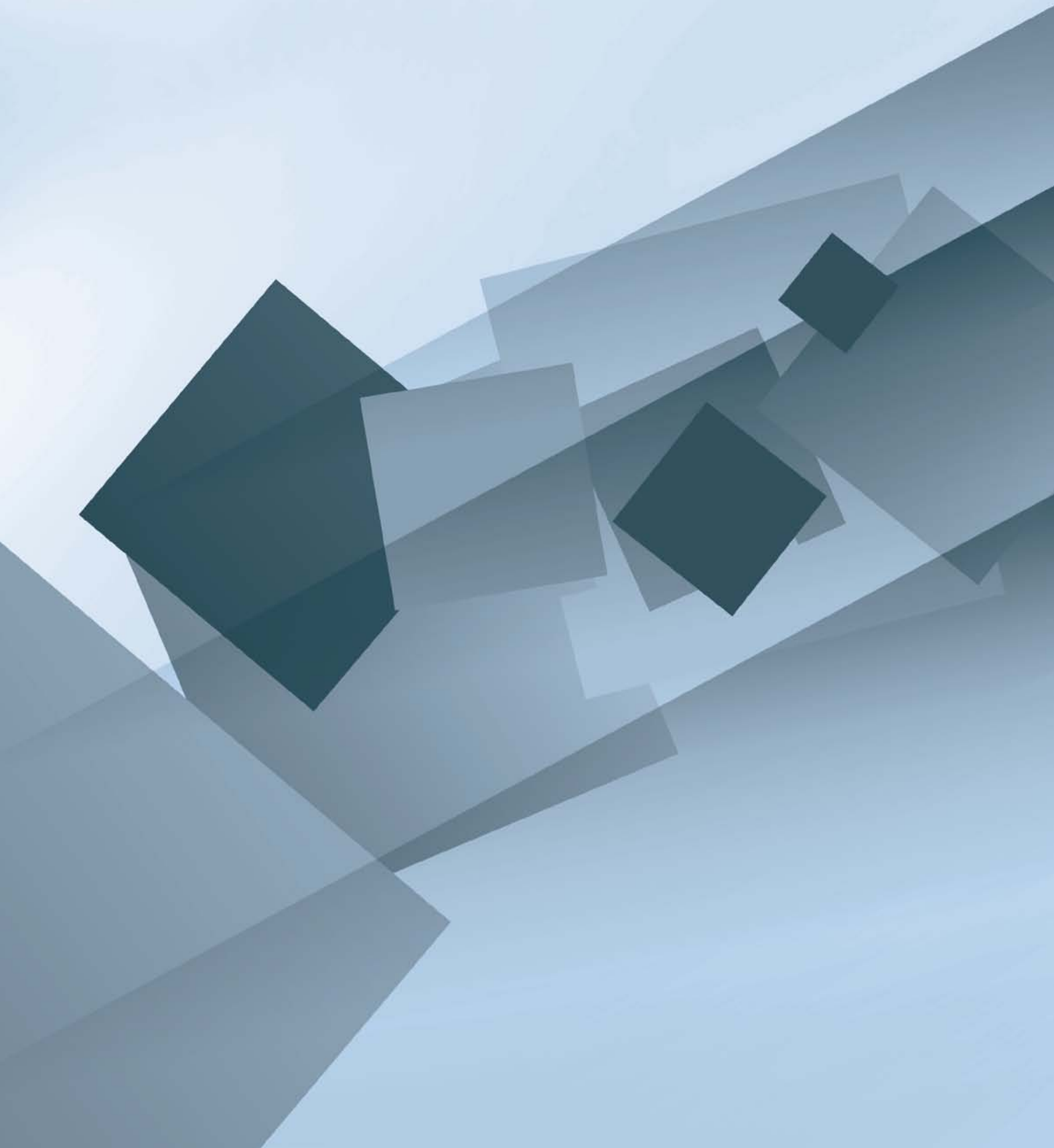




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2014



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre IV
2014**

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	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	49
	Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2014	51
	Laura Romero y José María Fernández	
	El poder de mercado de las gestoras de fondos de inversión en el mercado minorista español	77
	Ramiro Losada López	
	MiFID II: Cambios e implicaciones sobre los mercados de valores	95
	Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar	
	Novedades de la MiFID II en la protección del inversor	115
	Elena Bravo San Juan	
III	Anexo legislativo	135
IV	Anexo estadístico	147

Siglas y acrónimos

AAPP	Administraciones Públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades Autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CDS	Credit Default Swap
CE	Comisión Europea
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 Informe de coyuntura de mercados (*)

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

Índice

1	Panorámica general	13
2	Entorno financiero exterior	15
2.1	Tipos de interés a corto plazo	15
2.2	Tipos de cambio	18
2.3	Tipos de interés a largo plazo	19
2.4	Las bolsas internacionales	25
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	32
3.1	Mercados de renta fija	32
3.2	Mercados de renta variable	39

1 Panorámica general

La evolución de los mercados financieros internacionales durante los últimos meses del año ha estado marcada por diferentes factores de incertidumbre que han originado incrementos en la volatilidad de los precios de muchos activos y en las primas de riesgo de algunos instrumentos de deuda. Entre estos factores destacan las dudas sobre el crecimiento de algunas economías, las turbulencias en los mercados financieros de Rusia, la incertidumbre política en Grecia, el fuerte descenso del precio del petróleo y, sobre todo, la decepción de los inversores por la falta de ambición de los programas de compras de activos adoptados por el BCE. En el ámbito de la política monetaria se constata la consolidación de las opciones elegidas por los principales bancos centrales. Así, la Reserva Federal, cuyo programa de compras mensuales de activos terminó a finales de 2014, está valorando cuál será el momento en el que comiencen a subir los tipos de interés (posiblemente en la segunda mitad de 2015), en un contexto de mayor dinamismo de la actividad económica y del empleo. En cambio, otros bancos centrales, como el BCE o el Banco de Japón, están manteniendo o ampliando el tono expansivo de sus políticas monetarias, ya que operan en entornos de crecimiento e inflación muy reducidos.

En un contexto aún dominado por la abundancia de liquidez, las rentabilidades de los bonos de deuda soberana a largo plazo descendieron, con ciertos altibajos, durante el ejercicio, con más intensidad en la zona del euro. De hecho, en varias economías europeas, estas rentabilidades se situaban a mediados de diciembre en niveles similares o inferiores al 1 %, mientras que en EE. UU. y en el Reino Unido permanecían algo por encima del 2 %. También se produjo un cambio en la tendencia de las primas de riesgo de los bonos de deuda corporativa de peor calidad crediticia (*high yield*), que se incrementaron en la segunda mitad de año tanto en EE. UU. como en Europa. En los mercados de renta variable, se observa una gran diferencia entre los índices de las bolsas estadounidenses y japonesas, que presentaron revalorizaciones a lo largo de todo el año, y los de las bolsas europeas, que acabaron con pérdidas elevadas, tras las turbulencias de las últimas semanas.

En España, los mercados financieros han reflejado una mejoría a consecuencia de la percepción de la situación macroeconómica nacional, pero no se han mantenido ajenos a las turbulencias de los últimos meses. Así, el Ibex 35, que se había revalorizado un 10,2 % en el primer semestre del año, perdió toda la ganancia en el segundo, dejando la variación acumulada en 2014 en el -0,1 % (por encima del resto de referencias europeas). En los mercados de deuda, el descenso de las rentabilidades hasta niveles mínimos históricos ha sido la pauta general en la mayoría de los activos, aunque en las últimas semanas del año esta tendencia parecía estar agotándose. Así, la rentabilidad del bono de deuda soberana a diez años caía por primera vez en su historia por debajo del 2 % a finales de 2014, y la prima de riesgo cedía hasta los 116 p.b. (220 p.b. en 2013). Finalmente, cabe destacar el retroceso de las emisiones de deuda registradas en la CNMV: un 29 %, hasta los 98.582 millones de euros.

	I 14	II 14	III 14	IV 14 ¹
Tipos de interés a corto plazo (%)²				
Tipo de interés oficial	0,25	0,15	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,31	0,24	0,10	0,08
Euríbor 12 meses	0,58	0,51	0,36	0,33
Tipos de cambio³				
Dólar / euro	1,38	1,37	1,26	1,24
Yen / euro	142,4	138,4	138,1	147,7
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo⁴				
Alemania				
3 años	0,18	0,09	-0,03	-0,02
5 años	0,64	0,40	0,15	0,11
10 años	1,59	1,35	0,97	0,71
EE. UU.				
3 años	0,79	0,89	1,03	0,99
5 años	1,62	1,67	1,76	1,60
10 años	2,72	2,59	2,52	2,22
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)⁴				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	365	350	430	498
BBB	120	104	113	137
AAA	31	17	4	13
EE. UU.				
<i>High yield</i>	343	317	377	471
BBB	103	93	106	154
AAA	59	52	53	58
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%)⁵				
Eurostoxx 50	1,7	2,1	-0,1	-7,5
Dow Jones	-0,7	2,2	1,3	0,8
Nikkei	-9,0	2,3	6,7	5,7
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	18,2	23,7	59,1	-39,6
Bovespa (Brasil)	-2,1	5,5	1,8	-13,1
Shangai Comp. (China)	-3,9	0,7	15,4	24,9
BSE (India)	6,0	15,4	3,5	3,2
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	4,3	5,6	-0,9	-8,5
PER del Ibex 35 ⁶	14,9	16,3	15,3	15,1
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁷	20,1	17,7	17,4	22,0
Contratación en el SIBE ⁸	2.988	3.597	2.946	4.311

Fuente: CNMV, Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

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

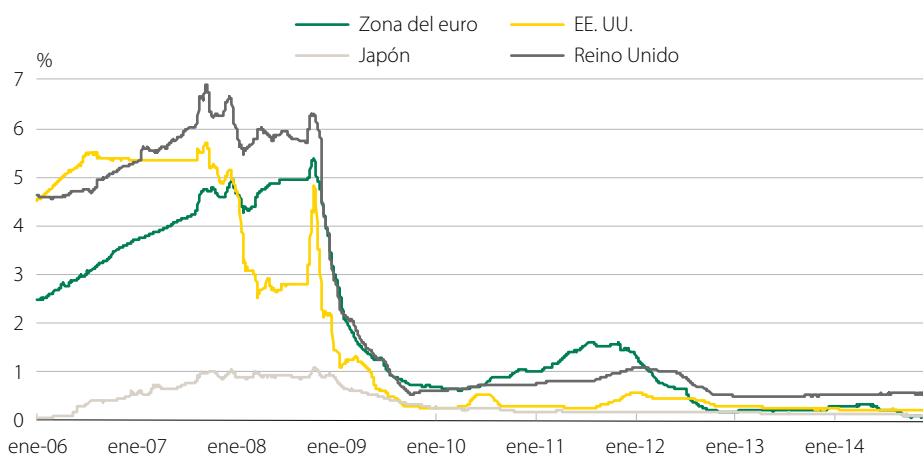
2 Entorno financiero exterior

2.1 Tipos de interés a corto plazo

La evolución de los tipos de interés a corto plazo en las economías avanzadas más importantes sigue determinada por el tono marcadamente expansivo de las políticas monetarias de los bancos centrales. Estas políticas han empezado a mostrar algunas divergencias, sobre todo en la vertiente de las medidas no convencionales, como consecuencia de las diferencias en la evolución de la inflación y de la actividad económica de estas áreas. Sin embargo, ello no ha impedido que los tipos de interés oficiales continúen en mínimos históricos, manteniéndose una situación de elevada liquidez en los mercados financieros. Como se desprende del gráfico 1, los tipos de interés a tres meses en la zona del euro, EE. UU., el Reino Unido y Japón no han experimentado cambios relevantes durante el año y se han mantenido en mínimos históricos durante el último trimestre. Los niveles más reducidos se observaban en la zona del euro (0,08 %) y en Japón (0,11 %). En EE. UU. y en el Reino Unido estos tipos eran algo superiores (0,24 % y 0,56 % respectivamente).

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



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

En cuanto a las diferencias en las decisiones de política monetaria, se encuentran por un lado aquellas economías, como la zona del euro o Japón, donde la actividad económica aún es débil o se percibe un incremento del riesgo de deflación y, por otro, aquellas como EE. UU. y el Reino Unido, que disfrutaban de un escenario de crecimiento e inflación más benigno. En el caso de la zona del euro, el BCE redujo los tipos de interés oficiales hasta el 0,05 % en septiembre, lo que supone un mínimo histórico, y adoptó un conjunto de medidas no convencionales; entre ellas, nuevos programas de compras de activos privados (cédulas y determinadas titulizaciones) y de financiación a largo plazo¹. Las declaraciones efectuadas desde la entidad, que han marcado

1 Operaciones TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*), mediante las cuales los bancos pueden obtener financiación en función del volumen de crédito (no hipotecario) que concedan.

el movimiento en los mercados financieros en varias ocasiones durante el último trimestre del ejercicio, dan muestra de su preocupación por el riesgo de deflación en la zona y su predisposición a adoptar nuevas medidas si fuera necesario. Aunque una parte significativa de los inversores espera una pronta adopción de nuevas medidas, que podrían incluir compras de deuda soberana, parece que la entidad es más partidaria de esperar y comprobar los efectos de sus últimas decisiones. Hasta la fecha de cierre de este informe, el importe de las compras de cédulas y titulizaciones efectuadas por el BCE bajo los nuevos programas ascendía a 25.544 millones de euros².

En Japón y en China los bancos centrales también están manteniendo medidas de política monetaria expansiva. El Banco de Japón, que inició un programa de expansión monetaria en la primavera de 2013, decidió intensificarlo a finales de octubre con el acuerdo de ampliar la base monetaria a un ritmo anual de ochenta billones de yenes frente al anterior objetivo, que se situaba entre sesenta y setenta billones. En China, la autoridad monetaria redujo a finales de noviembre la tasa de los préstamos a un año del 6 % al 5,6 %, con el fin de impulsar la actividad económica. Es la primera rebaja desde julio de 2012.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 2

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
Zona del euro								
Oficial ²	1,00	0,75	0,25	0,05	0,25	0,15	0,05	0,05
3 meses	1,43	0,19	0,28	0,08	0,31	0,24	0,10	0,08
6 meses	1,67	0,32	0,37	0,18	0,41	0,33	0,20	0,18
12 meses	2,00	0,55	0,54	0,33	0,58	0,51	0,36	0,33
EE. UU.								
Oficial ³	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3 meses	0,56	0,31	0,24	0,24	0,23	0,23	0,23	0,24
6 meses	0,78	0,51	0,35	0,33	0,33	0,32	0,33	0,33
12 meses	1,10	0,85	0,58	0,59	0,56	0,54	0,58	0,59
Reino Unido								
Oficial	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	1,06	0,52	0,52	0,56	0,52	0,54	0,56	0,56
6 meses	1,35	0,67	0,61	0,68	0,62	0,67	0,71	0,68
12 meses	1,85	1,02	0,89	0,98	0,90	1,00	1,05	0,98
Japón								
Oficial ⁴	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3 meses	0,20	0,18	0,15	0,11	0,14	0,13	0,12	0,11
6 meses	0,34	0,29	0,21	0,15	0,19	0,18	0,17	0,15
12 meses	0,55	0,50	0,37	0,27	0,35	0,33	0,32	0,27

Fuente: Thomson Datastream. Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.
2. Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.
3. Tipo de los fondos federales.
4. Tipo de la política monetaria.

2 Según las estimaciones del mercado, el préstamo adjudicado a TLTRO en las dos subastas correspondientes a operaciones habría superado los doscientos mil millones de euros. En la fecha de cierre del informe, el BCE solo había confirmado el importe de la primera subasta: 82,6 mil millones de euros.

En EE. UU., la Reserva Federal, que había empezado a reducir el volumen de compras mensuales de deuda en los mercados desde el mes de enero, dio por finalizado este programa en la reunión del FOMC (Federal Open Market Committee) de finales de octubre. De este modo, la institución estadounidense inicia una etapa en la que calibrar en qué momento debe incrementar los tipos de interés oficiales se convierte en su misión más relevante. La institución ha indicado que los tipos de interés, que llevan en el rango 0-0,25 % desde diciembre de 2008, seguirán así durante un largo periodo, pero no descarta incrementarlos antes de lo previsto en función de la información que reciba sobre la evolución del empleo y la inflación.

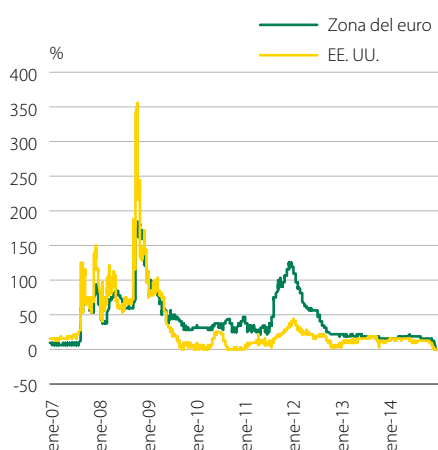
Como se observa en el cuadro 2, en el conjunto del año los tipos de interés a corto plazo de EE. UU. y el Reino Unido no han mostrado variaciones sustanciales, mientras que en la zona del euro y en Japón han descendido ligeramente, en línea con la moderación de la inflación de estas economías. En el plazo de doce meses, los tipos de interés se situaban a mediados de diciembre en el 0,27 % en Japón, el 0,33 % en la zona del euro, el 0,59 % en EE. UU. y el 0,98 % en el Reino Unido.

Los diferenciales de tipos de interés a tres meses entre las operaciones depo y repo en el mercado interbancario continuaron en niveles muy reducidos durante el último trimestre del año tanto en EE. UU. como en la zona del euro. La ausencia de tensiones en los mercados interbancarios en Europa también se observa en el descenso de la dependencia de los bancos de la financiación del BCE (véase panel derecho del gráfico 2), avalado en parte por el resultado de los test de estrés realizados al sector y publicados a finales de año.

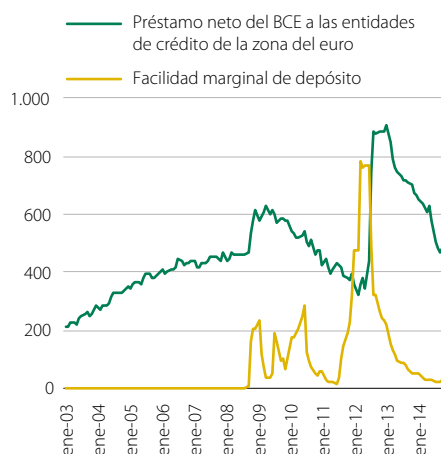
Spreads del mercado interbancario y financiación del Eurosistema

GRÁFICO 2

Spread tipo depo-repo (3 meses), p.b.



Préstamos y depósitos en el Eurosistema (miles de millones de euros)



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

En cuanto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses no prevén variaciones en la zona del euro durante el próximo año, mientras que en EE. UU., como se apuntó anteriormente, se esperan incrementos de entre 25 p.b. y 50 p.b. durante el segundo semestre de 2015.

Tipos de interés *forward* (FRA) a tres meses (%)

CUADRO 3

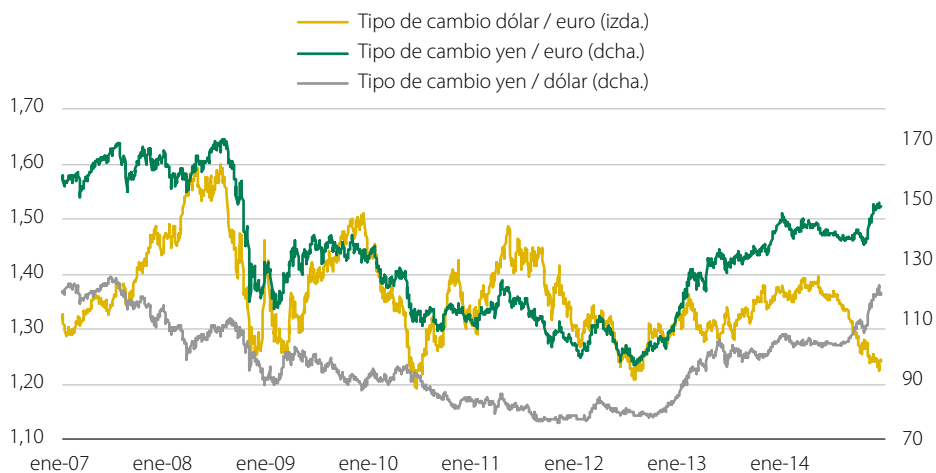
	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
Zona del euro								
Contado	1,36	0,19	0,29	0,08	0,31	0,21	0,08	0,08
FRA 3x6	1,06	0,17	0,28	0,09	0,29	0,18	0,08	0,10
FRA 6x9	0,93	0,17	0,29	0,07	0,29	0,16	0,07	0,09
FRA 9x12	0,90	0,20	0,33	0,09	0,29	0,17	0,08	0,21
FRA 12x15	0,91	0,23	0,38	0,12	0,32	0,20	0,20	0,12
EE. UU.								
Contado	0,58	0,31	0,25	0,23	0,23	0,23	0,24	0,24
FRA 3x6	0,65	0,30	0,28	0,25	0,24	0,24	0,25	0,29
FRA 6x9	0,71	0,33	0,32	0,34	0,26	0,29	0,36	0,41
FRA 9x12	0,75	0,35	0,38	0,49	0,34	0,38	0,58	0,59
FRA 12x15	0,75	0,38	0,45	0,70	0,46	0,54	0,86	0,81

Fuente: Thomson Datastream. Datos a final de periodo.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

2.2 Tipos de cambio

La evolución de los mercados de cambios durante los últimos meses ha estado marcada por una notable depreciación del euro frente al dólar, que comenzó en los meses de primavera, y también por la fuerte depreciación del yen y del rublo acaecida en el tramo final del ejercicio. En cuanto al tipo de cambio dólar/euro, los giros en las políticas monetarias de ambas zonas junto con el mayor atractivo de las rentabilidades de los activos estadounidenses explican la mayor parte de la depreciación de la divisa europea. Así, el tipo de cambio ha pasado de 1,40 dólares por euro a mediados de mayo hasta niveles de 1,24 dólares por euro a mediados de diciembre, lo que supone una depreciación del euro del 10,9 %. La fuerte depreciación del yen frente al resto de las principales divisas desde el mes de octubre tuvo su origen en la nueva expansión monetaria adoptada por el banco central. A mediados de diciembre, el tipo de cambio del yen se situaba en 148 yenes por euro y en 119 yenes por dólar, lo que supone una depreciación del 8,6 % y del 10,9 % respectivamente en relación con los valores de mediados de octubre (véase gráfico 3).



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

Finalmente, cabe señalar la abrupta depreciación del rublo durante 2014, originada en un primer momento por el conflicto con Ucrania e intensificada a finales de año por el fuerte descenso del precio del crudo y por las previsiones del banco central sobre el impacto de dicho descenso en la economía. De hecho, la autoridad monetaria rusa tuvo que salir en defensa de la moneda elevando el tipo de interés oficial desde el 10,5 % hasta el 17 %³. A mediados de diciembre, la cotización de la divisa rusa se situaba en 66 rublos por dólar, frente a los 35 rublos por dólar de mediados de año.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los tipos de interés a largo plazo continuaron descendiendo a lo largo del último trimestre del año en las economías avanzadas más relevantes, en una tendencia a la baja casi ininterrumpida durante todo el ejercicio. Únicamente cabe destacar una pausa temporal en esta tendencia en octubre como consecuencia de la debilidad de los datos de actividad en Europa y también de la decepción de algunos inversores tras las declaraciones del presidente del BCE, ya que se esperaba más avance en los programas de compras de activos. Durante los últimos meses del año, las condiciones de liquidez de los bonos de deuda soberana han sido menos holgadas y sus niveles de volatilidad han permanecido en valores reducidos, salvo en Grecia.

A pesar de esta pausa, en el conjunto de 2014 las rentabilidades de la deuda pública a plazos más largos han presentado descensos, más intensos en los países de la zona del euro a consecuencia del fuerte volumen de compras de estos activos, en un marco de estancamiento de la actividad e inflación muy reducida. Como se observa en el gráfico 4, a mediados de diciembre el nivel de las rentabilidades de la deuda pública a diez años en las economías europeas era históricamente reducido en varias de ellas, con valores inferiores al 1 % en el caso de los bonos alemán, francés, holandés o belga y al 2 % en el de los bonos español e italiano. El descenso acumulado de

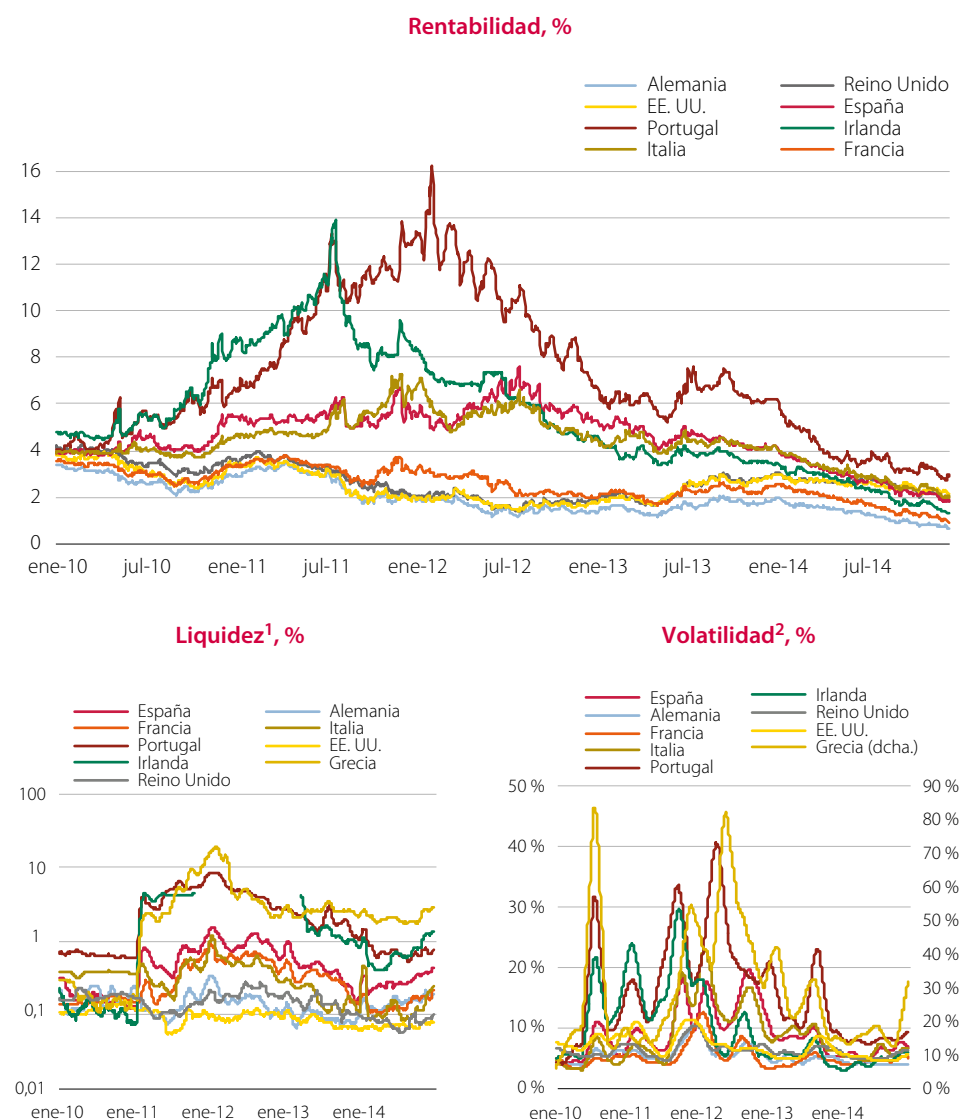
3 En la madrugada del 16 de diciembre.

las rentabilidades de estos instrumentos en 2014 oscilaba entre los 131 p.b. del bono alemán y los 328 del bono portugués (235 p.b. en el caso del bono español).

En EE. UU. y en el Reino Unido las rentabilidades de estos bonos se situaban a mediados de diciembre en el 2,1 % y el 1,8 % respectivamente, 89 p.b. y 120 p.b. menos que a finales de 2013. A pesar de que el nivel reducido de los tipos de interés puede ser un elemento de carácter estructural en un nuevo escenario macroeconómico internacional, lo cierto es que se percibe un incremento notable del riesgo de mercado en algunos segmentos de los mercados financieros, como consecuencia de los elevados precios de algunos instrumentos de renta fija y de renta variable.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 4



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

1. Promedio de un mes del *bid-ask spread* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años. Eje Y en escala logarítmica.
2. Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de cuarenta días. Se ofrece media móvil de cincuenta periodos.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo (%)¹

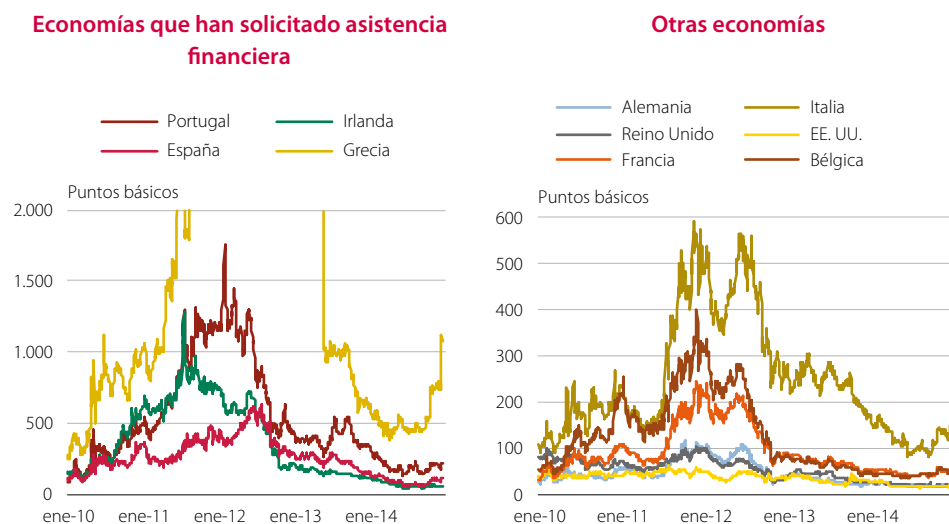
CUADRO 4

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
Alemania								
3 años	0,41	0,02	0,31	-0,03	0,18	0,09	-0,03	-0,02
5 años	0,92	0,35	0,84	0,12	0,64	0,40	0,15	0,11
10 años	1,99	1,36	1,85	0,80	1,59	1,35	0,97	0,71
EE. UU.								
3 años	0,38	0,35	0,67	0,94	0,79	0,89	1,03	0,99
5 años	0,88	0,69	1,56	1,61	1,62	1,67	1,76	1,60
10 años	1,97	1,71	2,90	2,32	2,72	2,59	2,52	2,22
Reino Unido								
3 años	0,55	0,50	0,84	0,93	0,82	1,19	1,28	0,82
5 años	0,82	0,85	1,72	1,41	1,63	2,02	1,80	1,28
10 años	2,12	1,85	2,93	2,13	2,72	2,70	2,49	1,93
Japón								
3 años	0,18	0,12	0,10	0,03	0,11	0,10	0,09	0,01
5 años	0,34	0,17	0,21	0,13	0,19	0,18	0,17	0,08
10 años	1,00	0,73	0,67	0,47	0,60	0,59	0,53	0,41

Fuente: Thomson Datastream. Promedio mensual de datos diarios.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

Como se observa en el gráfico 5, durante los tres primeros trimestres del año el descenso de las rentabilidades vino acompañado de una reducción notable de las primas de riesgo de crédito soberano. Después, la confluencia de diversos factores de incertidumbre elevó las primas de riesgo de varias economías europeas, pero de forma limitada. Únicamente la prima del CDS del bono soberano griego mostró un repunte notable, a consecuencia de la incertidumbre política en aquel país. En general, los niveles de las primas de riesgo de los CDS de los bonos de deuda soberana en Europa a mediados de diciembre eran similares a los existentes en la primavera de 2010, coincidiendo con el primer episodio de turbulencias en Grecia. Las primas de las economías europeas periféricas se situaban entre los 55 p.b. y los 217 p.b., lo que supone un descenso de entre 15 p.b. y 127 p.b. en relación con los valores de finales de 2013.



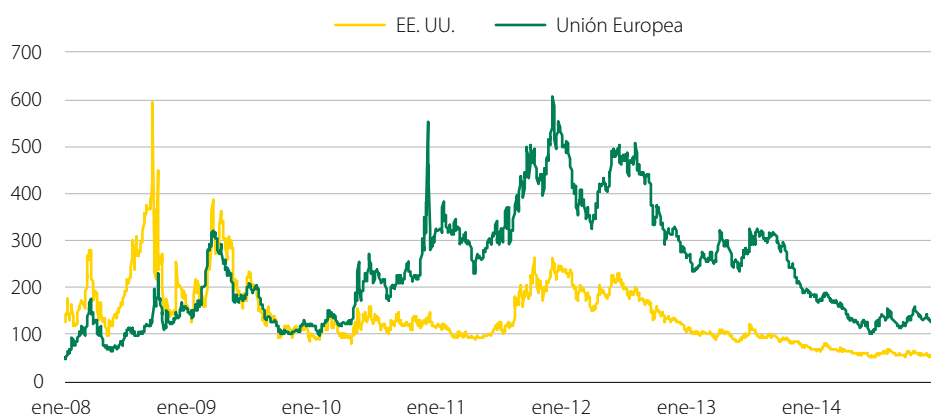
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre.

En el sector bancario europeo, las primas de riesgo de crédito mostraron un recorrido similar al de las primas de riesgo del sector público, con caídas en la primera parte del ejercicio y ligeros incrementos en la segunda. La publicación de los resultados de los test de estrés a finales de octubre tuvo un impacto favorable sobre los CDS de las entidades, pero no impidió su ascenso a finales de año (véase gráfico 6). El promedio de estas primas de riesgo se situaba a mediados de diciembre en 148 p.b., casi 90 p.b. por encima del promedio de las entidades estadounidenses, pero por debajo de los registros de años anteriores (185 p.b. a finales de 2013 y 271 p.b. a finales de 2012).

En cuanto a las primas de riesgo del sector privado no financiero, cabe señalar un cambio de patrón en relación con la tendencia observada desde hace varios trimestres, sobre todo en las categorías de deuda de mayor riesgo. En general, estas primas han venido mostrando caídas sustanciales desde hace varios ejercicios, a consecuencia de la abundancia de liquidez en los mercados y del reducido nivel de los tipos de interés, que han fomentado la compra de activos de mayor riesgo relativo; entre ellos, la deuda corporativa. Sin embargo, estas estrategias de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*) perdieron intensidad durante el segundo semestre del año, con incrementos en las primas de riesgo de los bonos corporativos de calidad crediticia media y baja tanto en EE. UU. como en la zona del euro. Como se observa en el cuadro 5, a mediados de diciembre las primas de riesgo de los bonos corporativos de peor calidad crediticia (*high yield*) se situaban en 498 p.b. en el área del euro y en 471 p.b. en EE. UU. Estos valores, cerca de 150 p.b. superiores a los observados a mediados de año, marcan un cambio claro de tendencia en las primas de riesgo, que venían descendiendo desde mediados de 2012.

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

GRÁFICO 6



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

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

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

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
Zona del euro²								
High yield	926	510	366	478	365	350	430	498
BBB	474	198	130	123	120	104	113	137
AAA	165	50	21	10	31	17	4	13
EE. UU.								
High yield	683	507	346	447	343	317	377	471
BBB	261	165	104	145	103	93	106	154
AAA	98	29	66	56	59	52	53	58

Fuente: Thomson Datastream. Promedio mensual de datos diarios.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.
2. Diferencial respecto al bono alemán.

Las emisiones netas de deuda efectuadas en los mercados internacionales ascendieron a 3,16 billones de dólares en el conjunto de 2014 (con datos hasta el 15 de diciembre), lo que supone un 5,6 % más que en 2013. Este avance se explica por el incremento de las emisiones del sector privado (financiero y no financiero), ya que las emisiones netas de deuda soberana, que ascendieron a 1,9 billones de dólares, disminuyeron un 9,1 %. La caída de las emisiones efectuadas por el sector público fue relativamente generalizada entre las grandes regiones económicas y cabe destacar el hecho de que durante el segundo semestre del año su volumen neto fue casi residual en Europa y en Japón (es decir, la magnitud del volumen emitido fue similar a la magnitud del volumen de los vencimientos).

En cuanto a las emisiones del sector privado, que concentraron el 40 % de las emisiones totales en 2014, destacan por su volumen aquellas efectuadas por las sociedades no financieras, que en términos netos se situaron en 814 mil millones de euros, un 6,1 % más que en 2013. Estas emisiones, que representaban el 26 % del total, fueron más elevadas en EE. UU., si bien su volumen también fue significativo en

Europa. Aquí, el aumento de la fragmentación de los mercados que había comenzado con la crisis y que encarecía notablemente las emisiones de deuda efectuadas desde algunas economías europeas se redujo sensiblemente desde 2013. Es de suponer que este hecho haya favorecido las emisiones de deuda del sector no financiero a lo largo de 2014 (véase gráfico 8).

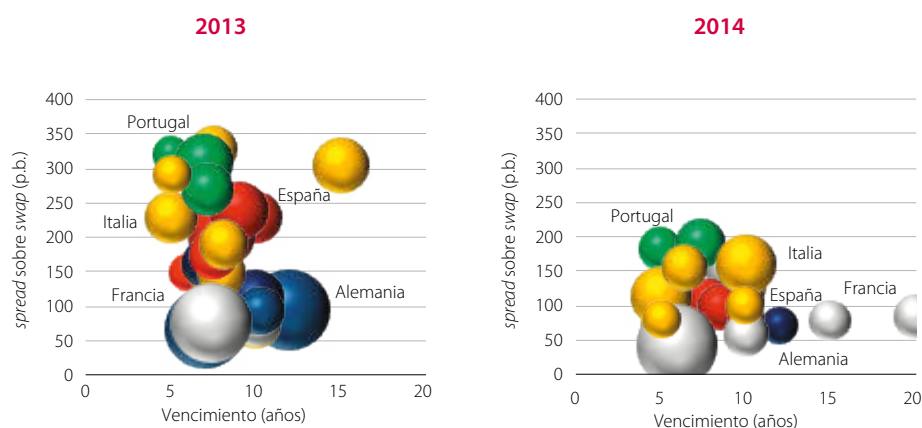
En relación con las emisiones de las entidades financieras (un 14 % del total), continúa observándose un comportamiento diferente entre las emisiones de las entidades europeas y las del resto del mundo. Las europeas están aún digiriendo las consecuencias de la crisis económica de los últimos años y no tienen necesidades elevadas de financiación o están financiándose por otras vías. El volumen neto de las emisiones de estas instituciones ascendió a 26 mil millones de dólares (con un segundo semestre en negativo), por debajo de los 59 mil millones de 2013. Por el contrario, las entidades financieras estadounidenses, que operan en una economía más dinámica y están en mejores condiciones para acceder a los mercados de deuda, emitieron valores de renta fija por un importe de 167 mil millones de dólares, algo por encima de los 152 mil millones de 2013 (véanse paneles del gráfico 7).

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 7



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2014, con información hasta el 15 de diciembre, se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.



Fuente: Dealogic. Datos de 2014 hasta el 15 de diciembre. Deuda *investment grade* de largo plazo a tipo de interés variable. El tamaño de la burbuja es proporcional al tamaño de la emisión. Se expone una selección de emisiones representativas.

2.4 Las bolsas internacionales

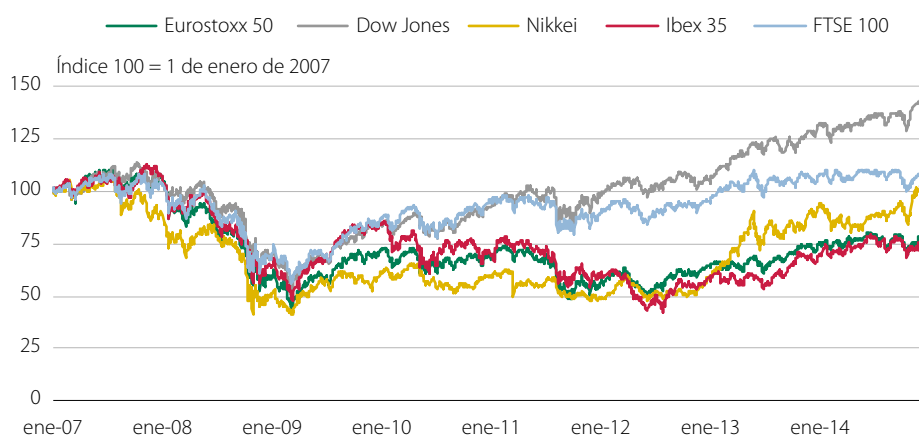
Los principales índices internacionales de renta variable, que en general se habían revalorizado con cierta intensidad durante la primera mitad de año, empezaron a mostrar comportamientos divergentes en el tercer trimestre y han finalizado el año con diferencias notables entre regiones. Por una parte, los índices estadounidenses y japoneses mantenían variaciones positivas en el último trimestre del ejercicio, debido a la mayor fortaleza de la economía en los primeros y a la nueva expansión monetaria adoptada por el banco central en los segundos. Por el contrario, los índices europeos fueron más sensibles a la aparición de noticias desfavorables en relación con el crecimiento previsto en algunas economías y con el retraso de un programa de compras de activos por parte del BCE que se preveía más ambicioso. En las últimas semanas del año, el descalabro del precio del crudo, la incertidumbre política en Grecia y las turbulencias en los mercados financieros de Rusia también han repercutido negativamente sobre los índices de renta variable.

En el conjunto del año, los índices bursátiles de EE. UU. han presentado incrementos acumulados entre el 3,6 % del Dow Jones y el 10,3 % del Nasdaq, con avances en todos los trimestres. En Japón, los índices se han revalorizado entre el 5 % (Nikkei) y el 5,9 % (Topix), con caídas únicamente en el primer trimestre.

En Europa, la evolución de los índices, que había sido creciente en el primer semestre (excepto en el caso del índice italiano), tendió a estabilizarse en el tercer trimestre y, en el último tramo del ejercicio, ha registrado pérdidas significativas. Las caídas de las cotizaciones durante el último trimestre han oscilado entre el 1,5 % del índice alemán Dax 30 y el 10,5 % del índice italiano Mib 30 (el Ibex ha cedido un 8,5 %). En el acumulado del año los índices europeos presentan caídas de entre el 0,1 % del Ibex 35 y el 8,4 % del índice británico FTSE 100 (véase cuadro 6).

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



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

Rentabilidad de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 6

	2010	2011	2012	2013	2014 ¹	I 14	II 14	III 14	IV 14 ¹
Mundo									
MSCI World	9,6	-7,6	13,2	24,1	-0,4	0,8	4,2	-2,6	-2,6
Zona del euro									
Eurostoxx 50	-5,8	-17,1	13,8	17,9	-4,1	1,7	2,1	-0,1	-7,5
Euronext 100	1,0	-14,2	14,8	19,0	-2,9	2,7	1,1	0,4	-6,8
Dax 30	16,1	-14,7	29,1	25,5	-2,3	0,0	2,9	-3,6	-1,5
Cac 40	-3,3	-17,0	15,2	18,0	-6,8	2,2	0,7	-0,1	-9,3
Mib 30	-8,7	-24,0	10,2	18,8	-3,8	13,6	-2,2	-3,2	-10,5
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	-0,1	4,3	5,6	-0,9	-8,5
Reino Unido									
FTSE 100	9,0	-5,6	5,8	14,4	-8,4	-2,2	2,2	-1,8	-6,6
Estados Unidos									
Dow Jones	11,0	5,5	7,3	26,5	3,6	-0,7	2,2	1,3	0,8
S&P 500	12,8	0,0	13,4	29,6	7,6	1,3	4,7	0,6	0,9
Nasdaq-Cpte	16,9	-1,8	15,9	38,3	10,3	0,5	5,0	1,9	2,5
Japón									
Nikkei 225	-3,0	-17,3	22,9	56,7	5,0	-9,0	2,3	6,7	5,7
Topix	-1,0	-18,9	18,0	51,5	5,9	-7,6	5,0	5,0	4,0

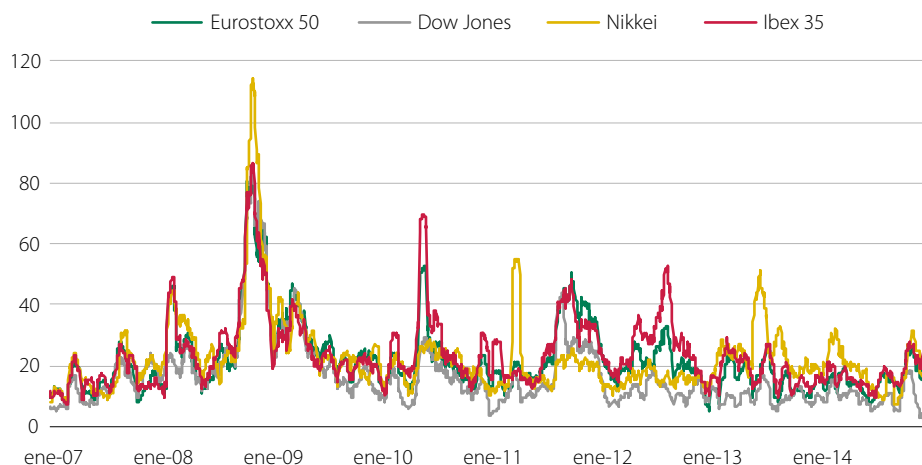
Fuente: Thomson Datastream. En moneda local.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

La volatilidad ha mostrado un comportamiento algo errático en el último trimestre del ejercicio a consecuencia de los diversos elementos de riesgo que han entrado en juego. Así, se observan repuntes puntuales en octubre y en diciembre, aunque los niveles alcanzados no superan, en general, el 30 % en el caso de los índices europeos y japoneses ni el 20 % en el caso de los estadounidenses (véase gráfico 10).

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles (%)

GRÁFICO 10



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

Las rentabilidades por dividendo experimentan leves ascensos con respecto al año anterior en algunos índices como el estadounidense S&P 500 (del 2,3 % al 2,5 %) o el Ibex 35 (del 4,4 % al 4,5 %). En el resto de índices europeos y japoneses se mantienen estables o incluso presentan pequeños descensos, como en el caso del índice alemán o del italiano. Como se puede observar en el cuadro 7, las rentabilidades por dividendo de los índices europeos continúan siendo, en términos generales, muy superiores a las de los estadounidenses o japoneses. A mediados de diciembre, las primeras se situaban entre el 2,7 % del índice Dax 30 y el 4,9 % del índice Cac 40, frente al 1,7 % del Topix o el 2,5 % del S&P 500.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 7

	2010	2011	2012	2013	2014 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
S&P 500	2,2	2,6	2,6	2,3	2,5	2,3	2,3	2,3	2,5
Topix	1,9	2,6	2,3	1,7	1,7	2,0	1,8	1,7	1,7
Eurostoxx 50	4,8	6,3	5,0	4,2	4,2	4,3	4,1	4,3	4,2
Euronext 100	4,3	5,6	4,8	4,2	4,2	4,4	4,0	4,2	4,2
FTSE 100	3,8	4,1	4,1	4,0	4,0	4,2	3,9	4,0	4,0
Dax 30	2,9	4,2	3,4	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8	2,7
Cac 40	5,2	7,0	5,7	4,9	4,9	5,0	4,6	4,9	4,9
Mib 30	3,8	5,4	4,1	3,3	3,1	3,2	2,8	3,0	3,1
Ibex 35	5,9	6,9	5,4	4,4	4,5	4,1	4,5	4,5	4,5

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

Durante el último trimestre del año, las ratios de precio sobre beneficio (PER) de los principales índices de bolsa han reflejado en cierta medida la evolución de las cotizaciones. Así, se observa un incremento en el índice S&P 500, donde la ratio pasa de 15,6 a 16,3, y en el Topix, que pasa de 14,1 a 14,5 (véase cuadro 8). La evolución de esta ratio en los índices europeos ha sido más heterogénea a consecuencia de la

evolución dispar de los precios de las acciones y de los beneficios esperados por acción. En el conjunto del año, las ratios PER de los índices más importantes han mostrado incrementos, de una magnitud considerable en varios casos. Así, por ejemplo, en EE. UU. se encuentran en la actualidad en niveles similares o por encima del promedio histórico de esta variable (véase gráfico 11), lo que podría ser indicativo de un aumento del riesgo de mercado en determinados tipos de activos.

PER de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

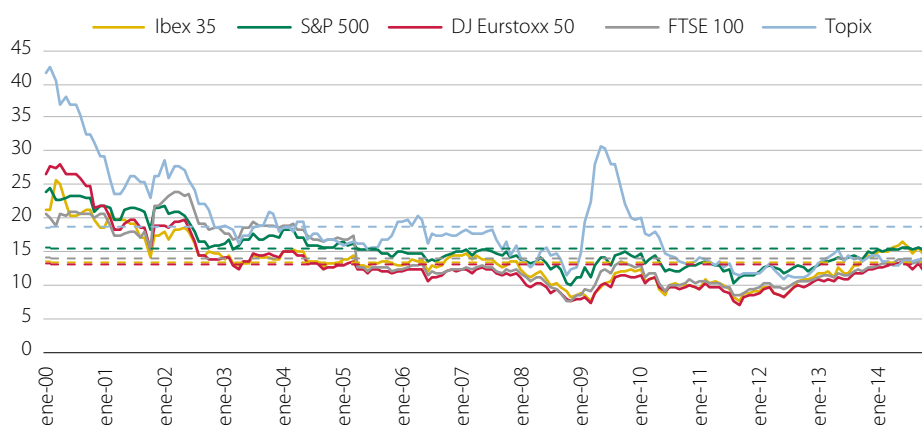
	2010	2011	2012	2013	2014 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
S&P 500	13,1	11,7	12,7	15,3	16,3	15,3	15,7	15,6	16,3
Topix	13,6	11,6	13,0	14,3	14,5	12,8	13,9	14,1	14,5
Eurostoxx 50	9,5	8,5	10,6	12,7	13,3	12,9	13,5	13,0	13,3
Euronext 100	10,6	9,4	11,2	13,3	14,3	13,9	14,5	14,0	14,3
FTSE 100	10,5	9,3	11,0	12,9	13,8	13,2	13,7	13,2	13,8
Dax 30	10,8	9,0	11,1	12,9	12,7	12,6	13,0	12,3	12,7
Cac 40	10,0	8,7	10,7	12,7	13,5	13,2	13,7	13,1	13,5
Mib 30	10,0	8,4	10,4	13,0	12,9	14,2	14,5	13,3	12,9
Ibex 35	9,7	9,2	11,7	14,9	15,1	14,9	16,3	15,3	15,1

Fuente: Thomson Datastream. Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

PER de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 11



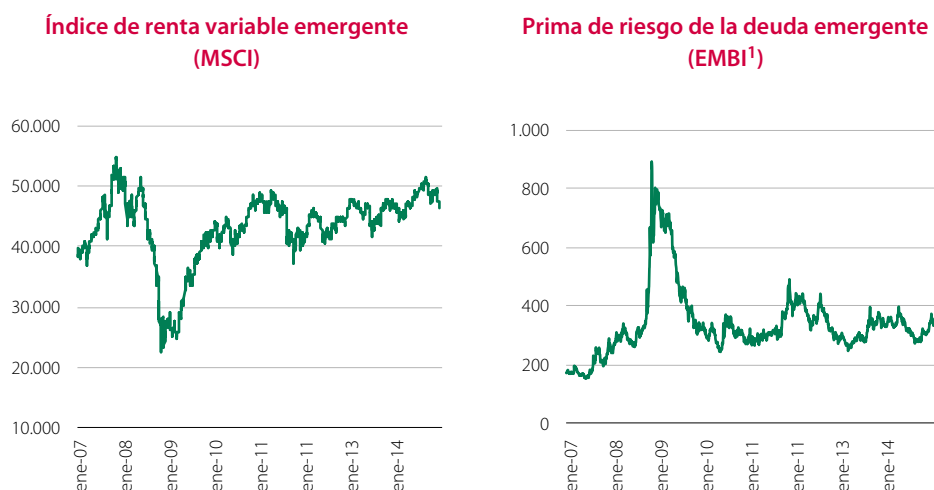
Fuente: Thomson Datastream. Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde el año 2000. Datos para última sesión de cada mes. Datos hasta el 15 de diciembre.

Los principales índices de renta variable de los países emergentes, que en términos generales se habían revalorizado en los tres primeros trimestres del año, han retrocedido durante el último trimestre a consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de algunas economías, del fuerte descenso del precio del crudo, de la finalización del programa de estímulos monetarios en EE. UU. y, en las últimas semanas, de la situación de incertidumbre en Rusia. El incremento del riesgo que se percibe

para estas regiones se ha traducido en un repunte considerable de la prima de riesgo de la deuda emergente, que se situaba en la fecha de cierre de este informe⁴ (según los índices EMBI⁵) en 460 p.b., casi 200 p.b. más que a mediados del ejercicio (véase panel derecho del gráfico 12). De acuerdo con la información del índice de renta variable emergente MSCI⁶, la caída de las cotizaciones del último trimestre (3,5 %) anuló el avance de los meses anteriores, propiciando un retroceso anual del 0,7 %. No obstante, el comportamiento de las diferentes bolsas ha sido muy heterogéneo, según se desprende de la información del cuadro 9.

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 12



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

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

Las regiones cuyas cotizaciones presentan mayores caídas en el último trimestre de 2014 son Europa del Este y Latinoamérica, con pérdidas medias del 10,7 % y del 8,2 % respectivamente. Ambas regiones se han visto profundamente afectadas por el descenso del precio del petróleo⁷, ya que muchas de sus economías son productoras, y por la espiral de incertidumbre en Rusia. De hecho, el índice de esta economía europea, que ya había cedido un 17,7 % en el tercer trimestre del año a raíz del conflicto con Ucrania, ha retrocedido un 36,1 % en el cuarto trimestre. Las ventas masivas de activos denominados en rublos hicieron necesaria la intervención del banco central ruso. En Latinoamérica, cabe destacar las pérdidas del índice argentino Merval durante el último trimestre (39,6 %), debidas en parte a la incertidumbre suscitada por una

4 15 de diciembre.

5 El Emerging Markets Bonds Index (o Índice de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador del riesgo/país en las economías emergentes.

6 El MSCI Emerging Markets Index (o Índice de Renta Variable Emergente) refleja la evolución del valor de las compañías que cotizan en los mercados de renta variable emergentes.

7 A mediados de diciembre el precio del barril de petróleo se situaba en 61,2 dólares por barril, un 45 % menos que a finales de 2013 (111 dólares por barril).

sentencia de la justicia estadounidense favorable a las reclamaciones de los llamados *fondos buitres* sobre el impago de deuda y a la finalización de la cláusula RUFO⁸ que tendrá lugar el próximo año. En Asia, destaca la fuerte revalorización trimestral del índice chino (24,9 %), tras un avance del 15,4 % en el trimestre anterior, y en menor medida la del índice indio. El resto de los índices asiáticos ha mostrado variaciones poco relevantes, excepto en el caso de los índices de Malasia y Tailandia, que han perdido un 8,1 % y un 6,8 % de su valor, respectivamente, en el cuarto trimestre.

En el conjunto del ejercicio, las mayores revalorizaciones se observan en la región asiática, donde al menos cinco índices de renta variable han aumentado más de un 13 %, y en Latinoamérica, con fuertes avances en el índice argentino y en el venezolano. En Europa del Este, la evolución de los índices no ha sido homogénea ni presenta grandes variaciones, a excepción de la fuerte caída del índice ruso (50,2 %).

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

	Índice	2011	2012	2013	2014 ¹	I 14	II 14	III 14	IV 14 ¹
Latinoamérica									
Argentina	Merval	-30,1	15,9	88,9	40,6	18,2	23,7	59,1	-39,6
Brasil	Bovespa	-18,1	7,4	-15,5	-8,7	-2,1	5,5	1,8	-13,1
Chile	IGPA	-12,4	4,7	-13,5	1,3	1,8	1,9	1,9	-4,1
México	IPC	-3,8	17,9	-2,2	-5,6	-5,3	5,6	5,3	-10,3
Perú	IGRA	-16,7	5,9	-23,6	-8,4	-9,2	16,5	-2,6	-11,1
Venezuela	IBC	79,1	302,8	480,5	37,1	-7,8	-16,3	37,7	29,0
Asia									
China	Shangai Comp.	-21,7	3,2	-6,7	39,6	-3,9	0,7	15,4	24,9
India	BSE	-25,7	30,0	5,9	30,8	6,0	15,4	3,5	3,2
Corea del Sur	Korea Comp. Ex	-11,0	9,4	0,7	-4,5	-1,3	0,8	0,9	-4,9
Filipinas	Manila Comp.	4,1	33,0	1,3	23,5	9,1	6,5	6,4	-0,1
Hong Kong	Hang Seng	-20,0	22,9	2,9	-1,2	-5,0	4,7	-1,1	0,4
Indonesia	Yakarta Comp.	3,2	12,9	-1,0	19,5	11,6	2,3	5,3	-0,6
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	0,8	10,3	10,5	-9,1	-1,0	1,8	-1,9	-8,1
Singapur	SES All-S'Pore	-17,0	19,7	0,0	4,0	0,7	2,1	0,6	0,5
Tailandia	Bangkok SET	-0,7	35,8	-6,7	13,8	6,0	8,0	6,7	-6,8
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	-21,2	8,9	11,8	4,3	2,8	6,1	-4,5	0,2
Europa del Este									
Rusia	Russian RTS Index	-21,9	10,5	-5,5	-50,2	-15,0	11,4	-17,7	-36,1
Polonia	Warsaw G. Index	-20,8	26,2	8,1	0,7	2,1	-0,8	5,7	-5,9
Rumanía	Romania BET	-17,7	18,7	26,1	2,7	-2,6	10,9	3,6	-8,2
Bulgaria	Sofix	-11,1	7,2	42,3	9,7	22,1	-8,1	-2,1	-0,2
Hungría	BUX	-20,4	7,1	2,2	-8,5	-5,6	6,1	-3,9	-5,0
Croacia	CROBEX	-17,6	0,0	3,1	-2,8	-2,0	1,9	7,1	-9,1

Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

8 Después del proceso de impago en Argentina en 2001, algunos tenedores de los bonos infravalorados no aceptaron el canje de deuda realizado en 2005 y 2010 (fondos buitres). La nueva cláusula RUFO (Rights Upon Future Offers / Derechos sobre futuras ofertas) prohíbe pagar más a estos tenedores, tal y como ellos exigen. A finales de septiembre, un auto determinó la obligación del pago del 100 % del valor de fondos buitres, cuantía equivalente al total de las reservas internacionales argentinas, una cantidad que a priori no se podría afrontar.

Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas⁹, el volumen de contratación de las principales bolsas de valores acumulado entre enero y octubre ascendió a 49,4 billones de dólares, lo que supone un incremento del 11,9 % en relación con el mismo periodo de 2013. Por áreas geográficas, los mayores incrementos se produjeron en América, con un 17,4 %, y en Europa, con un 16,9 %. La evolución de la contratación en las bolsas asiáticas fue heterogénea, con avances significativos en las principales plazas chinas y retrocesos en la bolsa japonesa. Como se observa en el cuadro 10, la contratación alcanzada por algunos de los nuevos operadores de mercado regulado, como BATS Chi-X Europe, o sistemas multilaterales de negociación, como Turquoise, está ya al nivel de muchas de las plazas europeas tradicionales. El volumen total de contratación del operador BATS Chi-X Europe superó al de NYSE Euronext o Deutsche Börse ya en 2012, y se espera que este año se aproxime a las cifras de contratación del operador London Stock Exchange Group (de hecho, en el cuarto trimestre de 2014 sus cifras de negociación ya eran superiores).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Importes en miles de millones de euros

	2011	2012	2013	2014 ¹	I 14	II 14	III 14	IV 14 ¹
Operador de mercado								
EE. UU. ²	21.940	17.995	17.511	17.498	5.211,8	4.770,6	4.866,8	2.649,1
NYSE	12.866	10.416	10.305	9.862	2.879,5	2.704,4	2.792,0	1.486,4
Japan Exchange Group ³	2.831	2.787	4.913	3.371	1.082,6	919,3	971,1	398,1
London Stock Exchange Group ⁴	2.021	1.698	1.830	1.926	597,8	502,2	472,5	397,0
NYSE Euronext	1.520	1.221	1.250	1.353	382,0	346,6	339,9	285,0
Deutsche Börse	1.252	987	1.004	1.022	304,5	251,3	255,5	210,3
BME ⁵	926	699	704	849	190,5	225,2	196,3	237,1
BATS Chi-X Europe ⁶	518	1.833	1.771	1.808	510,8	440,0	458,5	398,7
Sistema Multilateral de Negociación (SMN)								
Turquoise	448	372	616	785	204,0	221,4	204,4	154,8

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, Federación Europea de Bolsas de Valores y CNMV.

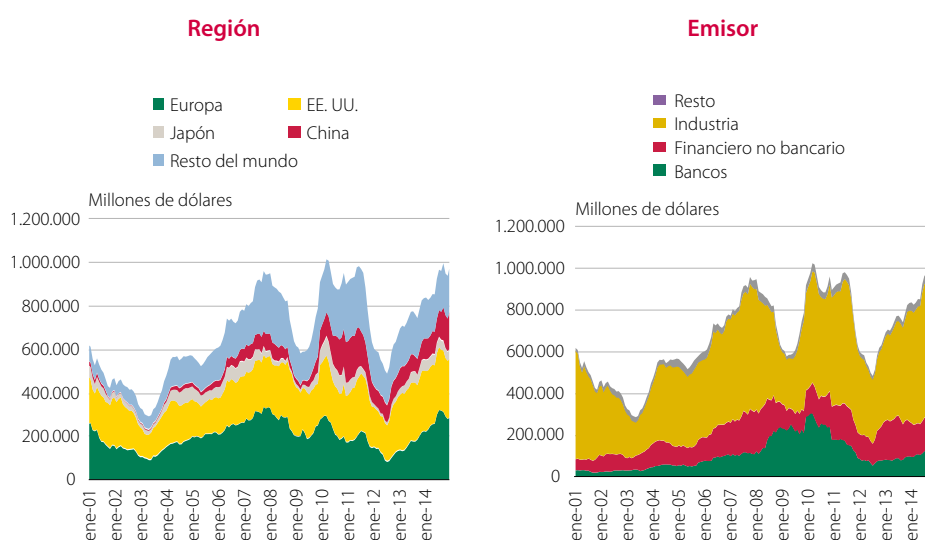
- Datos hasta el 15 de diciembre para BME, hasta noviembre para los operadores europeos y hasta octubre para el resto de operadores.
- Desde 2009 se considera la suma de New York Stock Exchange (NYSE), Euronext y Nasdaq OMX. Anteriormente era la suma de New York Stock Exchange, Nasdaq OMX y American Stock Exchange.
- Incluye la información de Japan Exchange Group-Osaka y Japan Exchange Group-Tokyo. La fusión de Tokyo Stock Exchange y Osaka Stock Exchange fue aprobada en julio de 2012. En enero de 2013 se constituyó la compañía Japan Exchange Group que agrupa a estas dos plataformas.
- Desde 2010 integra Borsa Italiana. Desde 2013, los datos de esta bolsa se obtienen de London Stock Exchange.
- Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- Desde el 20 de mayo de 2013, BATS Chi-X Europe es una bolsa de inversión reconocida (*recognised investment exchange*).

⁹ Esta información no recoge la contratación del grupo London Stock Exchange Group, que dejó de ser miembro de la Federación a finales de 2013. La información de este grupo y de otros operadores como BATS Chi-X Europe o Turquoise se ha obtenido de la Federación Europea de Bolsas de Valores.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales se sitúa en 983 mil millones de dólares en 2014 (hasta el 15 de diciembre), un 18 % más que en 2013. El aumento total de las emisiones ha sido heterogéneo en las diferentes regiones: mientras que las emisiones crecían en Europa (un 28,5 %, hasta los 288 mil millones de dólares) y en China (un 90,3 %, hasta alcanzar los 176 mil millones de dólares), el volumen en Estados Unidos y en Japón retrocedía (véase panel izquierdo del gráfico 13). En concreto, las emisiones de acciones en EE. UU. descendieron un 3,2 %, situándose en 271 mil millones de dólares, mientras que en Japón lo hicieron un 14,3 %, hasta los 43 mil millones de dólares. Atendiendo a la tipología del emisor, el volumen emitido ha sido más elevado en las empresas de carácter industrial (670 mil millones de dólares, un 25,7 % más que en el mismo periodo de 2013). En relación con las emisiones realizadas por las entidades del sector financiero, cabe señalar aumentos tanto en los bancos (0,6 %) como en las sociedades financieras no bancarias (1,2 %).

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 13



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

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

La evolución de los mercados nacionales de renta fija a lo largo de 2014 se ha caracterizado por nuevos descensos en las rentabilidades de la deuda y en las primas de riesgo de los emisores tanto del sector público como del privado. En términos generales, los mercados de deuda han continuado normalizándose durante el ejercicio, gracias a la abundancia de liquidez y al mayor atractivo de los activos españoles en

un contexto macroeconómico claramente más favorable¹⁰. Sin embargo, en los últimos meses del año se observa una mayor inestabilidad, debida a varios elementos de incertidumbre: dudas sobre el crecimiento de varias economías, retraso del BCE en la introducción de medidas equivalentes al *quantitative easing* (QE) estadounidense, turbulencias en los mercados financieros de Rusia, fuerte descenso del precio del crudo e inestabilidad política en Grecia. En cuanto a las emisiones de deuda registradas en la CNMV, cabe señalar su retroceso en el conjunto de 2014¹¹ (29 %, hasta los 98.582 millones de euros). El descenso de las necesidades de financiación de las entidades, especialmente las financieras, y la disponibilidad de otros mercados y otras fuentes de financiación explicarían tal disminución.

En este escenario, los tipos de interés de la deuda pública y los de la renta fija privada a corto plazo han presentado un comportamiento algo divergente durante el último trimestre del año, con ligeros incrementos en los primeros y descensos en los segundos. Sin embargo, en ambos tipos de deuda, los niveles de los tipos de interés alcanzados a mediados de diciembre eran significativamente inferiores a los de finales de 2013. Así, los tipos de interés de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaban en diciembre en el 0,13 %, el 0,26 % y el 0,34 % respectivamente, 47 p.b. menos en promedio respecto a los valores de finales de 2013 (véase cuadro 11). En el caso de la renta fija privada, los tipos de interés caen 58 p.b. de media durante 2014, situándose en diciembre en niveles del 0,43 %, el 0,93 % y el 0,95 % en los plazos de tres, seis y doce meses respectivamente.

Tipos de interés a corto plazo (%)

CUADRO 11

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
Letras del Tesoro								
3 meses	2,20	1,14	0,54	0,13	0,26	0,14	0,05	0,13
6 meses	3,47	1,68	0,70	0,26	0,41	0,20	0,10	0,26
12 meses	3,27	2,23	0,91	0,34	0,56	0,42	0,17	0,34
Pagarés de empresa²								
3 meses	2,74	2,83	1,09	0,43	1,01	0,93	0,83	0,43
6 meses	3,52	3,58	1,36	0,93	1,34	1,23	1,25	0,93
12 meses	3,77	3,80	1,59	0,95	1,34	1,32	0,99	0,95

Fuente: Thomson Datastream y CNMV. Promedio mensual de datos diarios.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.
2. Tipo de interés de emisión.

La evolución de las rentabilidades de la deuda pública y privada a largo plazo también ha sido algo heterogénea durante el último trimestre del año, sobre todo en los plazos

10 Según los datos publicados por el INE, el PIB creció un 0,5 % intertrimestral en el tercer trimestre del año, lo que supone la quinta variación trimestral positiva del PIB consecutiva. Las previsiones realizadas por diferentes instituciones de análisis internacionales estiman un crecimiento del PIB del 1,7 % en 2015 y del 1,9 % en 2016, y descensos en la tasa de paro hasta el 23,5 % y el 21,9 % de la población activa.

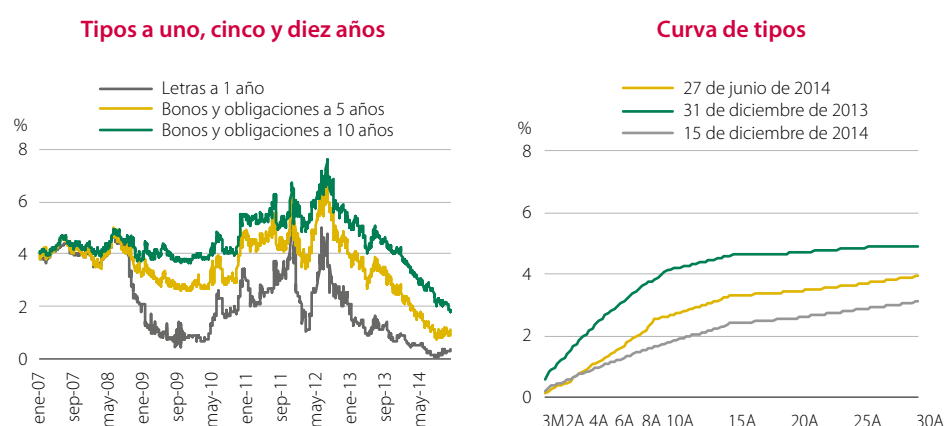
11 Con datos hasta el 15 de diciembre.

más cortos. Así, por ejemplo, en los plazos a tres y cinco años, las rentabilidades de la deuda pública se incrementaban ligeramente (entre seis y catorce puntos básicos), hasta niveles del 0,66 % y del 1 % respectivamente, mientras que las rentabilidades de las referencias de la renta fija privada continuaban descendiendo. En cambio, la rentabilidad de la deuda a diez años descendía en ambos sectores: 36 p.b., hasta el 1,84 %, en el caso de la deuda pública, y 17 p.b., hasta el 2,60 %, en la renta fija privada.

De forma análoga a los tipos a corto plazo, los niveles observados en las rentabilidades de las referencias a largo plazo en diciembre eran sensiblemente inferiores a los de finales de 2013 tanto en la deuda pública como en la renta fija privada, situándose en ambos casos muy cerca de los niveles mínimos históricos. En los activos de deuda pública, el descenso acumulado de la rentabilidad oscila entre los 134 p.b. del bono a tres años y los 230 p.b. del bono a diez años (véase cuadro 12). La caída más intensa en los plazos más largos, que se explica en parte por el reducido nivel de inflación de la economía, ha dado lugar a un cierto aplanamiento de la curva de tipos de interés, tal y como se aprecia en el panel derecho del gráfico 14. En los activos de renta fija privada, el descenso de las rentabilidades es de entre 111 p.b. y 186 p.b.

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 14



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

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

CUADRO 12

	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14 ¹	mar-14	jun-14	sep-14	dic-14 ¹
Renta fija pública								
3 años	4,01	3,40	2,00	0,66	1,26	0,85	0,52	0,66
5 años	4,65	4,22	2,68	1,00	1,96	1,36	0,94	1,00
10 años	5,50	5,33	4,14	1,84	3,31	2,71	2,20	1,84
Renta fija privada								
3 años	5,43	4,19	2,63	0,86	1,78	1,40	0,96	0,86
5 años	5,91	4,66	2,84	1,73	2,18	1,90	1,80	1,73
10 años	8,06	6,79	4,46	2,60	3,66	3,07	2,77	2,60

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV. Promedio mensual de datos diarios.

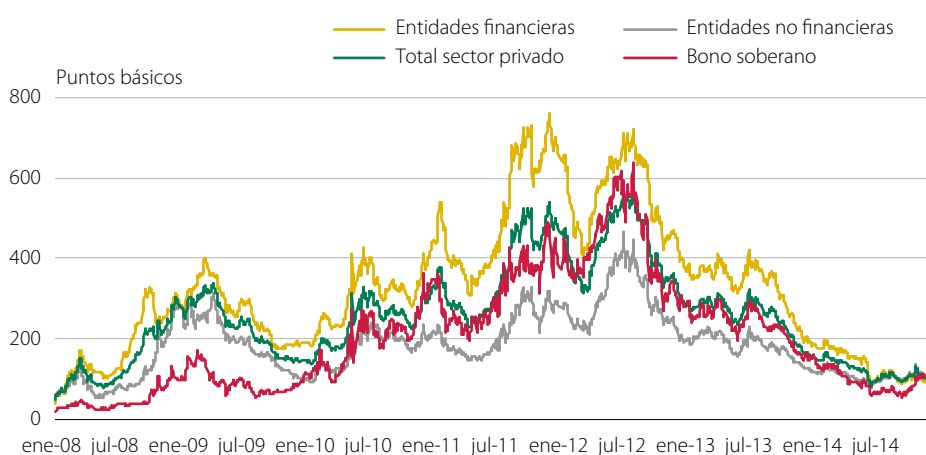
1. Datos hasta el 15 de diciembre.

Durante el último trimestre de 2014 se interrumpe la tendencia descendente de la prima de riesgo de crédito soberano (estimada a partir del CDS del bono español a cinco años o del diferencial de tipos de interés a diez años entre el bono español y el bono alemán), que se había situado en niveles similares a los existentes antes del estallido de la crisis de deuda soberana europea, en mayo de 2010 (véase gráfico 15). Esta interrupción tiene su origen en los factores que, en general, han incrementado el riesgo percibido por los inversores en los mercados europeos y que ya se han citado anteriormente; entre ellos, el aumento de la incertidumbre política en Grecia en las últimas semanas del año. En relación con este último episodio cabe señalar que los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano muestran un impacto muy reducido sobre España y el resto de las economías europeas (véanse los dos paneles del gráfico 16).

A mediados de diciembre de 2014 la prima de riesgo del CDS del bono soberano español se situaba en 113 p.b., por encima de los 77 p.b. de finales de septiembre, y el diferencial entre el bono español y el alemán quedaba en 116 p.b. (127 p.b. en septiembre). En el conjunto del año el descenso acumulado de la prima de riesgo de crédito soberano ha sido notable: cerca de 104 p.b. en el caso del diferencial de tipos de interés y 40 p.b. en el del CDS.

Prima de riesgo agregada con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre. Para las categorías «Total sector privado», «Entidades financieras» y «Entidades no financieras» se calcula una media simple de las entidades constituyentes.

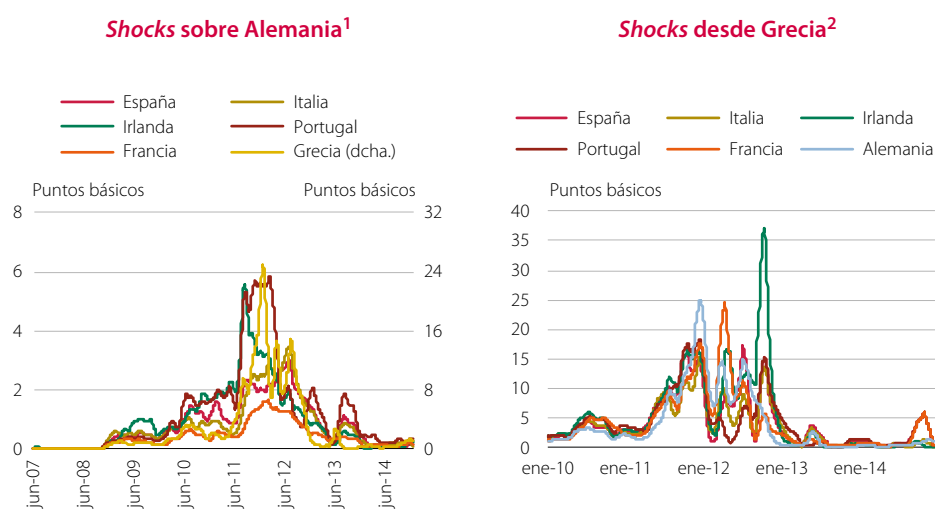
La evolución de las primas de riesgo de las entidades del sector privado es similar a la de la deuda soberana, con descensos entre enero y septiembre e interrupción de esta tendencia con algunos repuntes temporales en los últimos meses del año (véase gráfico 15). El promedio de las primas de riesgo de las empresas privadas se situaba a mediados de diciembre en 98 p.b., un nivel similar al promedio de septiembre (99 p.b.), ligeramente inferior al de la prima de riesgo del CDS del bono soberano y 54 p.b. por debajo del nivel de finales de 2013. De acuerdo con esta información, la percepción de riesgo de crédito del sector público y privado (de media) sería similar.

El desglose entre emisores financieros y no financieros pone de manifiesto que la caída de las primas de riesgo de los CDS durante 2014 es más intensa en los prime-

ros que en los segundos. En particular, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras se situaba a mediados de diciembre en 102 p.b., 85 p.b. menos que a finales de diciembre de 2013, mientras que el promedio de las entidades no financieras quedaba en 95 p.b., 24 p.b. menos que en 2013. El notable descenso del riesgo percibido sobre el sector financiero doméstico está relacionado con los avances en el proceso de reestructuración y recapitalización del mismo y con el éxito para las entidades españolas de los resultados de los test de estrés efectuados a la banca europea, que se han publicado a finales de año.

Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona del euro

GRÁFICO 16



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

1. Se define como el impacto en el CDS del bono soberano alemán que resulta de un *shock* contemporáneo en el CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia y equivalente al 1 % del nivel del CDS en cuestión en ese momento. Se calcula como el producto de dos componentes. El primer componente mide el grado de contagio de un país a otro y se aproxima como el porcentaje de variación del CDS del bono soberano alemán exclusivamente explicado por una variación contemporánea en el CDS del bono soberano de uno de los seis países anteriormente mencionados. Este porcentaje se calcula a partir de la descomposición de la varianza del error de predicción estimado mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR) con dos variables —la variable impactada (variación del CDS del bono soberano alemán) y la variable generadora del *shock* (variación del CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Grecia o Francia)—, y dos retardos. La estimación se implementa mediante una ventana móvil de los cien periodos anteriores al primer periodo de predicción. El segundo componente mide el nivel del riesgo de crédito del emisor del *shock*, estimado a partir de su CDS. Finalmente, la serie obtenida como el producto de estos dos componentes es suavizada mediante una media móvil de treinta sesiones hábiles.
2. Se define como el impacto en el CDS del bono soberano de España, Italia, Irlanda, Portugal, Alemania y Francia que resulta de un *shock* contemporáneo en el CDS del bono griego y equivalente al 1 % del nivel del CDS. Se calcula como el producto de dos componentes de forma similar a como se explica en la nota 1.

Como en trimestres anteriores, la mejora en las condiciones de financiación de las entidades españolas no ha impedido un nuevo descenso de los volúmenes de deuda emitidos, debido a las menores necesidades de financiación de las entidades y a la existencia de otras posibilidades de financiación. Únicamente se observa un repunte en las emisiones de titulización durante los últimos meses del año, dinamizadas en parte por el programa de compras de activos anunciado por el BCE, y de bonos con-

vertibles. Por otra parte, cabe señalar la admisión a cotización en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) de la primera emisión de bonos de titulización, por un importe de diez millones de euros, a finales de octubre.

El volumen total de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el año 2014¹² asciende a 98.582 millones de euros, un 29 % menos que el volumen emitido en 2013 (véase cuadro 13). Los mayores descensos en términos absolutos se han producido en el segmento de bonos simples (17.495 millones de euros), pagarés (16.151 millones de euros) y, en menor medida, en el de cédulas territoriales (6.262 millones de euros). La actividad del mercado primario de deuda, que se concentra principalmente en las entidades financieras, se ha visto reducida por la atonía del sector bancario, que demanda aún poca financiación, y por la existencia de otras posibilidades de financiación, como la que procede del eurosistema y de otros mercados que realizan emisiones.

Las emisiones de pagarés han descendido un 36,7 % en 2014, hasta los 27.840 millones de euros. Aunque una parte de esta disminución se ha visto compensada por el aumento de las emisiones de estos productos en el exterior, parece que las rentabilidades poco atractivas de estos instrumentos financieros habrían incidido negativamente en la actividad del mercado primario.

En relación con otros instrumentos de deuda a más largo plazo, cabe señalar el fuerte retroceso de las emisiones de bonos simples. El importe emitido de este tipo de deuda ha alcanzado un volumen de 15.042 millones de euros, un 53,8 % menos que en 2013. Una parte de este descenso se explica por la caída de las emisiones efectuadas por la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), que se situaron en 24.568 millones de euros en 2013 frente a los 4.085 millones de euros de 2014. También caen las emisiones de cédulas: un 3,9 % las hipotecarias, hasta los 23.838 millones de euros, y un 77,2 % las territoriales¹³, hasta los 1.853 millones.

Las emisiones de bonos de titulización se sitúan en 29.008 millones de euros en 2014, un 1,5 % más que en el conjunto de 2013. Esta modalidad de activos ha mostrado un comportamiento algo más dinámico en los últimos meses del año, en parte como consecuencia del nuevo plan de compras de activos del BCE, que incluye cédulas y activos de titulización. Sin embargo, cabe señalar que más del 80 % del volumen emitido durante el último trimestre del año fue efectuado por una única entidad financiera.

La segunda clase de activos de renta fija cuyas emisiones se incrementaron respecto a los volúmenes de 2013 es la de los bonos convertibles, si bien el importe emitido fue muy reducido en dicho ejercicio. Estas emisiones alcanzan los 1.000 millones de euros en 2014, un 24,5 % más que el año anterior.

Por tercer año consecutivo, no se ha registrado ninguna emisión de participaciones preferentes.

12 Hasta el 15 de diciembre.

13 Instrumentos respaldados por préstamos a entes públicos.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 13

Registradas¹ en la CNMV

					2014			
	2011	2012	2013	2014 ²	I	II	III	IV ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	287.492	357.830	138.839	98.582	20.593	27.934	19.886	30.168
Cédulas hipotecarias	67.227	102.170	24.800	23.838	3.450	11.000	3.750	5.638
Cedulas territoriales	22.334	8.974	8.115	1.853	1.500	218	135	0
Bonos y obligaciones no convertibles	18.692	86.442	32.537	15.042	5.988	4.855	2.536	1.663
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.126	3.563	803	1.000	0	1.000	0	0
Bonos de titulización	68.413	23.800	28.593	29.008	1.850	3.855	7.640	15.663
Tramo nacional	63.456	20.627	24.980	28.175	1.389	3.573	7.550	15.663
Tramo internacional	4.957	3.173	3.613	833	461	282	90	0
Pagarés de empresa ³	103.501	132.882	43.991	27.840	7.804	7.006	5.825	7.205
De titulización	2.366	1.821	1.410	620	200	420	0	0
Resto de pagarés	101.135	131.061	42.581	27.220	7.604	6.586	5.825	7.205
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	200	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:				0				
Emisiones subordinadas	29.199	7.633	4.776	7.999	0	2.244	1.545	4.211
Emisiones aseguradas	10	0	193	196	196	0	0	0

En el exterior por emisores españoles

					2014			
	2011	2012	2013	2014 ⁴	I	II	III	IV ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	120.043	91.882	47.852	47.083	17.421	15.127	11.941	2.599
A largo plazo	51.365	50.312	34.452	30.594	12.526	10.860	5.918	1.290
Participaciones preferentes	0	0	1.653	5.602	3.000	1.102	1.500	0
Obligaciones subordinadas	242	307	750	3.000	0	1.500	1.500	0
Bonos y obligaciones	51.123	50.005	32.049	21.992	9.526	8.258	2.918	1.290
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	68.677	41.570	13.400	16.489	4.896	4.267	6.023	1.308
Pagarés de empresa	68.677	41.570	13.400	16.489	4.896	4.267	6.023	1.308
de titulización de activos	322	11.590	0	0	0	0	0	0

Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo

					2014			
	2011	2012	2013	2014 ⁴	I	II	III	IV ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	108.538	49.151	48.271	34.667	13.463	9.610	9.196	2.398
Instituciones financieras	79.342	18.418	8.071	8.968	2.549	2.989	3.259	170
Sociedades no financieras	29.197	30.734	40.200	25.669	10.914	6.621	5.937	2.228

Fuente: CNMV y Banco de España.

1. Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
2. Datos hasta el 15 de diciembre.
3. Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.
4. Datos hasta el 30 octubre.

Finalmente, las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles en el extranjero se situaron en 47.083 millones de euros entre enero y octubre, un 13,9 % más respecto al mismo periodo de 2013. Este avance tuvo su origen en el incremento de las emisiones a corto plazo, un 40,2 %, hasta los 16.489 millones de euros, y también de algunas modalidades de deuda a largo plazo, como las participaciones preferentes y las obligaciones subordinadas, que se situaron en 5.602 millones y 3.000 millones de euros respectivamente. Por el contrario, las emisiones de bonos y obligaciones realizadas por estas entidades disminuyeron un 21,1 % en el mismo periodo. Las emisiones de las filiales de empresas españolas residentes fuera de España descienden en el conjunto de 2014, ya que el incremento de las filiales de las empresas financieras no ha sido suficiente para compensar el fuerte descenso de las emisiones de las filiales de las no financieras (véase cuadro 13).

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

Los mercados de renta variable han tenido un comportamiento dispar en los dos semestres de 2014. Así, durante la primera mitad del año, el exceso de liquidez en los mercados, la mejora en las perspectivas económicas y el aumento en la apetencia por el riesgo de los inversores originaron fuertes revalorizaciones de las acciones y aumentos de los volúmenes de contratación. En cambio, durante la segunda mitad se han producido notables retrocesos en las cotizaciones, aunque se mantiene el dinamismo de la contratación. Las causas principales de esta contracción se encuentran en el estancamiento de la recuperación de la economía de la zona del euro, la reciente volatilidad por el futuro político de Grecia y el abaratamiento del petróleo, que dificulta la recuperación de algunas economías como la rusa.

El Ibex 35 se contrajo un 0,9 % y un 8,9 % durante los dos últimos trimestres de 2014 respectivamente, frente a la revalorización del 10,1 % alcanzada durante el primer semestre del año (véase cuadro 14). En el acumulado del año, este índice permanece prácticamente constante (se reduce un 0,1 %). El índice compuesto por los valores de capitalización media (Ibex Medium Cap) también tuvo un comportamiento positivo durante el primer semestre, pero ha experimentado un descenso acusado durante el segundo, que se ha traducido en una contracción a lo largo del año del 7,5 %. Por su parte, el índice compuesto por los valores de menor capitalización (Ibex Small Cap) muestra un comportamiento más volátil que el del resto de índices, con descensos más acusados en el segundo semestre y una contracción acumulada en el año del 12,8 %. Los índices compuestos por valores latinoamericanos negociados en Latibex se revalorizaron de forma sustancial durante los dos trimestres centrales de 2014, pero estas ganancias no fueron suficientes para compensar las cifras negativas del primer trimestre y, especialmente, del último, anotándose descensos en el año del 25,6 % (FTSE Latibex All-Share) y del 20,5 % (FTSE Latibex Top).

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 14

	2011	2012	2013	2014 ¹	I-14	II-14	III-14	IV-14 ¹
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	-0,1	4,3	5,6	-0,9	-8,5
Madrid	-14,6	-3,8	22,7	-0,7	4,4	5,7	-1,0	-9,1
Ibex Medium Cap	-20,7	13,8	52,0	-7,5	6,8	2,4	-8,6	-7,4
Ibex Small Cap	-25,1	-24,4	44,3	-12,8	20,5	-1,3	-13,6	-15,1
FTSE Latibex All-Share	-23,3	-10,7	-20,0	-25,6	-5,6	6,9	5,0	-29,7
FTSE Latibex Top	-17,1	-2,6	-12,4	-20,5	-6,3	7,2	3,8	-23,8

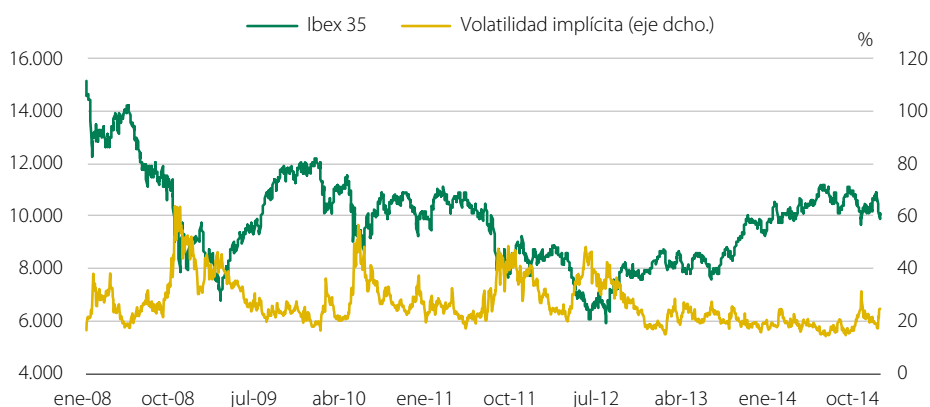
Fuente: Thomson Datastream.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

La volatilidad implícita del Ibex 35 se mantuvo en niveles reducidos y similares al trimestre anterior durante el tercer trimestre de 2014, concretamente en torno al 17 %. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre durante el último trimestre del año ha hecho que este indicador alcance máximos temporales del 30 % (a mediados de octubre). En promedio, la volatilidad del Ibex 35 durante el último trimestre asciende al 22 %, un valor significativamente inferior a los observados en otros momentos de turbulencias del pasado, en los que este indicador repuntó por encima del 50 % (véase gráfico 17).

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. Datos hasta el 15 de diciembre. Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

Como se advierte en el cuadro 15, el comportamiento de los distintos sectores del Índice General de la Bolsa de Madrid ha sido peor durante el segundo semestre que durante el primero, debido sobre todo a los descensos registrados en el cuarto trimestre. Tan solo uno se revaloriza en la última mitad del año, concretamente el sector de servicios de consumo, que registra un aumento del 1,1 %. Del resto de sectores, el que más desciende entre julio y diciembre es el de materiales básicos, industria y construcción (-21,7 %), seguido por el sector financiero e inmobiliario (-13,3 %). Dentro de este último, cabe destacar la evolución del subsector inmobiliario que, después de haberse revalorizado más de un 150 % entre junio de 2013 y junio de 2014, ha disminuido un 12 % durante los seis meses finales. Por su parte, el

sector del petróleo y la energía se contrae un 8,3 %, mientras que el sector de bienes de consumo lo hace un 6,6 %. El sector de la tecnología y las comunicaciones experimenta una caída del 2,3 % en el conjunto del semestre.

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 15

	Ponderación ¹	2014 ²	I 14	II 14	III 14	IV 14 ²
Servicios financieros e inmobiliarios	44,75	-2,2	6,4	6,1	0,8	-14,0
Inmobiliarias y otros	0,37	38,7	42,3	10,8	-5,8	-6,7
Banca	42,29	-2,1	6,5	6,3	1,3	-14,6
BBVA	12,66	-11,3	-0,7	6,8	3,5	-19,1
Santander	20,76	11,1	8,8	12,6	1,8	-10,9
Petróleo y energía	16,50	8,4	8,8	8,6	1,6	-9,7
Iberdrola	7,24	24,9	12,6	10,0	3,7	-2,7
Repsol YPF	3,54	-12,1	1,1	6,6	-2,4	-16,5
Mat. básicos, industria y construcción	7,91	-7,2	11,6	6,2	-8,2	-14,7
Construcción	4,49	2,1	16,0	6,5	-8,4	-9,7
Tecnología y telecomunicaciones	15,17	2,5	-1,3	6,3	-1,5	-0,8
Telefónica	11,84	4,9	-3,0	9,0	-2,1	1,4
Bienes de consumo	9,83	-8,2	-4,3	2,8	-5,5	-1,2
Inditex	6,47	-7,9	-9,1	3,2	-2,7	0,9
Servicios de consumo	5,84	2,4	2,8	-1,4	-3,6	4,9

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME. Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3 % en términos de capitalización ajustada por el porcentaje de capital en libre flotación.

1. Peso relativo (%) en el IGBM a 1 de julio de 2014.
2. Datos hasta el 15 de diciembre.

El descenso generalizado de las cotizaciones a lo largo de la segunda mitad de 2014 ha provocado que, a pesar del buen comportamiento bursátil del primer semestre, tres de los seis sectores hayan cerrado el año (hasta mediados de diciembre) con retrocesos en sus cotizaciones. El sector de los bienes de consumo es el que más se contrae en 2014, con un mal comportamiento en los dos semestres (fue el único que experimentó un descenso de la cotización entre enero y junio). Ha terminado cediendo un 8,2 %. Los otros dos sectores que han terminado el año con cifras negativas son el de materiales básicos, industria y construcción, con una disminución del 7,2 % (en el primer semestre se había revalorizado un 18,5 %), y el financiero e inmobiliario, que se reduce un 2,2 % (el aumento de los seis primeros meses del año había sido del 12,9 %). Por el contrario, los sectores del petróleo y energía, tecnología y comunicaciones y servicios de consumo han terminado el año con incrementos en sus cotizaciones. En el caso de los dos primeros, los retrocesos de la segunda mitad de 2014 no lograron neutralizar totalmente el buen comportamiento de principios de año, con lo que registran ascensos del 8,4 % y del 2,5 % respectivamente. El sector de servicios de consumo, aunque de forma moderada, es el único que experimenta un aumento de sus cotizaciones durante las dos mitades del año y termina con una revalorización del 2,4 %.

Durante el cuarto trimestre de 2014, tan solo una quinta parte de los valores pertenecientes al IGBM se ha revalorizado. De estos, los que mayor impacto positivo han te-

nido sobre la evolución del índice son la única compañía de transporte aéreo cotizada y la mayor compañía del sector de tecnología y telecomunicaciones (véase cuadro 16). Con un impacto negativo en la variación trimestral del IGBM superior al 0,15 % se encuentran once valores, seis de los cuales son entidades bancarias (el impacto de los dos bancos más importantes en términos de capitalización supera el 2 %) y tres son compañías pertenecientes al sector del petróleo y la energía. Las dos restantes son una empresa constructora y una empresa del subsector de la ingeniería.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM

CUADRO 16

Valor	Sector	Dic-2014	
		Variación (p.p.)	
Con impacto positivo		s/trim. anterior	s/jun. 14
IAG	Servicios de consumo	0,41	0,46
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	0,16	-0,09
Con impacto negativo			
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-2,42	-3,39
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-2,27	-0,33
Repsol	Petróleo y energía	-0,58	-0,35
Banco Popular	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,30	-0,34
Gas Natural	Petróleo y energía	-0,28	-0,28
Caixabank	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,27	-0,02
Abengoa	Materiales básicos, industria y construcción	-0,25	-0,74
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,24	-0,26
Banco de Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,21	-1,12
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,20	0,01
ACS	Materiales básicos, industria y construcción	-0,19	-0,07

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 15 de diciembre. Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,15 p.p. en valor absoluto) han tenido en la variación trimestral del IGBM. Adicionalmente, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al inicio del último trimestre considerado.

Tras un comportamiento irregular de las cotizaciones durante el ejercicio, a finales de 2014 las cotizaciones de cinco de los seis sectores estaban muy por debajo de los niveles existentes al inicio de la crisis *subprime* en julio de 2007, al igual que el año anterior. Los sectores más alejados del nivel anterior a la crisis eran el de servicios financieros e inmobiliarios y el de materiales básicos, industria y construcción, con reducciones en la cotización que se situaban entre el 50 % y el 60 % en ambos casos. Tan solo el sector de bienes de consumo estaba por encima de los valores del verano de 2007, con un aumento del 79 %.

Como se observa en los paneles superiores del gráfico 18, la distribución de las rentabilidades de las empresas financieras e inmobiliarias se ha desplazado hacia la izquierda en el cuarto trimestre del año, reflejando el retroceso generalizado en las cotizaciones de las empresas del sector durante dicho periodo. En cambio, la distribución de las rentabilidades de las empresas no financieras del cuarto trimestre presenta una media similar a la de la distribución del tercer trimestre, a pesar de que

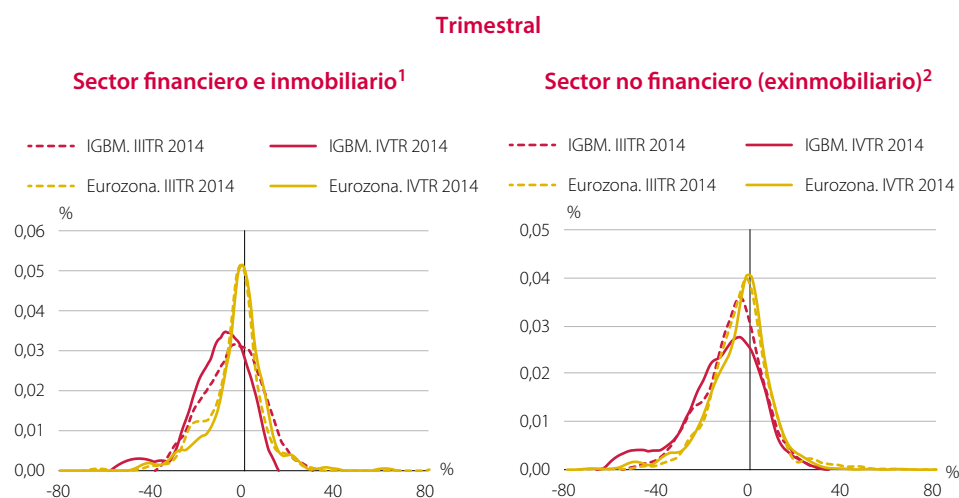
se incrementa la proporción de entidades con rentabilidades muy negativas. Así pues, en este sector, las turbulencias de los últimos meses del año no han impactado con la misma intensidad en todas las empresas, sino que solo unas pocas registran pérdidas muy abultadas en relación con el trimestre anterior. La distribución de las rentabilidades muestra un comportamiento más estable en las empresas cotizadas de la zona del euro.

La distribución de las rentabilidades semestrales presenta diferencias más significativas ya que, en general, las acciones españolas se revalorizaron con fuerza durante los primeros meses del año y han finalizado el mismo con fuertes caídas (véase el panel inferior izquierdo del gráfico 18). En el caso de las entidades financieras e inmobiliarias, la rentabilidad media (superior al 20 % en el primer semestre) se desplaza sensiblemente a la izquierda durante el segundo semestre del año, pasando a ser negativa (inferior al -10 %). También se observa un apuntamiento notable de la distribución del segundo semestre en torno a este promedio negativo. En el caso de las entidades del sector no financiero, la media de la distribución es también negativa en el segundo semestre, pero el desplazamiento hacia la izquierda es menor. La rentabilidad de estas empresas, que no había sido tan elevada como la de las entidades financieras e inmobiliarias en los primeros meses del año, muestra una dispersión mayor. De hecho, cerca del 20 % de las empresas no financieras ha conseguido mantener rentabilidades positivas durante la segunda mitad de 2014 (frente al 10 % de las empresas financieras e inmobiliarias). En el caso de las empresas europeas también se observa un desplazamiento hacia la izquierda de la distribución de los rendimientos de ambos sectores durante el segundo semestre.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibx 35 descendió desde 16,3 a mediados de año hasta 15,1 en diciembre, lo que refleja tanto el retroceso de las cotizaciones como el incremento de los beneficios esperados por acción. A pesar de ello, su nivel está por encima del que se observa en el resto de los índices europeos (véase cuadro 8 y gráfico 11) y del nivel medio de esta variable desde 1999 (13,5).

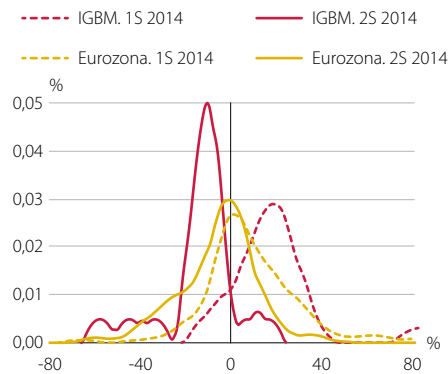
Distribución de la variación de las cotizaciones bursátiles

GRÁFICO 18

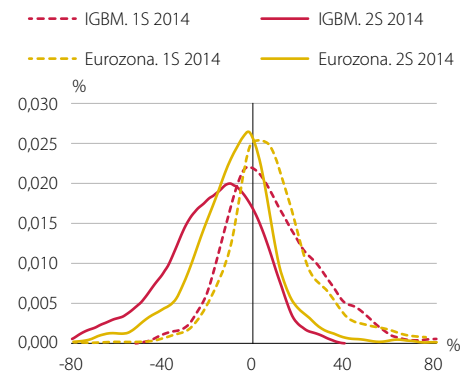


Semestral

Sector financiero e inmobiliario¹



Sector no financiero (exinmobiliario)²



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de diciembre de 2014. El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 15 de diciembre. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 108 compañías admitidas a negociación y el índice bursátil de la eurozona, 1.368 empresas.

1. El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y los *holdings*, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 20 compañías (18,5 % del total de empresas del índice) y en el de la eurozona, de 284 empresas (20,8 % del total).
2. El sector no financiero (exinmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación en el mercado bursátil español ha aumentado de forma notable en 2014. Avanza un 25,7 %, hasta situarse en 849.119 millones de euros. Además, cabe destacar que a lo largo del último trimestre del año se ha producido un incremento sustancial del volumen de contratación, que se sitúa en 4.311 millones de euros de promedio diario, un importe similar al alcanzado en el conjunto de 2010 y por encima del de 2009. En el conjunto de 2014, este promedio diario queda en 3.485 millones de euros, muy por encima de los registros de 2012 (2.730 millones) y de 2013 (2.760 millones). A pesar del aumento registrado, la contratación está todavía por debajo del nivel observado al inicio de la crisis financiera (véase el cuadro 17).

En el ámbito de la contratación de las acciones españolas, es importante destacar el notable desplazamiento de la negociación desde el mercado regulado doméstico hacia las plataformas alternativas de negociación. Esta tendencia, que en otras plazas europeas comenzó años atrás, en España empezó a ser intensa desde el primer trimestre de 2013. Así, según los datos de Bloomberg, la contratación de valores españoles en estos mercados durante 2014 alcanza el 15,2 % de la negociación total (unos 146.700 millones de euros), mientras que en 2013 este porcentaje había sido del 10,1 % (véase cuadro 17).

Importes en millones de euros

	2011	2012	2013	2014 ¹	III-14	IV-14 ¹
Total	926.873,7	709.902,0	764.986,6	964.573,4	224.569,2	274.827,4
Admitida en SIBE	926.828,6	709.851,7	764.933,4	964.493,6	224.529,9	274.815,1
BME	912.176,9	687.456,1	687.527,6	817.831,6	188.289,5	228.542,9
Chi-X	11.120,3	16.601,3	53.396,7	93.026,6	19.523,4	28.005,8
Turquoise	707,7	3.519,6	11.707,9	27.470,1	8.296,4	8.520,3
BATS	1.276,4	2.261,9	10.632,1	17.954,5	4.124,7	4.502,2
Otros ²	1.547,3	12,8	1.669,2	8.211,0	4.295,8	5.244,0
Corros	42,8	49,9	51,4	79,1	39,1	12,2
Madrid	16,1	3,0	7,3	32,3	27,0	0,6
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	0,0	0,1
Barcelona	26,4	37,7	44,1	32,2	12,1	11,5
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,6	0,0	0,4
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,6	0,2	0,0
Pro memoria						
Contratación en BME de RV extranjera	5.206	4.102	5.640	13.921,9	3.681,8	3.241,9
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	7.378,2	1.704,3	1.483,7
Latibex	357,7	313,2	367,3	362,0	76,6	71,3
ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.545,8	2.476,1	1.858,4
Total contratación BME	925.661,3	698.987,5	703.768,7	849.119,2	196.267,6	237.124,6
% RV española en BME respecto al total RV española	98,4	96,8	89,9	84,8	83,9	83,2

Fuente: Bloomberg y CNMV. 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.

1. Datos hasta el 16 de diciembre.
2. 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.

Las emisiones de renta variable en los mercados nacionales han alcanzado un importe de 31.133 millones de euros en 2014 (hasta mediados de diciembre), lo que supone una disminución del 20,5 % respecto al ejercicio anterior (véase cuadro 18). No obstante, cabe recordar que las operaciones de mayor tamaño realizadas en 2013 correspondieron a ampliaciones de capital asociadas a bancos intervenidos por el FROB, mientras que este año solo se ha producido una operación bajo esta modalidad, por un importe relativamente reducido. En cuanto al número de emisores, se ha registrado un aumento sustancial, al pasar de 47 a 61, un 32,6 % más. Por otro lado, como viene sucediendo desde el inicio de la crisis y especialmente desde 2012, las ampliaciones de capital destinadas a sustituir los dividendos al contado por la entrega de acciones liberadas (el denominado *script-dividend*) han sido elevadas a lo largo de 2014, y representan el 38,2 % del total. En relación con las cifras del último trimestre, se puede observar que las emisiones han sido elevadas, de 11.274 millones de euros, superiores en más de un 50 % a las cifras del mismo periodo de 2013.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

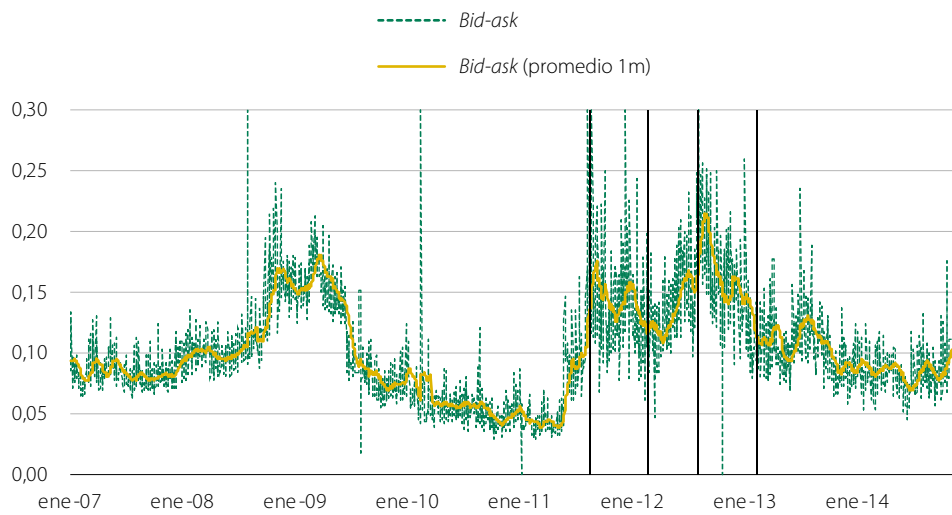
CUADRO 18

	2012	2013	2014 ¹	I-14	II-14	III-14	IV-14 ¹
IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)	29.557,4	39.171,9	31.133,4	4.829,1	9.113,3	5.916,8	11.274,2
Ampliaciones de capital	28.326,0	39.171,9	26.246,4	4.829,1	7.877,0	5.399,1	8.141,2
De las cuales, dividendo elección	8.357,8	9.869,4	11.843,7	2.867,5	2.439,5	2.931,7	3.605,0
De ellas, mediante OPS	2.457,3	1.744,6	2.956,5	900,0	1.655,0	401,5	0,0
Tramo nacional	2.457,3	1.744,6	455,6	98,7	348,1	8,9	0,0
Tramo internacional	0,0	0,0	2.500,9	801,3	1.306,9	392,7	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	0,0	1.236,2	517,7	3.132,9
Tramo nacional	1.231,4	0,0	797,1	0,0	55,7	58,5	682,9
Tramo internacional	0,0	0,0	4.089,8	0,0	1.180,5	459,2	2.450,0
NÚMERO DE EXPEDIENTES	106	159	153	35	46	43	29
Ampliaciones de capital	103	159	146	35	43	41	27
De ellas, liberadas	24	38	34	7	7	11	9
De ellas, mediante OPS	7	6	9	2	5	2	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	0	3	2	2
NÚMERO DE EMISORES	39	46	61	21	30	29	20
Ampliaciones de capital	39	46	59	21	30	28	19
De ellas, mediante OPS	7	6	7	2	5	2	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	0	2	1	1

Fuente: CNMV.

1. Datos hasta el 15 de diciembre.

Como se observa en el gráfico 19, las condiciones de liquidez del Ibex 35 han sido holgadas durante todo el ejercicio, con valores medios del diferencial bid-ask inferiores al 0,10 %, incluso en los momentos alcistas del indicador. La liquidez del Ibex 35 no se ha visto afectada por las turbulencias en los mercados del último tramo del ejercicio, ya que el promedio mensual de este diferencial de precios se reducía hasta el 0,07 % a mediados de diciembre, por debajo del promedio del conjunto del año (0,08 %) y del promedio desde 2003 (0,10 %).



Fuente: Bloomberg. Datos hasta el 15 diciembre. Se ofrece el diferencial entre los precios diarios *bid-ask* del Ibex 35 y el promedio mensual de este diferencial. 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.

II Informes y análisis

Evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2014

Laura Romero y José María Fernández (*)

(*) Laura Romero y José María Fernández pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV.

1 Introducción

Este artículo recoge y analiza las principales magnitudes de la información financiera periódica correspondiente al primer semestre de 2014 y comunicada por los emisores a la CNMV¹.

La información agregada que se analiza se refiere a los resultados, la posición financiera, los flujos de efectivo, el número de empleados y los dividendos distribuidos. Las 147 entidades incluidas en el estudio pertenecen a los siguientes sectores: energía (9 entidades); industria (47 entidades); comercio y servicios (42 entidades); construcción e inmobiliario (28 entidades); entidades de crédito (19 entidades), y seguros (2 entidades).

El análisis se realiza teniendo en cuenta las siguientes consideraciones:

- Los datos se obtienen de los informes financieros periódicos², consolidados o individuales, remitidos a la CNMV por los emisores de acciones e instrumentos de deuda³ cotizados en un mercado regulado español, cuando España es el Estado miembro de origen.
- Las cifras agregadas excluyen a los emisores que dependen de otro grupo cotizado. Sin embargo, cuando esos emisores desarrollan su actividad en un sector distinto al de su sociedad dominante, sus magnitudes financieras se integran en las de su sector.
- Los datos correspondientes a periodos distintos al primer semestre de 2014 en las series históricas se han calculado para la muestra representativa de las entidades cotizadas en el periodo de referencia.

En la sección segunda de este artículo se analiza la evolución, desde 2010, del importe neto de la cifra de negocios; en las secciones tercera y cuarta se presenta el comportamiento de los resultados y la rentabilidad del patrimonio y de las inversiones; la sección quinta se centra en el endeudamiento de las entidades no financieras; la

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

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

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

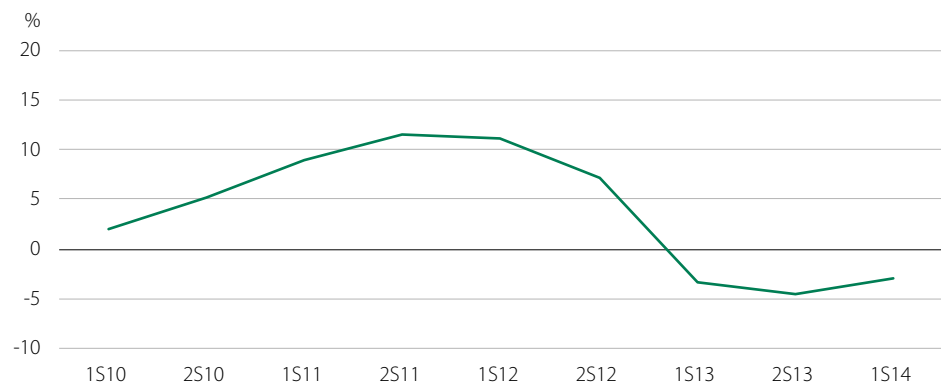
sexta se dedica a la morosidad y la solvencia de las entidades de crédito, y las secciones séptima, octava y novena recogen la evolución de los flujos de efectivo, la plantilla y los dividendos distribuidos, respectivamente. La última sección contiene las principales conclusiones.

2 Importe neto de la cifra de negocios

Como se aprecia en el gráfico 1, después de tres ejercicios con tasas de variación positivas, el importe neto de la cifra de negocios⁴ inició una trayectoria descendente en el primer semestre de 2013, que se ha mantenido en el primera mitad de 2014. No obstante, la tasa de reducción se modera hasta el 3 %, frente al 4,5 % del año anterior.

Tasas de variación del importe neto de la cifra de negocios

GRÁFICO 1



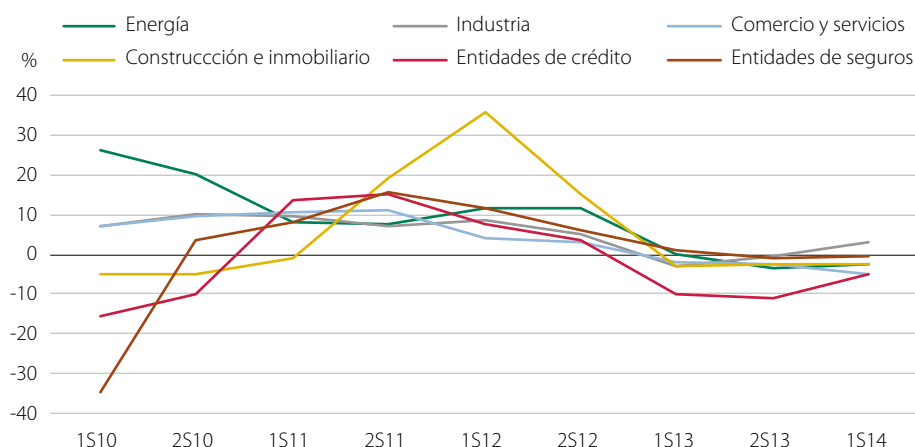
Fuente: CNMV.

El gráfico 2 presenta la evolución del importe neto de la cifra de negocios para los distintos sectores. Todos ellos, excepto las entidades del sector industrial, registraron tasas de variación interanuales negativas en el primer semestre del ejercicio 2014. Al igual que en los últimos dos semestres, el mayor descenso correspondió a las entidades de crédito, con una tasa de variación interanual del -4,8 % (-11,2 % en el ejercicio 2013), a las que se une en este semestre el sector de comercio y servicios, con una tasa del -5 %.

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

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

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

Los rasgos más destacados en la evolución de los distintos sectores durante el primer semestre de 2014 fueron los siguientes:

- **Energía.** La cifra de negocios ha continuado en 2014 la reducción iniciada en 2013. Las empresas eléctricas redujeron sus ingresos principalmente por las siguientes causas: (i) la debilidad de la demanda de electricidad y gas en la eurozona; (ii) el efecto negativo de la depreciación de las monedas locales latinoamericanas, y (iii) las recientes modificaciones regulatorias y fiscales en España y el Reino Unido, que han aminorado los ingresos de los negocios liberalizados en ambos países. En el caso español destaca a este respecto el Real Decreto Ley 9/2013, de 12 de julio, por el que se adoptan medidas urgentes para garantizar la estabilidad financiera del sistema eléctrico.

Por su parte, la cifra de ventas de las empresas petroleras se ha visto afectada negativamente por las paradas de producción en Libia, compensada en parte con la evolución favorable de los negocios de comercialización de productos petrolíferos y químicos, y del negocio de gas en EE. UU. La cifra de ventas del sector no se ha visto afectada por la evolución del precio medio del petróleo Brent, que se ha mantenido estable en el primer semestre, pero sí por una depreciación del dólar frente al euro (4,5 %).

- **Industria.** La evolución del importe neto de la cifra de negocios de las empresas industriales ha sido desigual, registrándose en el periodo un incremento global del 2,9 % frente a las disminuciones de los dos semestres anteriores.

La cifra de ventas tuvo una evolución favorable en algunas empresas y subsectores. Cabe destacar el incremento del 4,5 % en el subsector de la manufactura textil, determinado por el aumento del 5,6 % en la cifra de negocio de su principal empresa, fruto de su expansión internacional. Esta entidad representa, por sí sola, el 31,6 % del total de los ingresos del sector industrial. Otros subsectores que vieron aumentar el importe de sus ventas fueron las metálicas básicas y de transformación de metales (2,66 %), los mercados eólicos emer-

gentes (13,1 %), la industria química (6 %) y la alimentación (0,5 %), que representan en torno al 58 % del total de los ingresos industriales. El aumento en estos sectores se ha debido principalmente a los siguientes factores: (i) mejora de la demanda global; (ii) aumento de la cartera de proyectos de ingeniería y construcción de instalaciones industriales en áreas de petróleo y gas natural; (iii) ligera recuperación del consumo privado en la zona euro, que ha permitido un leve aumento de las ventas en el sector de alimentación, y (iv) contribución a los ingresos de los negocios adquiridos a finales de 2013 e inicios de 2014.

En sentido contrario, destaca el descenso que se ha producido en entidades relacionadas con la actividad de papel y artes gráficas (11,3 %), la actividad constructora (3,5 %), las relacionadas con las energías renovables en España y las que se encuentran en proceso concursal, siendo el peso agregado de estas entidades sobre el total de los ingresos industriales de aproximadamente el 9 %.

- **Comercio y servicios.** Este sector registró una disminución del 5 % en la cifra de ventas. Esta tasa sería positiva en un 1,9 % si se excluyese el subsector de las comunicaciones, que representa el 43,8 % de los ingresos del sector.

Las ventas de este subsector descendieron un 12,6 %, debido fundamentalmente al efecto del tipo de cambio (destaca la depreciación del bolívar venezolano y del peso argentino, compensadas parcialmente por la apreciación del real brasileño y de la libra esterlina durante el primer semestre de 2014), a la hiperinflación en Venezuela y a los cambios de perímetro de consolidación.

En cuanto al resto del sector, el aumento neto de la cifra de ventas se debe, en gran medida, a dos factores: (i) incremento de los ingresos por pasaje de transporte aéreo (7,8 %), gracias al aumento de capacidad y a pesar de la disminución del ingreso unitario y del efecto cambiario adverso, y (ii) evolución positiva de los ingresos en empresas de nuevas tecnologías (2,4 %) y de actividad de autopistas (4,5 %).

- **Construcción e inmobiliario.** El importe neto de la cifra de negocios del sector se redujo en el primer semestre del ejercicio en un 2,3 % con respecto al mismo semestre de 2013. La caída se concentró en el subsector de la construcción, que registró una tasa de variación del -2,6 % frente a un incremento del 31,8 % en las empresas inmobiliarias, si bien el peso de las segundas sobre el total de ingresos del sector es de apenas un 1,3 %.

En el subsector de la construcción, la caída en la cifra de negocios se produce prácticamente en todas las compañías como consecuencia del fuerte descenso de su actividad en España. En el caso de la principal empresa de este segmento, que tiene un peso relativo del 58,4 % sobre el total de la cifra de ventas del subsector, se produjo una caída del 5 % debida al impacto de la depreciación del dólar australiano y a la venta de activos en 2013.

- **Entidades de crédito.** Los ingresos por intereses y rendimientos asimilados de las entidades de crédito disminuyeron un 4,8 % con respecto al mismo periodo

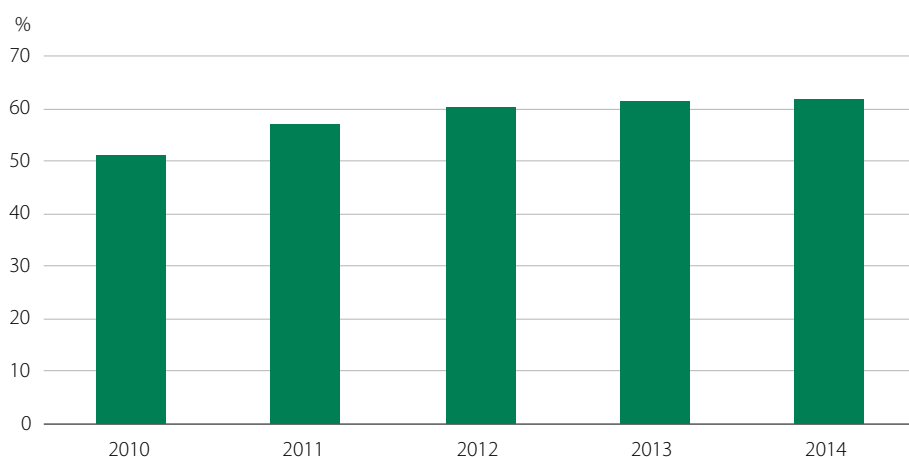
del año anterior. Este descenso se debe fundamentalmente al impacto de la curva de tipos de interés en la revisión de los tipos de la cartera hipotecaria, la eliminación de las denominadas «cláusulas suelo» de determinados préstamos hipotecarios, el efecto de la morosidad y los procesos de optimización del balance realizados por las entidades de crédito.

- **Empresas aseguradoras.** El volumen agregado de las primas netas de seguros experimentó un descenso interanual del 0,3 %. En el ramo de vida aumentaron un 3,8 %, mientras que en el ramo de no vida disminuyeron un 2 %.

El gráfico 3 muestra el porcentaje del importe neto de la cifra de negocios que han generado en el extranjero las entidades no financieras desde 2010. En el primer semestre de 2014 se mantuvo la tendencia al alza de dicho porcentaje registrada durante los últimos ejercicios, situándose en el 61,5 % del importe neto de la cifra de negocios total, tres décimas por encima del porcentaje de 2013. No obstante, el aumento se concentró exclusivamente en el sector industrial, como se aprecia en el cuadro 1. El peso de los ingresos generados exclusivamente en España se ha reducido significativamente desde 2003, primer año del que se dispone de este dato, pasando del 67,7 % al 38,5 %.

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

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

El cuadro 1 recoge el detalle sectorial de la proporción del importe neto de la cifra de negocios generada en el extranjero para las entidades no financieras. Como se ha indicado, todos los sectores, excepto el industrial, muestran una disminución en el peso de los ingresos en el exterior.

Después de tres años consecutivos en los que las cifras de ventas en el extranjero presentaron incrementos cercanos al 20 %, en 2013 se produjo una disminución del 0,7 % en el volumen de ventas respecto a 2012. Esta tendencia se ha intensificado en el primer semestre de 2014, en el que se registró una reducción del 2,3 %. Aun así, el comportamiento de los ingresos en el exterior fue mejor que en España, donde las ventas disminuyeron un 3 %.

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

CUADRO 1

	2010	2011	2012	2013	1S14
Energía	44,8	47,0	45,2	45,0	44,2
Industria	65,8	69,0	73,1	74,5	78,5
Comercio y servicios	57,1	62,5	67,8	68,8	68,4
Construcción e inmobiliario	44,5	59,1	69,0	72,1	71,1
Subtotal no financiero	51,0	57,0	60,3	61,2	61,5

Fuente: CNMV.

3 Resultados

Los resultados agregados de las empresas de la muestra se redujeron en 452 millones de euros, lo que representa una caída del 2,3 % con respecto al mismo semestre del año anterior. Esta reducción se explica, sobre todo, por los menores beneficios obtenidos en los sectores de comercio y servicios y de entidades de crédito. En sentido contrario, cabe destacar la evolución positiva del sector de construcción e inmobiliario, que pasó de tener pérdidas a registrar beneficios.

El porcentaje de entidades de la muestra con pérdidas se ha reducido en 1,4 puntos porcentuales respecto al primer semestre del ejercicio anterior, ascendiendo el importe acumulado de las mismas a 3.353 millones de euros, frente a los 2.894 millones de euros en el semestre de referencia de 2013.

El porcentaje de entidades con beneficios se situó en el 68,7 % de la muestra. Destaca el número de compañías que han incrementado su resultado por encima del 20 % (40 sociedades), similar al de 2013 (43).

EBITDA¹, resultado de explotación y resultado del ejercicio

CUADRO 2

Millones de euros

	EBITDA			Resultado de explotación			Resultado del ejercicio		
	1S13	1S14	Var. (%)	1S13	1S14	Var. (%)	1S13	1S14	Var. (%)
Energía	10.471	11.775	12,5 %	6.176	7.282	17,9 %	5.690	5.479	-3,7 %
Industria	3.712	3.856	3,9 %	2.523	2.607	3,3 %	1.576	1.594	1,1 %
Comercio y servicios	13.809	13.754	-0,4 %	6.486	7.227	11,4 %	2.447	1.592	-34,9 %
Construcción e inmobiliario	3.182	3.021	-5,1 %	1.654	1.850	11,9 %	-517	829	-
Entidades de crédito	-	-	-	7.235	10.395	43,7 %	9.476	8.642	-8,8 %
Entidades de seguros	-	-	-	1.096	1.210	10,4 %	751	811	8,0 %
Total²	31.105	32.348	4,0 %	25.149	30.553	21,5 %	19.431	18.979	-2,3 %

Fuente: CNMV.

1. EBITDA = Resultado de explotación + amortización del inmovilizado.
2. Para los grupos, el total solo incluye los datos consolidados presentados por la sociedad dominante, excluyéndose cualquier otra empresa cotizada del grupo. El total puede diferir de la suma de los valores reflejados para cada sector, debido a los ajustes realizados.

Como se aprecia en el cuadro 2, las empresas no financieras registraron un incremento en su EBITDA del 4 %. Este aumento, que contrasta con la disminución en el importe neto de la cifra de negocios del 2,6 %, se debe, fundamentalmente, (i) al efecto positivo de la comparación con el primer semestre de 2013, periodo en el que se registraron importantes deterioros de activos materiales, inmateriales y fondos de comercio, principalmente relacionados con la generación de electricidad con energías renovables y de almacenamiento de gas en Estados Unidos y Canadá, y (ii) a la disminución de los gastos de personal y otros gastos de explotación, resultado de los planes de eficiencia y optimización de costes llevados a cabo durante 2013, con especial fuerza en el sector de comercio y servicios.

El resultado de explotación registró una sensible mejora tanto para las empresas financieras como para las no financieras, especialmente significativa en el caso de las primeras. En las entidades no financieras, la mejora de este resultado se ha producido gracias a una sustancial reducción de los gastos de amortización, especialmente en el sector de comercio y servicios, las ventas de activos no estratégicos, el efecto de los tipos de cambio y los cambios en el perímetro de consolidación.

En cuanto al resultado del ejercicio, el de las entidades no financieras mejoró un 3,5 %, principalmente por el sector constructor e inmobiliario, que pasa de tener pérdidas a beneficios en el primer semestre de 2014. No obstante, el crecimiento de esta partida fue inferior al del resultado de explotación, por dos motivos: (i) el incremento del gasto por impuesto sobre sociedades, ya que en 2013 se registra el efecto fiscal derivado de la actualización realizada sobre los activos no financieros situados en España, al amparo de la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica, y (ii) las mayores pérdidas por operaciones interrumpidas registradas en 2014, principalmente en el sector de comercio y servicios.

En conjunto, el resultado del ejercicio para el total de la muestra disminuye un 2,3 %, por la reducción de beneficios de las entidades de crédito en un 8,8 %.

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

- **Energía.** El aumento del resultado de explotación (17,9 %) contrasta con la reducción de la cifra de negocios (2,6 %). La mejora de este margen se debe, principalmente, al impacto que tuvieron en el primer semestre de 2013 los deterioros experimentados por una entidad como consecuencia de la revisión de sus planes en Estados Unidos y Canadá. Si excluimos este efecto, el EBIT en el primer semestre de 2014 habría caído un 7,7 % respecto al mismo periodo del año anterior, y este descenso se explica por el hecho de que el impacto negativo de las modificaciones regulatorias ha sido superior a las reducciones en aprovisionamientos y costes fijos del periodo.

El resultado antes de impuestos experimenta una mejora del 33,7 %, debida a las siguientes causas: (i) el impacto positivo de las plusvalías obtenidas en las desinversiones realizadas en el periodo; (ii) la mejora de los resultados finan-

cieros por la reducción de la deuda y del coste medio de financiación, y (iii) el incremento de los resultados aportados por las sociedades contabilizadas por el método de la participación.

Finalmente, la disminución en el resultado del ejercicio en un 3,7 % se ha debido al impacto positivo en el gasto por impuesto sobre sociedades del ejercicio 2013 que supuso la actualización de balances realizada por varias empresas del sector al amparo de la Ley 16/2012.

- **Industria.** El EBITDA y el resultado de explotación aumentaron un 3,9 % y un 3,3 % respectivamente, algo por encima del incremento de la cifra de ventas (2,9 %).

Destaca la mejora del EBITDA sobre ventas de las empresas relacionadas con el subsector de industrias metálicas básicas y de transformación de metales y el subsector químico, así como otras manufacturas no textiles. El aumento se debió en estos casos a tres factores: (i) los mayores niveles de eficiencia productiva alcanzados tras la puesta en marcha de programas de ahorro de costes fijos y optimización de los variables; (ii) los impactos no recurrentes asociados a la reversión de deterioros registrados en el ejercicio anterior, y (iii) el registro de menores gastos no recurrentes con respecto al periodo anterior.

Sin embargo, la principal empresa manufacturera textil, que representa el 45,8 % del resultado de explotación del sector, presentó una ligera reducción de su EBITDA y su resultado de explotación, debida al crecimiento de los gastos operativos como resultado, a su vez, del aumento de las ventas y del nuevo espacio comercial abierto.

También es reseñable el descenso del EBITDA sobre ventas de las empresas vinculadas al papel y las artes gráficas, así como al cemento, en relación con dos cuestiones: (i) los gastos no recurrentes por deterioro relacionados con el cambio regulatorio eléctrico para fuentes de energía renovables, cogeneración y residuos, adicionales a los ya registrados en el segundo semestre de 2013, y (ii) los menores márgenes de las compañías adquiridas que no se consolidaron íntegramente en el primer semestre de 2013.

Finalmente, el resultado del ejercicio aumentó un 1,1 %, porcentaje menor que el incremento en la cifra de ventas o en el resultado de explotación, debido a un incremento del gasto por impuestos con respecto al ejercicio 2013, cuando se vio afectado por la actualización de balances registrada por algunas entidades, al saneamiento de créditos fiscales en el primer semestre de 2014 y a las menores pérdidas de operaciones interrumpidas.

- **Comercio y servicios.** El EBITDA agregado del sector disminuyó un 0,4 %, condicionado por el subsector de las comunicaciones, donde este flujo se redujo un 14,5 % como consecuencia, fundamentalmente, de la caída de las ventas. Excluido este subsector, el EBITDA habría aumentado un 30,9 %, debido, sobre todo, a la disminución de los costes de combustible y de personal en el sector aéreo.

Otros efectos también positivos sobre el EBITDA fueron: (i) la continuidad en la implantación de mejoras de eficiencia y optimización de costes en la actividad de concesiones; (ii) la mejora de los márgenes en las ventas de infraestructuras de tipo concesional y ventas de bioenergía, y (iii) los beneficios obtenidos en la venta de participaciones.

El resultado de explotación agregado del sector aumentó un 11,4 %, ya que se produjo una significativa disminución del gasto de amortización, con dos efectos de sentido contrario: (i) el impacto positivo de los tipos de cambio, las bajas del perímetro y las ventas de activos no estratégicos, y (ii) el aumento del gasto medio registrado por otras entidades del sector por altas de activos y combinaciones de negocios.

Por el contrario, el resultado neto del semestre disminuye un 34,9 % debido al fuerte empeoramiento del resultado de operaciones interrumpidas, principalmente en el sector de los medios de comunicación.

- **Construcción e inmobiliario.** El EBITDA del sector disminuye un 5,1 %, debido al descenso de las empresas constructoras (-6,1 %) y a pesar del buen comportamiento del subsector inmobiliario, donde esta variable mejora (15,9 %), si bien se mantiene en cifras negativas.

En el sector constructor, destaca la caída del EBITDA de la principal empresa del sector, motivada por la disminución de la cifra de negocio a causa del impacto negativo del tipo de cambio y de la venta de activos en 2013.

Si bien el EBITDA de la actividad inmobiliaria continúa siendo negativo, este mejora impulsado por la dación en pago de activos por cancelación de deuda financiera con un valor en libros por encima del precio de venta de dichos activos, así como por la reducción del deterioro de inmuebles registrado en 2013.

El resultado de explotación aumenta un 11,9 %, experimentando una evolución positiva en ambos sectores. En concreto, aumenta un 6,8 % en la actividad constructora, hasta los 2.164 millones de euros, frente a una mejora del 15,9 % en las empresas inmobiliarias, si bien aún se mantiene en un nivel negativo de 314 millones de euros.

Por último, el resultado del ejercicio es positivo por un importe de 829 millones de euros frente a unas pérdidas de 517 millones de euros en el primer semestre de 2013. Cabe destacar que tanto el sector constructor como el inmobiliario presentan beneficios (785 y 44 millones de euros respectivamente). Destaca el impacto positivo de las operaciones interrumpidas, fundamentalmente por haberse dejado de consolidar un grupo tras la pérdida de su control a cambio de compensación de préstamos con entidades acreedoras, con un efecto de 704 millones de euros.

- **Entidades de crédito.** El margen de intereses se incrementó un 4,2 % con respecto al mismo periodo del ejercicio precedente. Esta evolución es consecuencia de la reducción del 13,6 % de los gastos por intereses y cargas asimiladas,

que fue más acusada que la reducción del 4,8 % de los ingresos por intereses y rendimientos asimilados.

La variación negativa de los ingresos por intereses en el primer semestre de 2014 se debe, tal y como se ha indicado, al impacto de la curva de tipos de interés en la revisión de los tipos de la cartera hipotecaria, la eliminación de las denominadas «cláusulas suelo» de determinados préstamos hipotecarios, los procesos de optimización del balance realizados por las entidades de crédito y la morosidad. Como consecuencia del difícil entorno económico, las nuevas exigencias regulatorias y los procesos de reestructuración del sector financiero, con el traspaso de activos a la SAREB por parte de los bancos nacionalizados, se ha producido un descenso significativo de los volúmenes de financiación al sector privado, así como un desplazamiento de los mix de carteras hacia productos con menor riesgo y menor rentabilidad. Por último, las altas tasas de mora que provocan un aumento de los activos improductivos también han contribuido a la caída de los ingresos por intereses.

En un escenario de elevados niveles de liquidez, una vez superadas las tensiones en los mercados gracias a las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo, la reducción de los gastos por intereses y cargas asimiladas, superior a la de los ingresos por intereses, se debe fundamentalmente a la optimización del coste de financiación (a) de clientes, por las rebajas de tipos aplicadas en la contratación de depósitos, y (b) mayorista, por la revisión a la baja de los tipos de interés.

Sin embargo, el incremento en el margen de intereses no fue suficiente para evitar una reducción del margen bruto del 2,1 %. Esta caída estuvo ocasionada, fundamentalmente, por el descenso de los resultados en operaciones financieras y por los resultados en diferencias de cambio.

En términos generales, los menores resultados por operaciones financieras son consecuencia de determinadas operaciones que se produjeron durante el primer semestre de 2013 y no se han repetido en el mismo periodo de 2014. Entre ellas destacan las operaciones de canje de instrumentos híbridos, recompras de bonos de titulación y cédulas hipotecarias, desinversiones en activos no estratégicos, venta de activos de renta fija disponibles para la venta y de la cartera a vencimiento y resultados de la cartera de negociación.

No obstante lo anterior, determinadas entidades de crédito presentan también en el primer semestre de 2014 importantes resultados de operaciones financieras derivadas de la venta de inversiones de deuda pública adquiridas en periodos anteriores, aprovechando las oportunidades ofrecidas por el mercado de deuda como consecuencia de la evolución favorable de la prima de riesgo, y con el objetivo de materializar plusvalías para cumplir con las nuevas exigencias de capital regulatorio.

En cuanto a la reducción de los resultados positivos por diferencias de cambio, se debió principalmente a la depreciación del bolívar venezolano y el peso argentino.

A pesar de la caída del margen bruto, el resultado de la actividad de explotación en el primer semestre de 2014 aumentó un 43,7 %, favorecida por una reducción de los gastos de personal del 9,2 % y de las pérdidas netas por deterioro de activos financieros de un 13,2 % respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Las menores pérdidas por deterioro son consecuencia de las dotaciones que, a lo largo del primer semestre de 2013, debieron realizar las entidades a causa del fuerte empeoramiento de la calidad de los activos y a la finalización en dicho ejercicio del 100 % de las dotaciones requeridas en aplicación del Real Decreto Ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

En cuanto al resultado del ejercicio, el conjunto de entidades de crédito de la muestra obtuvo en el primer semestre de 2014 un beneficio neto agregado antes de impuestos de 11.744 millones de euros, frente a los 9.326 millones de euros del mismo periodo del ejercicio anterior.

Además de la mejora del resultado de explotación, este crecimiento refleja: (i) la disminución de las pérdidas derivadas de activos no corrientes en venta (entre los que se incluyen los inmuebles adjudicados); (ii) la mejora de los resultados positivos procedentes de la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta, y (iii) el menor impacto de las diferencias negativas de consolidación, particularmente significativas durante el periodo anterior en algunas entidades debido a los procesos de venta realizados por el FROB.

- **Entidades de seguros.** En el primer semestre de 2014, el resultado agregado de la cuenta técnica fue un 10,2 % superior al obtenido en el mismo periodo del año anterior. En el ramo de no vida aumentó un 2,1 %, debido a que los costes de explotación disminuyeron en mayor medida que las primas. Asimismo, en el ramo de vida la cuenta técnica creció un 31,8 %, debido al aumento de los ingresos por primas y a la reducción de los gastos de explotación netos, mientras que se mantuvo el nivel de gastos por siniestralidad. En consecuencia, el resultado antes de impuestos agregado del primer semestre de 2014 aumentó un 10,3 % respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, apoyado en los mayores ingresos procedentes de la gestión del ahorro y por el notable aumento del volumen de fondos de inversión y carteras gestionadas.

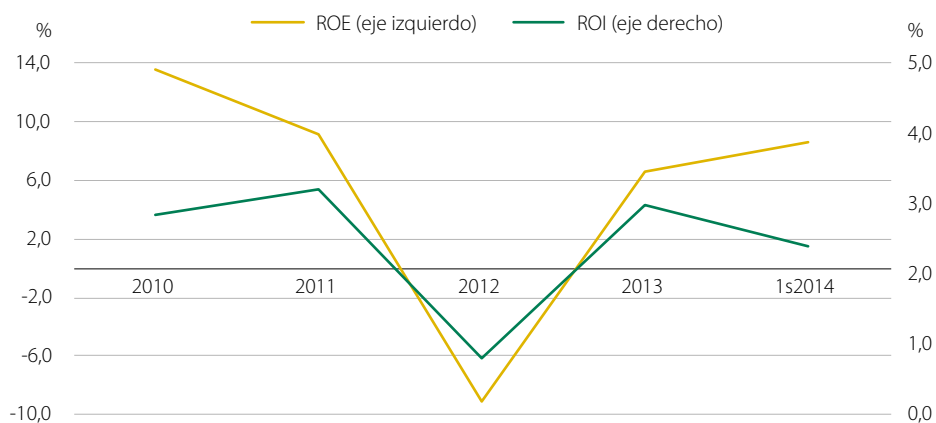
4 Rentabilidad del capital y de las inversiones

El gráfico 5 muestra la evolución del ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) y del ROI (rentabilidad sobre las inversiones)⁵ desde 2010. En el primer semestre de 2014, el ROE y el ROI se situaron en el 8,6 % y el 2,3 % respectivamente, consolidándose la recuperación de los niveles de 2011 iniciada en 2013.

5 Para las definiciones de ROE y ROI aquí empleadas, véase el artículo «La evolución económica y financiera de las empresas cotizadas en el primer semestre de 2009», de Belén de Anta Montero y Óscar Casado Galán, publicado en el Boletín de la CNMV del cuarto trimestre de 2009 (pp. 41-58, disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIV09.pdf>).

ROE y ROI

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Los cuadros 3 y 4 muestran la evolución del ROE y del ROI, respectivamente, para los distintos sectores. En el primer semestre de 2014, todos los sectores registraron rentabilidades sobre recursos propios y activos positivas; destaca el sector de construcción e inmobiliario, que ha pasado de un ROE negativo a uno positivo. El sector de comercio y servicios fue el único cuyas ratios empeoraron con respecto al ejercicio 2013.

ROE (%)

CUADRO 3

	2010	2011	2012	2013	1S14
Energía	16,2	10,7	9,9	7,7	10,0
Industria	13,8	10,4	8,4	10,9	12,0
Comercio y servicios	21,9	16,4	7,9	10,5	5,6
Construcción e inmobiliario	6,6	-0,7	-20,9	-22,9	10,3
Total entidades no financieras	16,9	10,9	5,8	6,4	9,2
Entidades de crédito y seguros	10,3	7,1	-24,4	6,8	8,1
Total	13,6	9,2	-9,1	6,6	8,6

Fuente: CNMV.

ROI (%)

CUADRO 4

	2010	2011	2012	2013	1S14
Energía	8,2	6,0	5,8	5,1	6,1
Industria	9,0	7,4	6,2	7,7	8,2
Comercio y servicios	8,5	7,8	4,8	5,5	4,4
Construcción e inmobiliario	4,8	2,9	-0,7	2,2	3,0
Total entidades no financieras	7,7	5,9	3,9	4,4	5,4
Entidades de crédito y seguros	2,0	2,4	0,2	2,6	1,7
Total	2,9	3,1	0,8	2,9	2,3

Fuente: CNMV.

Como se observa en el cuadro 5, el coste financiero medio de los recursos ajenos neto de impuestos ha disminuido en 10 puntos básicos con respecto a 2013, destacando la disminución en el sector energía. El resto de sectores continúan entre el 3 % y el 4 %.

Coste financiero de los recursos ajenos neto de impuestos de entidades no financieras (%)¹

CUADRO 5

	2010	2011	2012	2013	1S14
Energía	2,9	2,8	2,8	3,0	2,6
Industria	3,4	3,8	3,6	3,9	3,9
Comercio y servicios	2,8	4,1	3,5	3,5	3,9
Construcción e inmobiliario ²	4,4	3,8	4,3	3,5	3,4
Total entidades no financieras	3,1	3,4	3,0	3,4	3,3

Fuente: CNMV.

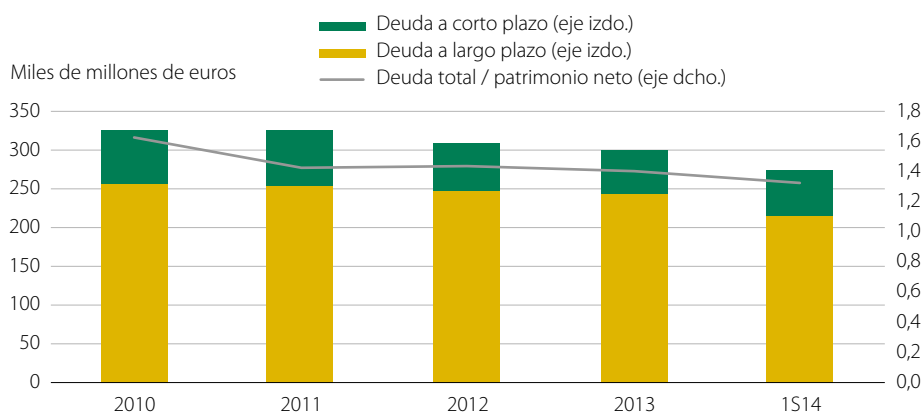
1. Porcentaje que representa el gasto financiero por intereses y cargas asimiladas sobre la deuda media del ejercicio.
2. En el caso del sector de la construcción e inmobiliario, en el ejercicio 2013 se ha calculado esta ratio tomando la tasa impositiva legal y no la tasa impositiva efectiva porque, a nivel agregado, el sector presenta un gasto por impuesto de sociedad pese a las pérdidas en el ejercicio. La ratio correspondiente al total de entidades no financieras se ha ajustado de forma apropiada.

5 Endeudamiento

El gráfico 6 expone la evolución del endeudamiento financiero bruto de las entidades no financieras de la muestra⁶.

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

GRÁFICO 6



Fuente: CNMV.

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

En el primer semestre del ejercicio 2014 descendió de manera significativa el nivel de endeudamiento financiero agregado de las empresas de la muestra, acentuándose la tendencia iniciada en el ejercicio 2010. A 30 de junio de 2014, la deuda de estas entidades se situaba en 268.043 millones de euros, lo que supone un descenso del 2,3 % respecto al cierre de 2013.

La tendencia en la reducción del endeudamiento se observa en todos los sectores, a excepción de la industria, donde se ha producido un aumento (9,4 %) debido a la financiación de los activos adquiridos durante el periodo.

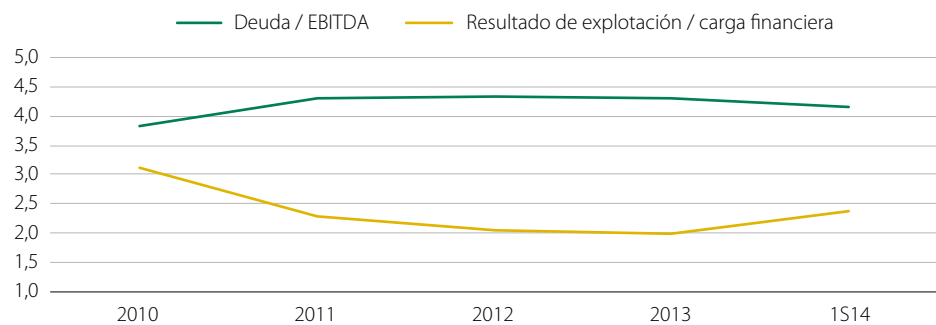
Destaca la reducción experimentada por el sector energético (10,4 %), principalmente debida a la aplicación desde el 1 de enero de 2014 de la NIIF 11 «Acuerdos conjuntos», que ha supuesto dejar de aplicar el método de consolidación proporcional a los negocios conjuntos, que pasan a valorarse utilizando el método de la participación. Sin tener en cuenta este efecto, el descenso estimado de la deuda del sector puede cifrarse en el 1 %.

El porcentaje de deuda a corto (21,6 %) y largo plazo (78,4 %) se mantiene estable con respecto al cierre de 2013. Lo mismo ocurre con la ratio de apalancamiento, que alcanza un 1,27 frente a un 1,33 al cierre del ejercicio anterior.

El gráfico 7 recoge la evolución de las ratios de cobertura del endeudamiento y la carga financiera a través del EBITDA y del resultado de explotación, respectivamente. La primera (deuda total / EBITDA)⁷ mejoró ligeramente, situándose en el primer semestre de 2014 en 4,14 años, frente a los 4,29 de 2013. Por su parte, la ratio de cobertura de los gastos financieros (EBIT / gastos financieros) presenta un ligero aumento hasta alcanzar una magnitud de 2,37 veces (1,99 veces en 2013).

Ratios de cobertura

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

El cuadro 6 muestra, desglosado por sectores, la evolución del nivel de endeudamiento y de algunas ratios relevantes. Todos los sectores redujeron en el primer semestre de 2014 su nivel de endeudamiento, excepto el de la industria.

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

Evolución del endeudamiento por sectores

CUADRO 6

Millones de euros

		2010	2011	2012	2013	1S14
Energía	Deuda	98.283	95.853	91.233	82.146	75.363
	Deuda / patrimonio	0,95	0,92	0,85	0,75	0,68
	Deuda / EBITDA	2,81	3,27	3,26	3,41	6,40
	Rtdo. explotación / carga financiera	4,15	3,30	3,14	2,90	3,48
Industria	Deuda	14.948	17.586	17.232	16.609	18.182
	Deuda / patrimonio	0,58	0,63	0,63	0,62	0,69
	Deuda / EBITDA	2,11	2,54	2,38	2,17	4,72
	Rtdo. explotación / carga financiera	5,00	3,90	3,82	4,56	4,39
Comercio y servicios	Deuda	115.413	113.142	117.359	111.795	112.238
	Deuda / patrimonio	1,60	2,01	2,00	1,99	1,98
	Deuda / EBITDA	3,38	3,78	4,01	3,90	8,16
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,94	2,45	2,02	2,08	2,17
Construcción e inmobiliario	Deuda	99.917	83.716	76.236	65.066	63.637
	Deuda / patrimonio	3,42	2,98	3,51	4,46	3,59
	Deuda / EBITDA	11,18	15,00	15,17	18,87	21,06
	Rtdo. explotación / carga financiera	0,98	0,52	0,32	0,09	0,92
Ajustes*		-1.792	-1.404	-1.429	-1.395	-1.377
Total	Deuda	326.769	308.893	300.633	274.221	268.043
	Deuda / patrimonio	1,43	1,44	1,41	1,33	1,27
	Deuda / EBITDA	3,84	4,29	4,32	4,29	4,14
	Rtdo. explotación / carga financiera	3,12	2,30	2,06	1,99	2,37

Fuente: CNMV.

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

El endeudamiento en el sector de la energía se redujo en el primer semestre de 2014 un 8,3 %, acentuándose la tendencia iniciada en 2009 a consecuencia de la aplicación de la NIIF 11, que ha tenido un impacto relevante en varias entidades.

En el sector industrial, el nivel de endeudamiento crece un 9,5 % debido al significativo aumento de la deuda financiera de un grupo como consecuencia de la adquisición de activos durante el semestre. El resto de entidades mantuvieron o redujeron su nivel de endeudamiento.

La deuda agregada del sector de comercio y servicios se reduce un 0,4 %. Destaca, en particular, el subsector de comunicaciones, cuyo endeudamiento bruto se redujo, gracias sobre todo a la venta de activos.

Finalmente, el sector de construcción e inmobiliario redujo su nivel de endeudamiento bruto en un 2,2 % respecto al cierre de 2013, principalmente por la aplicación en 2014 de la NIIF 11. Sin tener en cuenta este efecto, todavía se observa una ligera reducción del endeudamiento, concretamente del 0,4 %. Cabe señalar que los ratios del sector de la construcción e inmobiliario continúan presentando los mayores niveles de riesgo financiero, con cifras muy alejadas del resto de sectores y de los niveles existentes en el año 2005.

6 Morosidad y recursos propios de las entidades de crédito

Al igual que en informes anteriores, se incluye en este un apartado específico sobre la evolución de las entidades de crédito y, en particular, sobre las ratios de crecimiento de la inversión crediticia, la morosidad y la solvencia de las entidades.

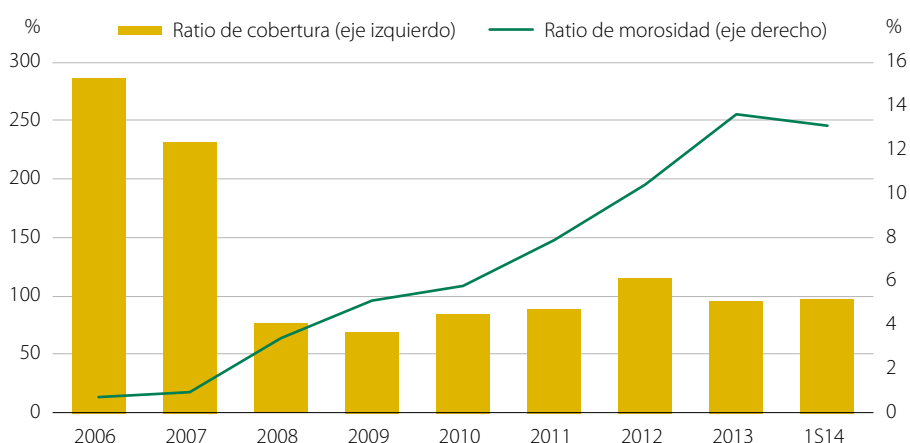
Durante el primer semestre de 2014 se rompió la tendencia decreciente de semestres anteriores en el volumen agregado de la inversión crediticia en cartera de las entidades de crédito, que se incrementó un 2,3 % respecto al cierre del ejercicio 2013. Este aumento responde, fundamentalmente, a mejoras en la solvencia y en la estructura de financiación de las entidades, cuyo acceso a los mercados de financiación ha tendido a normalizarse en un contexto caracterizado por la ausencia de tensiones de liquidez. No obstante, estas mejoras se están trasladando a la inversión crediticia de manera todavía muy lenta.

Debe señalarse que una parte muy significativa del apoyo financiero otorgado por el BCE al conjunto de las entidades de crédito españolas sigue destinándose a la financiación del sector público. De hecho, según la estadística de Deuda del Estado en Circulación, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, la inversión del sector en deuda del Estado siguió aumentando durante la primera mitad de 2014, en concreto el 11,92 %, frente a un descenso del 2,46 % en 2013. A 30 de junio, las entidades de crédito españolas poseían el 32,75 % de la deuda emitida por el Estado (30,98 % en diciembre de 2013). En la misma fecha, su exposición agregada al sector público se situaba en el 12,66 % del activo, muy por encima del 4,17 % registrado en diciembre de 2007, antes de que se iniciase la crisis.

El gráfico 8 muestra la evolución de la tasa de morosidad de las entidades de crédito en las operaciones crediticias con otros sectores residentes desde 2006, así como la tasa de cobertura de los activos dudosos⁸.

Evolución ratios morosidad y cobertura

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España.

⁸ Definida como la razón entre el importe de las correcciones acumuladas de valor por deterioro de activos y el importe de los activos dudosos.

Durante el primer semestre de 2014, y por primera vez desde el inicio de la crisis, la tasa de morosidad ha disminuido, aunque levemente, situándose en el 13,1 %. Este descenso guarda relación con la incipiente mejora de las principales magnitudes macroeconómicas, en particular del mercado de trabajo y del PIB.

En relación con la evolución de la tasa de cobertura, cabe señalar que su disminución en 2008 y 2009 se produjo en paralelo al rápido incremento de la tasa de morosidad. En 2010 cambió la tendencia, que se mantuvo en el ejercicio 2011, como consecuencia de los procesos de integración y saneamiento contra reservas de los activos de las cajas de ahorro. En 2012 el incremento fue aún más significativo, por el impacto de las exigencias del Real Decreto Ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero, y de la Ley 8/2012, de 30 de octubre, sobre saneamiento y venta de activos del sector financiero. En el año 2013 volvió a descender, en línea con el incremento de la tasa de morosidad. Finalmente, en el primer semestre de 2014 se ha producido un leve aumento de la cobertura, en consonancia con la reducción de la morosidad.

El aumento sostenido de la morosidad desde el año 2007 vino acompañado de un incremento en el volumen de refinanciaciones y de adquisiciones o adjudicaciones de activos, especialmente inmobiliarios. Los bienes recibidos en pago de deudas se clasifican en el balance de los grupos financieros, generalmente, como «activos no corrientes en venta», si bien las promociones inmobiliarias en curso y los activos arrendados se clasifican como «existencias» e «inversiones inmobiliarias» respectivamente.

Por esta razón, desde 2008, las variaciones anuales del importe en libros de los activos no corrientes en venta han sido positivas. El mayor incremento se produjo en el ejercicio 2012, ya que a las adjudicaciones realizadas en el periodo se añadió el efecto de la reclasificación como activos no corrientes en venta, realizada por las entidades en reestructuración, de los activos no estratégicos y de los activos improductivos transferibles a la SAREB. Sin embargo, en el ejercicio 2013, como consecuencia de la materialización de los procesos de desinversión y del traspaso de activos a la SAREB, el valor en libros de este epígrafe descendió hasta situarse en el 1,4 % del activo agregado de las entidades de la muestra. En el primer semestre de 2014 volvió a incrementarse su valor en libros, concretamente un 11,6 %, hasta alcanzar el 1,56 % del activo total, debido sobre todo a la reclasificación de la cartera de préstamos realizada por una entidad, así como a otras realizadas con motivo de determinados procesos de integración de entidades.

Por último, la evolución de los distintos componentes del patrimonio neto durante el primer semestre de 2014 ha sido la siguiente: (i) el valor en libros de los fondos propios se incrementó un 3,6 % respecto al cierre del ejercicio 2013, como consecuencia de las medidas adoptadas por las entidades para reforzar su solvencia y cumplir con las nuevas exigencias regulatorias; (ii) las minusvalías netas registradas en el epígrafe de ajustes por valoración de los activos financieros disponibles para la venta, y que son consecuencia de la volatilidad existente en los mercados de capitales y, sobre todo, de la crisis de deuda soberana europea, disminuyeron un 35,1 %, y (iii) los intereses minoritarios aumentaron un 11,1 %.

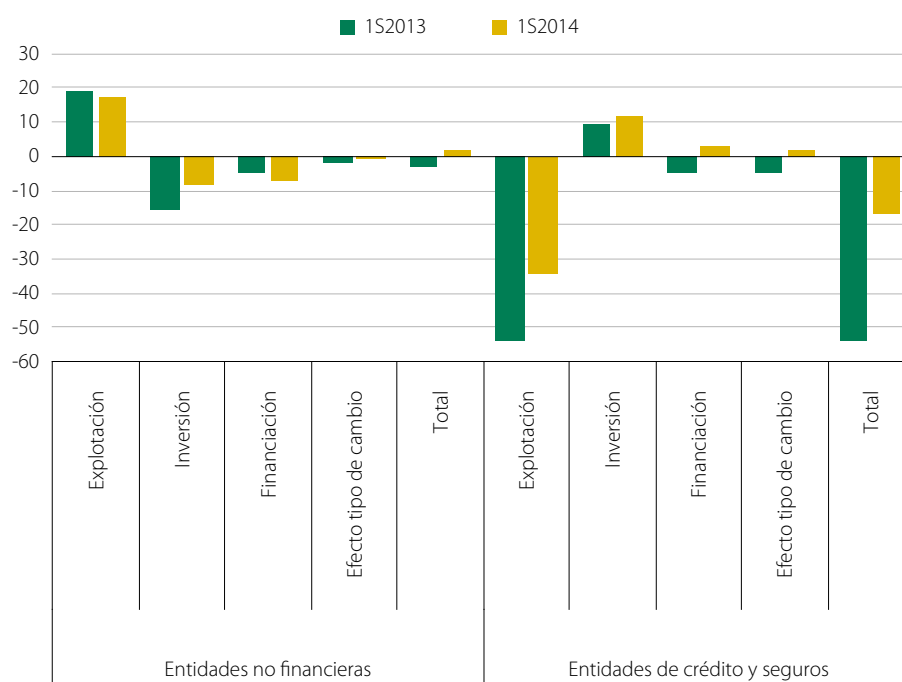
7 Flujos de efectivo

El gráfico 9 muestra la evolución agregada de los flujos de efectivo generados en el primer semestre de los ejercicios 2013 y 2014 por las entidades de la muestra, distinguiéndose entre los flujos derivados de las actividades de explotación, de inversión y de financiación. Los totales corresponden a la variación del efectivo y equivalentes en dichos periodos. En el gráfico se diferencia entre entidades no financieras y entidades de crédito y seguros.

Flujos de efectivo generados

GRÁFICO 9

Miles de millones de euros



Fuente: CNMV.

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

- **Entidades no financieras.** En los sectores no financieros, los flujos de caja generados por las actividades de explotación durante el primer semestre de 2014 (17.532 millones de euros) se redujeron un 9,4 % respecto al mismo periodo de 2013, con disminuciones en todos los sectores; la más significativa se produjo en el sector de comercio y servicios (9,7 %, por importe de 956 millones de euros).

Esta disminución se debió a la menor cifra de ventas, así como al descenso del margen bruto generado por las actividades de explotación, solo parcialmente compensado por la reducción de los gastos de personal y otros gastos de explotación.

Los flujos generados por las actividades de explotación se han destinado a inversiones netas por 8.060 millones de euros y a pagos netos por actividades de financiación de 7.182 millones de euros. El saldo de efectivo y equivalentes al

final del ejercicio aumentó en 1.781 millones de euros, con un efecto por tipo de cambio negativo de 509 millones de euros.

En el ámbito de las actividades de inversión, los pagos netos agregados se redujeron un 48,2 %, a causa de una aminoración en los flujos destinados a inversiones (-11,4 %) que afectó a todos los sectores excepto al industrial, y de un aumento en los cobros recibidos por desinversiones (36 %), la mayor parte de ellas llevadas a cabo en los sectores de energía y de comercio y servicios.

Por su parte, en las actividades de financiación se registró un incremento en los flujos de salida (49 %), por la continuación en los pagos de deuda para reducir el apalancamiento financiero, así como por el incremento en los pagos de dividendos (110,6 %). Estas salidas de fondos se han visto compensadas por los ingresos recibidos en operaciones de financiación realizadas en el semestre por diversas entidades mediante la emisión de instrumentos financieros (obligaciones y bonos).

- **Entidades de crédito y seguros.** El estado de flujos de efectivo agregado de las entidades de la muestra registró una disminución neta de efectivo y equivalentes de 16.818 millones de euros al cierre del primer semestre de 2014, frente a la disminución de 53.605 millones de euros registrada en el mismo periodo del ejercicio anterior.

La salida de efectivo se sustentó, fundamentalmente, en los pagos netos realizados por las actividades de explotación durante el periodo, que ascendieron a 33.710 millones de euros, frente a unos pagos netos de 53.807 millones de euros en el primer semestre de 2013. Su menor cuantía respecto al mismo periodo del año anterior se debe, a su vez, a la reducción de la brecha de crédito, al aumentar la inversión crediticia un 2,3 %, frente a un aumento del 2,7 % de los recursos de clientes. Esta reducción de las necesidades de financiación ha permitido amortizar gran parte de la financiación obtenida del Banco Central Europeo y reducir la apelación a la financiación mayorista.

En las actividades de financiación se registraron entradas netas de efectivo por un total de 3.050 millones de euros, que contrastan con las salidas netas de 4.805 millones registradas en el mismo periodo del ejercicio anterior. El cambio de signo se debe, fundamentalmente, a las emisiones de deuda subordinada y enajenaciones de instrumentos de capital propios.

Como consecuencia de las actividades de inversión, los cobros netos de efectivo de las entidades de la muestra ascendieron a 12.040 millones de euros, frente a unos cobros netos de 9.672 millones de euros en el mismo periodo del ejercicio anterior.

Por último, el efecto de las variaciones de los tipos de cambio implicó una entrada neta de efectivo de 1.802 millones de euros.

El estado agregado de flujos de efectivo refleja claramente la política seguida por la mayoría de las entidades de crédito españolas, basada en la desinversión en activos no rentables o no estratégicos y la optimización de la cartera de inversión crediticia, además de la normalización del acceso a los mercados de financiación mayorista.

8 Número de empleados

El cuadro 7 muestra la plantilla media agregada para cada uno de los seis sectores considerados en la muestra en el primer semestre de los ejercicios 2013 y 2014. Como puede apreciarse, en la primera mitad de 2014 se produjo una reducción interanual de la plantilla media de las compañías del 1,8 %.

Plantilla media por sectores

CUADRO 7

Número de personas	1S2014	1S2013	Variación (%)
Energía	93.013	92.957	0,1 %
Industria	268.510	258.231	4,0 %
Comercio y servicios	614.495	629.384	-2,4 %
Construcción e inmobiliario	366.303	383.985	-4,6 %
Entidades de crédito	429.916	441.728	-2,7 %
Entidades de seguros	42.111	41.285	2,0 %
Ajustes*	-2.590	-3.273	-
Total	1.811.758	1.844.297	-1,8 %

Fuente: CNMV.

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

La plantilla media agregada de las compañías no financieras incluidas en la muestra disminuyó un 1,6 %; el número de entidades que han reducido puestos de trabajo (68 entidades) es superior al de aquellas que lo han aumentado (44 entidades).

Por sectores, la mayor disminución se registra en el sector de construcción e inmobiliario (-4,6 %), concentrada en dos grandes entidades del sector constructor, a causa de ventas de líneas de negocio y cambios en el perímetro de consolidación por ventas de filiales en el extranjero.

El sector de comercio y servicios también registra un descenso de su plantilla media, de un 2,4 %, principalmente concentrada en una gran entidad que a finales de 2013 enajenó un negocio en el extranjero.

Por su parte, la plantilla del sector de la industria se incrementa en un 4 %, y destacan las recientes operaciones corporativas de adquisiciones de negocios.

La plantilla media agregada de las entidades de crédito se redujo un 2,7 % con respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que el número de oficinas lo hizo un 9,9 %⁹. Estas reducciones son consecuencia de los distintos procesos de concentración, de las políticas de reducción de capacidad y del impulso de la banca electrónica.

9 Fuente: Boletín estadístico del Banco de España.

9 Dividendos

Como se observa en el cuadro 8, los dividendos distribuidos en el primer semestre de 2014 aumentaron un 47,9 % con respecto al periodo de comparación del ejercicio anterior, situándose en 7.989 millones de euros.

Dividendos distribuidos por sectores

CUADRO 8

Millones de euros

	1S2014	1S2013	Variación (%)
Energía	3.414	547	524,1 %
Industria	1.017	1.058	-3,9 %
Comercio y servicios	2.602	2.181	19,3 %
Construcción e inmobiliario	70	304	-77,0 %
Entidades de crédito	581	1.052	-44,8 %
Entidades de seguros	305	271	12,5 %
Ajustes*	-	-13	-
Total	7.989	5.400	47,9 %

Fuente: CNMV.

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

El 38,3 % de las entidades han repartido dividendos, porcentaje similar al del mismo periodo del ejercicio anterior (32,2 %). De las 49 entidades que lo hicieron, el 65,3 % incrementó la remuneración al accionista, un 20,4 % la redujo y el 14,3 % restante la mantuvo.

Cabe destacar que el 92,3 % de la distribución de dividendos durante la primera mitad de 2014 se realizó con cargo a los resultados, claramente por encima de lo ocurrido en el mismo periodo del ejercicio anterior (73,9 %).

Las entidades han continuado con la implantación de los denominados *scrip dividends*, que consisten en la entrega de acciones liberadas, con la particularidad de que la entidad ofrece comprar los derechos de asignación gratuita a un precio establecido. De esta forma, el accionista puede elegir entre recibir las acciones, vender el derecho en el mercado o vendérselas a la propia entidad. La principal ventaja para los emisores es que reducen la salida de efectivo y, a la vez, retribuyen a sus accionistas.

En el primer semestre de 2014, nueve entidades han optado por emplear *scrip dividends*, dos menos que en 2013. Un 16,5 % de los accionistas de estas entidades escogieron vender los derechos de asignación gratuita cedidos por el emisor para percibir la retribución en efectivo (1.160 millones de euros); el resto de los accionistas suscribieron las ampliaciones de capital liberadas.

Estas operaciones permitieron a las entidades ahorrarse pagos en efectivo por valor de 5.516 millones de euros; si la totalidad de los accionistas hubieran escogido la opción de vender sus derechos de asignación gratuita, las entidades habrían tenido que desembolsar 6.676 millones de euros.

Cabe reseñar una tendencia a la disminución en el porcentaje de accionistas que solicitan la recompra de los derechos de asignación gratuitos: este porcentaje fue del 35,9 % en 2012 y del 19,2 % en 2013. Ni que decir tiene que se trata de una tendencia particularmente beneficiosa para los emisores en un contexto caracterizado por una limitada capacidad para generar excedentes de liquidez.

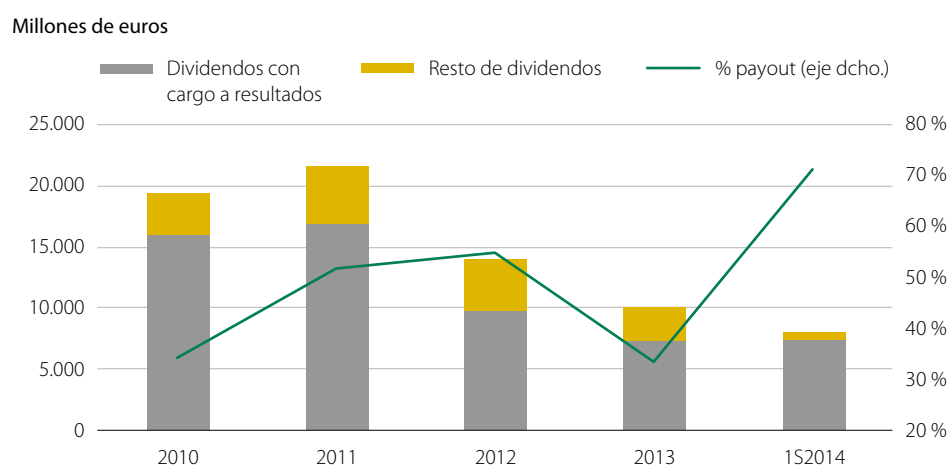
El *payout* agregado de las sociedades —corrección de los dividendos no repartidos con cargo a los resultados del ejercicio— se situó en el primer semestre de 2014 en un 71 %, porcentaje significativamente mayor que en ejercicios anteriores¹⁰.

En el gráfico 10 se muestra la evolución de los dividendos repartidos en el último lustro, distinguiéndose los registrados con cargo a resultados, así como la evolución del *payout*.

Para analizar la evolución del *payout* hay que tener en cuenta que en el numerador de esta ratio se incluyen también los dividendos complementarios relativos al resultado del ejercicio anterior. En el caso concreto del incremento de los dividendos repartidos que se observa en el primer semestre de 2014, esto se explica principalmente por las decisiones de retribución extraordinaria acordadas por dos entidades del sector de la energía que no obedecen a una mejora significativa en los resultados.

Dividendos distribuidos y *payout*

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

10 Conclusiones

En el primer semestre de 2014, los resultados agregados de las empresas de la muestra se redujeron en 452 millones de euros respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, lo que representa un descenso del 2,3 %.

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

Esta reducción se explica en gran medida por los menores beneficios obtenidos por las entidades de crédito, que pasan de 9.476 a 8.642 millones de euros. Los resultados agregados de las entidades no financieras aumentaron un 3,5 %, y es de destacar la contribución positiva del sector constructor e inmobiliario, con unos beneficios de 829 millones de euros, frente a las pérdidas de 517 millones registradas en el periodo de comparación de 2013.

Si bien la cifra de ventas de las entidades no financieras se redujo un 2,6 %, la evolución fue positiva tanto en el EBITDA (4 %) como en el resultado de explotación (12,7 %). Los factores principales para la mejora de estas magnitudes fueron: (i) los deterioros de activos no financieros registrados en el primer semestre de 2013; (ii) la disminución de los gastos de personal y otros gastos de explotación en 2014, resultado de los planes de eficiencia y optimización de costes llevados a cabo durante 2013, y (iii) la reducción de los gastos de amortización a consecuencia de las ventas de activos no estratégicos, el efecto de los tipos de cambio y las variaciones en el perímetro de consolidación. El menor incremento del resultado neto frente al resultado de explotación se ha debido, principalmente, a los siguientes factores: (i) el incremento del gasto por impuesto sobre sociedades, ya que en 2013 se produce el registro del efecto fiscal derivado de la actualización sobre activos no financieros en España (Ley 16/2012), y (ii) pérdidas por operaciones interrumpidas registradas en 2014.

Las entidades no financieras siguieron mostrando una notable capacidad para obtener ingresos en mercados internacionales. A pesar de que estos ingresos disminuyeron un 2,3 %, manteniéndose la tendencia descendente iniciada en 2013, supusieron el 61,5 % del importe total de la cifra neta de negocio. El descenso de los ingresos en el exterior fue menor que en España, donde las ventas disminuyeron un 3 %.

El endeudamiento en las entidades no financieras continuó descendiendo en la primera mitad de 2014, si bien parte del descenso se debió a la aplicación desde el 1 de enero de 2014 de la NIIF 11 «Acuerdos conjuntos», por la que se pasa de la consolidación proporcional al método de la participación.

En cuanto a las entidades de crédito, el margen de intereses se incrementó un 4,2 %. No obstante, este aumento no ha sido suficiente para evitar una reducción del margen bruto en un 2,1 %, motivado sobre todo por el descenso de los resultados de las operaciones financieras. Sin embargo, el resultado de la actividad de explotación ha aumentado de forma significativa, dando lugar a que las entidades de crédito en su conjunto obtengan beneficios. Son tres los factores principales que explican el comportamiento del resultado de explotación; a saber: (i) la reducción de los gastos de personal; (ii) la disminución de las pérdidas por deterioro de activos financieros y de las pérdidas derivadas de activos no corrientes en venta, y (iii) la mejora de los resultados de activos no clasificados como no corrientes en venta. La evolución de los resultados sugiere que el sector bancario empieza a recoger los frutos del exigente proceso de reestructuración y recapitalización en el que se ha visto inmerso. Cabe reseñar, asimismo, que durante el primer semestre de 2014 las entidades de crédito continuaron desarrollando políticas de despalancamiento, saneamiento del balance y reforzamiento de la solvencia.

Los dividendos distribuidos por las empresas cotizadas aumentaron un 47,9 % respecto al primer semestre de 2013, en gran medida por la retribución extraordinaria

acordada por dos entidades del sector de la energía. Las entidades han continuado empleando fórmulas alternativas de retribución a los accionistas que suponen una salida de efectivo menor, como los denominados *scrip dividends*.

Finalmente, cabe destacar que la plantilla media de las empresas incluidas en la muestra se redujo un 1,8 %. En el caso de las entidades financieras, la reducción fue del 2,7 %, a consecuencia de distintos procesos de concentración, de la reducción de capacidad y del impulso de la banca electrónica. En el caso de las entidades no financieras, la plantilla descendió un 1,6 %, con un impacto significativo de las ventas de líneas de negocio y cambios en el perímetro de consolidación por ventas de filiales en el extranjero, principalmente en el sector de construcción e inmobiliario y en el subsector de comunicaciones.

El poder de mercado de las gestoras de fondos de inversión en el mercado minorista español

Ramiro Losada López (*)

(*) Ramiro Losada López pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

De acuerdo con la OCDE: «El poder de mercado se refiere a la habilidad de una empresa (o grupo de empresas) para aumentar y mantener el precio de sus productos por encima del nivel que prevalecería en un entorno de competencia efectiva»¹. La teoría económica muestra cómo el bienestar social es mayor en los países cuyos mercados tienen competencia perfecta que en aquellos en los que las empresas disfrutan de poder de mercado. De ahí que los gobiernos, a través de la regulación, traten de reducirlo, especialmente en industrias con estructuras que facilitan su presencia, como ocurre, por ejemplo, en las grandes empresas de aprovisionamiento de servicios públicos, conocidas en el mundo anglosajón como *utilities*.

La industria de fondos de inversión se caracteriza por una alta concentración, una ágil entrada y salida de fondos en el mercado y por una comercialización dinámica entre la clientela minorista a través de las oficinas bancarias. En principio, el tipo de competencia dentro de esta industria podría considerarse monopolística²; sin embargo, la existencia de un marco competitivo de esta especie no constituye una condición suficiente para que las gestoras de fondos disfruten de poder de mercado.

En la descripción clásica de competencia monopolística, existen muchas empresas y consumidores en el mercado, y cada una de aquellas tiene cierto poder a la hora de establecer el precio de sus productos, por lo que no son precio aceptantes; además, los consumidores disponen de información perfecta sobre los productos que se ofrecen en el mercado y las barreras a la entrada y salida de competidores son casi inexistentes. Bajo este supuesto, aunque en algún momento puedan existir empresas con altos beneficios, estos no se pueden mantener a largo plazo, ya que otras empresas entrarían para aprovechar ese nicho de mercado. Por el contrario, cabe esperar que el resultado de la competencia monopolística en industrias con pocos costes fijos se aproxime al de la competencia perfecta.

Aunque las barreras a la entrada y salida son mínimas en la industria de fondos, los inversores minoristas no disfrutan de lo que en teoría económica se denomina información perfecta sobre los fondos que se ofrecen en el mercado. Estos inversores se enfrentan a costes de búsqueda significativos y, derivados de ellos, a costes a la hora de cambiar de proveedor. De ahí que suelen ser leales a una única institución bancaria, en la que realizan casi todas sus compras de productos financieros. Estas fricciones son las que pueden estar sentando las bases para que las gestoras disfruten de

1 Véase: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3256>

2 La competencia monopolística es un tipo de competencia imperfecta donde muchos productores venden productos diferenciados, normalmente por calidad y/o marca, y por tanto no son sustitutivos perfectos. Véase Chamberlain (1933).

poder de mercado. A ello también podría contribuir otra de las características fundamentales del mercado de fondos: la oferta de un gran número de fondos por parte de la mayoría de las gestoras. Gavazza (2011) y Cambón y Losada (2014) muestran que esta amplia oferta afecta negativamente a la competencia.

El objetivo de este artículo es concluir, mediante un modelo econométrico estructural que tiene en cuenta la competencia en el sector, si las gestoras disfrutaban de poder de mercado y, en caso de encontrar evidencia empírica que apoye esta conjetura, cuál es su alcance³. El modelo permite estimar las elasticidades - precio de demanda de los fondos de inversión en el segmento minorista y, a partir de ahí, los márgenes sobre precio cargados por las gestoras de acuerdo con distintos supuestos de comportamiento competitivo.

Durante los últimos años, según la información remitida por las gestoras de fondos de inversión a la CNMV, el margen agregado del sector, medido por el índice de Lerner, se habría situado entre el 25 % y el 28 %. Sin embargo, los márgenes deducidos a partir de las elasticidades de demanda estimadas mediante el modelo econométrico utilizado en este trabajo son considerablemente más elevados, lo que suscita dudas sobre la efectividad de las comisiones máximas contempladas en la regulación del sector.

Este artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2, se describe la industria de fondos de inversión para minoristas; en la sección 3, se presentan los datos utilizados para estudiar el mercado español; en la sección 4, se explica la metodología empírica utilizada y se analizan los resultados obtenidos, y en la última sección se exponen las conclusiones.

2 La industria de fondos de inversión para inversores minoristas

Un fondo de inversión es un tipo de institución de inversión colectiva que aglutina el dinero de muchos inversores para comprar valores⁴. Los fondos de inversión presentan ventajas para los inversores cuando se los compara con la inversión directa en valores; las principales: el aumento de la diversificación, la liquidez diaria y la gestión profesional. A cambio de estas ventajas, los inversores deben pagar comisiones, principalmente a las gestoras que administran los fondos.

Las participaciones emitidas por estos vehículos de inversión colectiva se colocan entre el público en general. Esta es la principal razón por la que los fondos de inversión están sujetos a regulación⁵. Además de prevenir y perseguir el fraude, el objeti-

3 El artículo resume de manera no técnica un documento de trabajo de la CNMV de próxima aparición.

4 Definición utilizada por la Securities and Exchange Commission de Estados Unidos (<http://www.sec.gov/answers/mutfund.htm>).

5 La principal regulación española sobre fondos de inversión es la Ley 31/2011 de 4 de Octubre, que modifica la Ley 35/2003 de 4 de Noviembre sobre instituciones de inversión colectiva y el Real Decreto 1082/2012, que desarrolla la Ley 35/2003 de 4 de noviembre sobre instituciones de inversión colectiva.

vo más importante de la regulación es reducir la información asimétrica entre los inversores y los gestores respecto a las inversiones y los resultados de los fondos. La normativa pretende proteger, sobre todo, a los inversores minoristas, ya que es razonable pensar que este colectivo puede verse más afectado por la existencia de información asimétrica que el de los inversores mayoristas, a quienes se supone más informados. Las diferencias entre ambos colectivos aconsejan considerar la existencia de dos mercados distintos, el minorista y el mayorista⁶. En España, como en la mayoría de los países, los fondos de inversión y sus gestoras deben estar registrados en la autoridad supervisora, en este caso la CNMV.

A diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos y el Reino Unido, donde se utilizan otros canales de distribución, en la mayoría de los países europeos los fondos se colocan a través de la red minorista de las instituciones de crédito a las que pertenecen las gestoras. Esta característica convierte a la mayor parte del sector en una industria integrada verticalmente⁷. Como se mostrará más adelante, esta podría ser una de las razones por las que las gestoras disfrutaban de márgenes altos.

En el mercado español, el número y los activos de los fondos de inversión crecieron sustancialmente en el periodo que va de 1995 a 2011. Este incremento se debió sobre todo a la popularización de este tipo de vehículos entre los inversores minoristas. Además, durante ese período, el grueso de los activos de los fondos de inversión, concretamente entre el 91 % y el 95 % del total, fueron administrados por gestoras pertenecientes a entidades de crédito. Las gestoras independientes solo tuvieron una presencia significativa en los segmentos de fondos de renta variable y mixtos, dirigidos esencialmente a los inversores mayoristas⁸.

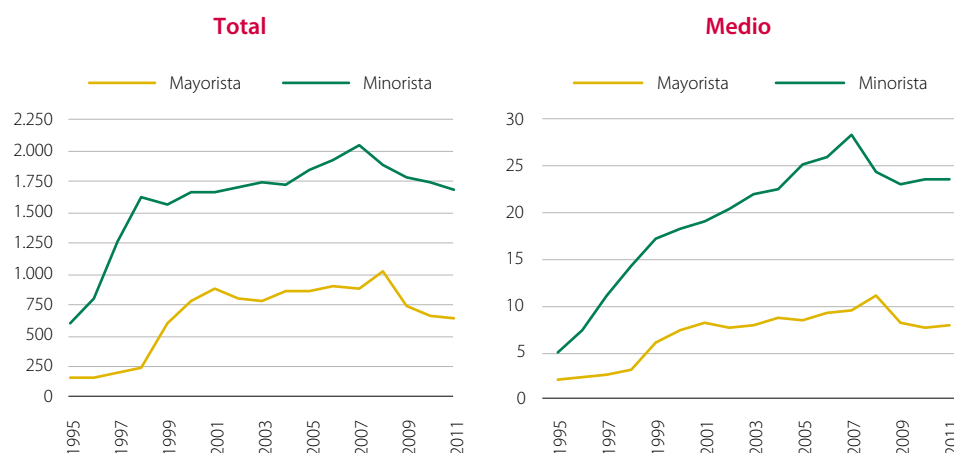
Como se observa en el gráfico 1, el número total de fondos administrados por las gestoras en el mercado minorista fue más del doble del ofertado en el mercado mayorista, al igual que el número medio de fondos por gestora. Este es un dato importante, dado que el mercado minorista supuso el 76,9% del total del patrimonio en fondos de inversión, de media durante el periodo considerado⁹. Como se muestra en Gavazza (2011) y Cambón y Losada (2014), la presencia de una amplia oferta de fondos es una variable que indica que las condiciones de competencia en esta industria pueden estar lejos del paradigma de competencia perfecta.

6 En Gavazza (2011) y Cambón y Losada (2014), los autores encontraron diferentes patrones de demanda y oferta en el mercado mayoristas y minoristas de fondos de inversión.

7 Una industria verticalmente integrada se puede definir como aquella donde las empresas poseen la totalidad de la cadena productiva. En la mayoría de los casos, esto supone que la misma empresa produce y vende el producto.

8 Siguiendo el criterio utilizado en Cambón y Losada (2012), se consideran dirigidos al mercado mayorista los fondos con un porcentaje superior al 50 % en manos de inversores con una inversión superior a 180.000 euros. Desde 1999 a 2011, como resultado de un cambio regulatorio, los criterios para distinguir los fondos minoristas de los mayoristas cambiaron. En este periodo, los fondos del mercado monetario y los fondos de renta fija a corto plazo se consideran mayoristas cuando más del 50 % de sus activos está en manos de inversores con participaciones superiores a 300.000 euros. Los otros tipos de fondos se consideran mayoristas cuando más del 50 % de los activos están en manos de inversores cuya participación es superior a 150.000 euros.

9 Si se quiere conocer con más detalle la oferta de fondos de inversión en España en el periodo de 1995 a 2010, véase Cambón y Losada (2012).



Fuente: CNMV.

Ya hemos visto que la industria financiera se caracteriza por el hecho de que los inversores, particularmente los minoristas, tienden a concentrar sus compras de productos en un solo proveedor. Este comportamiento podría deberse a los altos costes de búsqueda que conlleva encontrar productos financieros adecuados entre varios proveedores. Como se demuestra en Klemperer y Padilla (1997), en las industrias que comparten esta característica, como ocurre por ejemplo en el sector de los supermercados, la variedad en la oferta de productos es una variable estratégica para las empresas que debilita la competencia. Por eso, es interesante estudiar cómo se desarrolla la competencia en el mercado de fondos de inversión.

El gráfico 2 muestra las cuotas de mercado (medidas a través del volumen de activos gestionados) de las cuatro, seis y ocho mayores gestoras del mercado minorista entre los años 1995 y 2011. Se puede observar que en este mercado opera una industria notablemente concentrada, sobre todo desde el año 2000. El aumento de la concentración a partir de dicho ejercicio se debió en parte a la ola de fusiones y adquisiciones entre entidades de crédito que se produjo a finales de los años noventa¹⁰. La concentración elevada en las industrias se considera generalmente un mal indicio para el sector, ya que suele incrementar el poder de mercado de las empresas líderes, lo que lleva aparejado pérdidas de bienestar social.

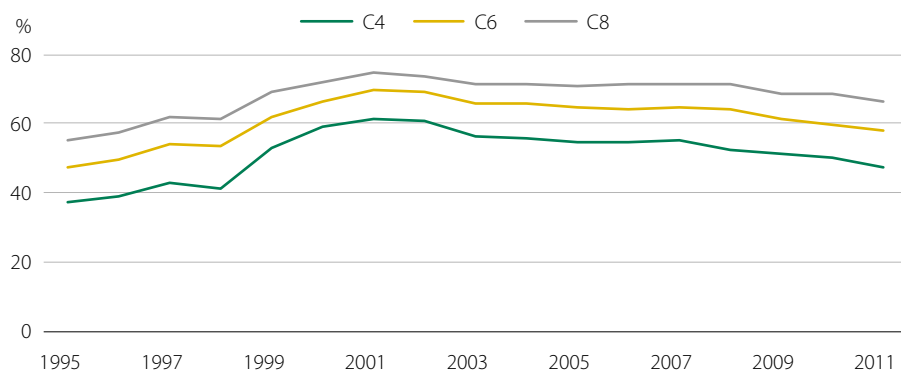
El poder de mercado no es una característica exclusiva del mercado español de fondos de inversión. Así, por ejemplo, Gruber (1996) y Korkeamaki y Smythe (2004) encontraron en las industrias finlandesa y estadounidense evidencias de la existencia de economías de escala de las que no se beneficiaban los inversores finales. Asimismo, Ferreira y Ramos (2009) calcularon un índice de Herfindahl para la industria de fondos española de 0,1 en 2006, muy cercano al índice medio, del 0,12, de un grupo de países de la eurozona compuesto por Austria, Bélgica, Finlandia, Francia,

10 Por ejemplo, en 1999 el Banco Santander y el Banco Central Hispano se fusionaron, y ese mismo año lo hicieron también el Banco Bilbao Vizcaya y Argentaria.

Alemania, Italia, Holanda y Portugal¹¹. Teniendo en cuenta estos antecedentes, aunque los resultados del presente artículo no pueden extrapolarse directamente a otros países debido a las diferencias existentes entre sus mercados minoristas, los niveles de concentración que aquí se obtienen para el caso español sugieren que esos mercados podrían también estar lejos del paradigma de competencia perfecta.

Cuotas de mercado en el mercado minorista de fondos de inversión

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

3 Descripción de los datos

El modelo utilizado en este trabajo se ha estimado para el mercado minorista español de fondos de inversión. Las fuentes de la base de datos utilizadas son la CNMV, la Asociación Española de Banca (AEB), la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA) y la Unión Nacional de Cooperativas de Crédito (UNACC). La principal fuente es la CNMV. La labor supervisora de esta institución la convierte en receptora de información periódica sobre instituciones de inversión colectiva. En concreto, se utilizan datos anuales de la CNMV, desde 1995 a 2011, sobre todos los fondos de inversión y gestoras existentes en el mercado español, incluyendo los desaparecidos. De las otras fuentes de datos se obtiene información sobre las características de las entidades de crédito a las que pertenecen las gestoras no independientes. Como se mostrará más adelante, estos datos resultan fundamentales para poder desarrollar instrumentos fiables de estimación, que palien el riesgo de endogeneidad.

Aunque la CNMV dispone de datos sobre todos los fondos registrados en España, este artículo solo se centra en los comercializados principalmente entre los inversores minoristas¹². El número total de fondos en la muestra es 3.504; si se tratan los datos de cada uno de los fondos en cada uno de los años como una observación, el

11 El índice de Herfindahl se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado que cada empresa posee y sumando esas cantidades. Este índice permite medir cuál es el grado de competencia que existe en una industria. Los posibles valores van desde 0, que refleja la competencia perfecta, a 1, que refleja la existencia de una industria dominada por un monopolio.

12 Véase nota 8.

tamaño de la muestra es de 24.397 observaciones. La información obtenida para cada uno de los fondos es la siguiente:

- Cuota de mercado: ratio entre los activos que se gestionan en cada fondo (j -ésimo fondo) sobre el total de activos que poseen los fondos considerados como minoristas en el año t .
- Comisiones: suma de las comisiones de gestión, de depósito, $1/7$ de las comisiones de suscripción y $1/7$ de las comisiones de reembolso para cada fondo y en cada uno de los años considerados¹³.
- Rentabilidad: porcentaje de cambio en el valor neto de una participación de cada fondo entre el cierre de un año y el cierre del año anterior.
- Volatilidad: desviación típica anualizada de la rentabilidad mensual del fondo a lo largo de los últimos doce meses. Esta es la medida estándar de riesgo con que se evalúa el perfil de los fondos de inversión.
- Tipo de fondo: variable binaria que toma valor 1 cuando el fondo es de renta variable y 0 cuando el fondo es conservador. En la definición de fondos de renta variable se incluyen los fondos de renta variable propiamente dichos, los mixtos y los fondos globales. Se consideran fondos conservadores los monetarios, los de renta fija y los garantizados.

En cuanto a las gestoras que administran los fondos, la información utilizada es la siguiente:

- Variedad: ratio entre el número de vocaciones de inversión que ofrece la gestora y el número total de vocaciones disponibles en el mercado ese año.
- Tipo de gestora: variable binaria que toma valor 1 cuando la gestora pertenece a una entidad de crédito y 0 cuando es independiente.

Además de las variables que caracterizan a los fondos de inversión y a las gestoras, se recurre a otras variables como instrumentos para la estimación del modelo econométrico:

- El rendimiento de los otros fondos que pertenecen a la misma categoría que el fondo j en el periodo t .
- El número de oficinas de la entidad de crédito a la que pertenece la gestora.
- El número de empleados de la entidad de crédito a la que pertenece la gestora.
- Los gastos de comercialización que las gestoras pagan para colocar sus fondos.

13 Para computar las comisiones de suscripción y reembolso se sigue el criterio adoptado en Gavazza (2011) y Cambón y Losada (2014), donde se asume que los inversores realizan sus inversiones considerando un horizonte temporal de siete años.

Por último, se recurre también para el análisis a información procedente del Instituto Nacional de Estadística (INE) y del Banco de España. El INE proporciona los datos sobre la distribución de la renta per cápita española (media y desviación estándar)¹⁴. El Banco de España, sobre los depósitos de los hogares, que se consideran en el análisis empírico como la inversión alternativa a los fondos de inversión.

Como se muestra en Ispuerto y Villanueva (2010), la característica que mejor describe las decisiones de los inversores minoristas españoles a la hora de configurar su cartera es la riqueza neta. Sin embargo, debido a que no se dispone de datos sobre esta variable que cubran el periodo muestral, para describir la heterogeneidad de los inversores españoles se utiliza como alternativa la renta. Con respecto a la utilización de los depósitos como inversión alternativa, se podría pensar que esta elección es restrictiva. Aunque los inversores minoristas españoles puedan tener renta variable en sus carteras, existen tres razones por las que solo se han considerado los depósitos como inversión alternativa. En primer lugar, como se argumenta en Ispuerto y Villanueva (2010), el inversor minorista medio español es muy conservador: la mayoría de los inversores minoristas solo considera los depósitos como alternativa a la inversión en fondos. En segundo lugar, el Banco de España solo suministra datos agregados sobre las inversiones en renta variable privada y pública de los inversores minoristas. La mayor parte de la renta variable que poseen los minoristas es privada, emitida por empresas en las que, en muchos casos, trabajan los propios inversores, por lo que no puede considerarse como una inversión puramente financiera. En tercer lugar, otros posibles instrumentos de inversión, como los fondos de pensiones, suelen utilizarse con un horizonte temporal diferente, lo que los descarta como un competidor directo de los fondos de inversión.

La tabla 1 muestra un resumen de los principales estadísticos descriptivos de las variables consideradas en el análisis empírico. Así, en las variables que caracterizan a los fondos, la media de la cuota de mercado y de las alternativas de inversión en el periodo considerado fue de 0,015 % y 76,32 % respectivamente. La rentabilidad media fue del 3,17 %, mientras que la comisión media pagada por los inversores minoristas fue del 1,61 %. También es importante señalar que la volatilidad media fue elevada, lo que refleja que el número de fondos de renta variable en la muestra es alto. Con respecto a las variables que caracterizan a las gestoras, el porcentaje medio de vocaciones ofrecidas fue del 68,31 %. Las gestoras españolas cubren un gran porcentaje de vocaciones y, por extensión, ofrecen un gran número de fondos a los inversores minoristas.

14 La distribución de renta se supone que es lognormal. Para la estimación de sus parámetros se han utilizado los datos del INE. En este caso, se han considerado las medias muestrales de cada uno de los años y una desviación estándar para todo el periodo considerado.

	Media	Desviación estándar
Cuota de mercado (fondos)	0,015 %	0,045 %
Cuota de mercado (gestoras)	76,32 %	8,19 %
Comisión	1,6083 %	0,5863 %
Número de vocaciones	68,31 %	23,86 %
Rentabilidad	3,1764 %	13,442 %
Volatilidad	6,0414 %	7,383 %
Gastos de comercialización (miles de euros)	9.352	15.241
Número de oficinas	116	143
Número de empleados	819	999
Rentabilidad (instrumento)	3,3964 %	11,5478 %
Número de observaciones		24.397
Número de fondos		3.504

Fuente: CNMV, AEB, CECA y UNACC.

4 Modelo empírico

El marco empírico utilizado para analizar los datos descritos es el que se desarrolla en Nevo (2001), tomando en consideración diferentes modelos de conducta para las gestoras de fondos. Los pasos para lograr la estimación de márgenes de las gestoras son los siguientes: primero se estima el modelo de demanda de fondos de los inversores y, después, dada esta demanda, se calculan los márgenes que se derivan para los diferentes modelos de conducta de las gestoras de fondos consideradas.

Para estimar la demanda, esta se modeliza como una función de las características de los fondos y de las preferencias de los inversores¹⁵. Para ello se ha utilizado un modelo *logit* de coeficientes aleatorios, donde las preferencias de cada inversor se diferencian por la disposición a pagar comisiones por invertir en fondos de inversión. Se considera en este tipo de modelos que la cuota de mercado de los fondos es una función de las características de estos y de sus gestoras expuestas en la sección anterior. Asimismo, se considera que tanto las comisiones como el número de vocaciones que ofrece la gestora son variables endógenas, al ser variables de decisión estratégica de las gestoras para posicionarse en el mercado. Para que las estimaciones sean consistentes, se han utilizado como instrumentos de estas variables las descritas en la sección anterior.

Con esta modelización se pretende concluir si los distintos inversores, que se diferencian por su nivel de renta, están dispuestos a invertir sus ahorros en fondos en vez de en otras alternativas, los depósitos, donde en principio no existe ninguna comisión explícita. Como se demuestra, por ejemplo, en Berry et ál. (1995) y Nevo (2001), este tipo de modelización permite estimar elasticidades-precio realistas para industrias cuyas empresas operan en un marco de competencia monopolística¹⁶.

15 Este marco empírico está explicado con todo detalle en Nevo (2000) y Rasmusen (2007).

16 La elasticidad-precio mide cómo cambia la cantidad de equilibrio que se vende de un producto en tanto por ciento cuando el precio varía en un 1 %.

Una vez estimadas las elasticidades de demanda, se considerarán tres posibles modelos de conducta de las gestoras, en los que estas compiten en precios, con el objeto de estimar el margen que correspondería a cada uno ellos. En el primero, se asume que cada gestora vende un único fondo. Según esta hipótesis se puede determinar el margen que los inversores están dispuestos a pagar por el fondo que ellos piensan que se ajusta mejor a su perfil inversor. Es una forma de evaluar si los inversores perciben los fondos como sustitutivos. A menor margen, mayor será la percepción de que existen sustitutivos cercanos para ese fondo. En el segundo modelo de conducta se trata de replicar la estructura actual de la industria, donde la mayoría de las gestoras vende varios fondos de varias vocaciones. La diferencia entre el margen obtenido en este segundo modelo y el margen obtenido en el primero nos permite calcular qué parte del margen de que disfruta la gestora procede del hecho de que se trata de una empresa multiproducto. Esta característica supone que cada gestora deba tener en cuenta, a la hora de fijar precios, que puede vender fondos sustitutivos y que precios demasiado bajos en alguno de sus productos pueden hacer que sus otros fondos apenas se coloquen entre su clientela minorista. Esto genera incentivos para que la gestora fije los precios de tal manera que no canibalice sus productos para no perjudicarse a sí misma y obtener un mayor margen para su oferta de fondos. Por último, se considera un modelo en el que una única gestora controla el mercado, gestionando todos los fondos. Esta última estructura permite estimar cuáles serían los márgenes en caso de colusión perfecta entre las gestoras.

Un aspecto importante de los modelos de conducta considerados es que, aunque existen comisiones máximas en vigor, estas no se han tenido en cuenta en el análisis. Esto se debe a que los resultados de la estimación de la demanda muestran que no es pertinente incluirlas para lograr una evaluación adecuada del poder de mercado en esta industria, ya que no constituyen una restricción efectiva para las gestoras de fondos¹⁷.

5 Resultados

Uno de los resultados más significativos de la estimación de la demanda es que, a pesar de que se ha considerado que los inversores minoristas son heterogéneos, su patrón de comportamiento a la hora de invertir en fondos de inversión es muy similar. Se trata de una cuestión importante que merece una explicación. En principio, se esperaría que la sensibilidad con respecto a las comisiones variase en función de las características diferentes de los inversores. Cabría esperar de los inversores con rentas más bajas, normalmente los menos conocedores, una demanda menos elástica que en el resto. Sin embargo, del análisis de los datos se deduce que todos los inversores minoristas se comportan de forma homogénea. Y puesto que los vendedores de la red de distribución pueden discriminar perfectamente entre los distintos tipos de clientes minoristas, cabe pensar que el personal de las oficinas de las entidades de crédito los haya influenciado sin tener en cuenta su heterogeneidad para extraer el máximo posible de renta de todos ellos. Este resultado podría ser un reflejo del poder de mercado de las gestoras entre su clientela minorista.

17 Actualmente, las principales comisiones máximas en el mercado de fondos son las siguientes: para los monetarios, 1 % en la comisión de gestión y 0,15 % en la comisión de depósito; para el resto de fondos, la comisión máxima de gestión es del 2,25 % y la de depósito del 0,2 %.

Otro resultado importante de la estimación es la relevancia para las gestoras de ofrecer una gran variedad de fondos a sus clientes. Con ello, se aseguran una demanda abundante. Aunque para el análisis del presente artículo se ha considerado un marco más general, donde los inversores podían invertir, además de en fondos, en depósitos, este resultado se obtiene en artículos previos; en concreto, en Gavazza (2011) y Cambón y Losada (2014), los autores encuentran evidencia de que los fondos de las gestoras que ofrecen una mayor variedad a sus clientes tienen unas cuotas de mercado mayores.

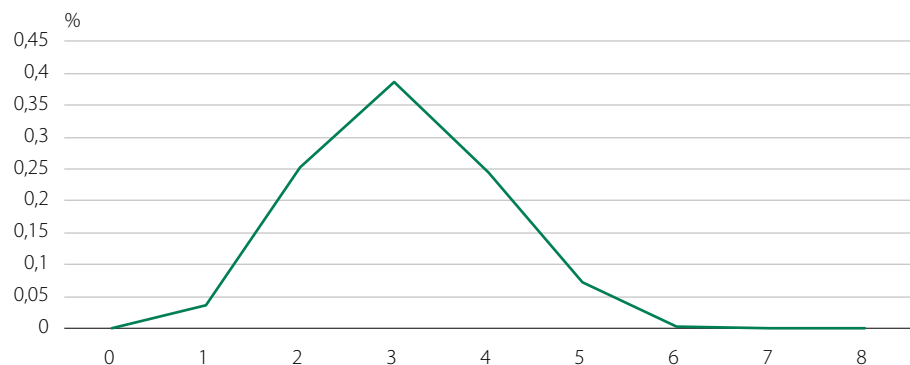
De la estimación de la demanda también se deriva que los inversores minoristas prefieren los fondos de las gestoras que pertenecen a entidades de crédito y que tienen una menor tendencia a invertir en fondos de renta variable. El primer resultado puede reflejar el mayor poder de mercado de las gestoras que son subsidiarias de las entidades de crédito. Incluso cuando las características de los fondos son iguales, a este tipo de gestoras les resulta más fácil colocar sus fondos que a las gestoras independientes. El segundo resultado evidencia que los inversores minoristas responden a un perfil conservador y averso al riesgo, en línea con los resultados de Ispuerto y Villanueva (2010).

Una vez estimada la demanda de cada uno de los fondos de inversión, puede calcularse la elasticidad-precio de cada uno de ellos. En el gráfico 3 se muestra la distribución de las elasticidades de los fondos presentes en la base de datos. La mayoría de los fondos posee unas elasticidades, en valores absolutos, entre dos y cuatro, lo que significa que las gestoras disfrutan de márgenes altos en la mayoría de sus fondos. Si se considera el índice de Lerner como medida para evaluar los márgenes, las gestoras disfrutarían del margen para cada uno de los fondos que recoge la siguiente fórmula:

$$\frac{p - mc}{p} = \frac{1}{\text{elasticidad precio}}$$

donde p es la comisión total que pagan los inversores y mc es el coste marginal de la gestora para ese fondo en porcentaje sobre el total de activos.

Función de densidad muestral de las elasticidades-precio de los fondos de inversión del mercado minorista GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

Del gráfico se puede derivar que las gestoras disfrutan de un margen de al menos un 25 % en la mayoría de los fondos. Estos márgenes están lejos de los que cabría esperar en un paradigma de competencia perfecta, lo que suscita dudas sobre la efectividad de

las comisiones máximas que la regulación fija actualmente en este mercado. Una posible explicación es que las gestoras y, especialmente, las entidades de crédito de las que dependen actúan como empresas multiproducto que tienen capacidad para discriminar en precios a los inversores y solo colocan fondos de inversión a inversores minoristas cuando no les pueden colocar otro producto financiero con un margen superior.

También, a partir de la estimación de la demanda de fondos, pueden calcularse los márgenes que predicen los tres diferentes modelos de conducta de las gestoras presentados anteriormente. La tabla 2 presenta la media de los márgenes estimados ponderados por los activos de los fondos para cada uno de estos modelos.

Media ponderada de los márgenes según distintos modelos de comportamiento de las gestoras¹

TABLA 2

	Media (%)
Cada fondo es vendido por una gestora	43,06
Estructura real de la industria: gestoras multiproducto	43,99
Colusión perfecta	55,70

Fuente: Elaboración propia.

1. Los márgenes se definen por medio del índice de Lerner: $(p-mc)/p$.

De estas predicciones, se puede concluir que las gestoras disfrutarían de un margen muy elevado en cualquiera de las estructuras de mercado consideradas. Esta tabla permite además hacer algunas consideraciones interesantes. La primera es que, a pesar de que las gestoras son empresas multiproducto, no obtienen casi beneficio de esa condición: el efecto cartera, medido como la diferencia entre el margen bajo el modelo que aproxima la estructura actual de la industria y el del modelo en el que se considera que cada fondo es vendido por una gestora diferente, es casi insignificante para esta industria. Este resultado sugiere que los inversores minoristas consideran los distintos fondos que vende cada gestora como poco sustitutivos entre sí, aunque muchos de ellos son objetivamente muy parecidos por vocación y cartera de inversión. Un posible motivo es la capacidad de la red minorista de las entidades de crédito para influir en la percepción de sus clientes sobre los fondos.

La segunda consideración es que las gestoras son capaces de diferenciar sus fondos con respecto a los de sus rivales, a pesar de que su oferta es muy similar, salvo en el caso de algunas gestoras independientes. Se destaca, por tanto, lo importante que resultan en esta industria la imagen de marca y la amplitud de la gama de fondos ofertada. Estos mecanismos son los que permiten a las gestoras, y por extensión a las entidades de crédito, relajar la competencia y extraer rentas de su base de inversores minoristas.

La tercera consideración procede de la comparación de los márgenes estimados del cuadro 2 con los que se pueden derivar de las cuentas públicas de las gestoras. En el periodo 2006 a 2011, las gestoras españolas tuvieron un margen contable para el total del mercado de fondos (minorista y mayorista) de entre el 24,8 % y el 27,4 %¹⁸.

18 Estos márgenes se han calculado restando a los ingresos totales de las gestoras las comisiones pagadas a terceras partes, además de los costes de personal; el resultado se divide por el total de ingresos que perciben las gestoras.

Estos porcentajes son mucho menores que los correspondientes a los márgenes estimados. La diferencia, que no puede deberse solo al hecho de que el margen en el mercado minorista pueda ser mayor (los modelos utilizados se centran en el mercado minorista), tendría su origen en una de estas dos posibilidades: 1) que las estructuras de mercado consideradas en el análisis no sean realistas para esta industria, o 2) que la estructura vertical predominante en la industria dé lugar a la generación de comisiones excesivas en favor de los principales proveedores de servicios de las gestoras, en particular, de la red comercial minorista de las entidades de crédito.

En relación con la primera posibilidad, se debería tener en cuenta que la competencia en precios es el escenario más competitivo posible. Cualquier otra alternativa, como podría ser la competencia en cantidades, supone una competencia menor¹⁹. Los tres modelos de comportamiento que aquí se han utilizado son modelos de competencia en precios; por tanto, los márgenes estimados se deberían considerar como una cota inferior de los márgenes reales de que disfrutaban las gestoras.

Con respecto a la segunda alternativa, es importante señalar que las comisiones que se cargan a los minoristas son una función positiva de los costes marginales que las gestoras reflejan en sus comisiones finales²⁰. De esta forma, es más fácil para las gestoras mantener unas comisiones elevadas cuando sus costes marginales son altos. Además, no es extraño que las empresas que están verticalmente integradas puedan establecer subsidios cruzados entre ellas. En este caso, es posible que existan subsidios importantes de las gestoras a la matriz a través de las comisiones de comercialización. Esta práctica también facilita a las entidades de crédito cobrar comisiones altas a otras gestoras, en particular a las independientes, por colocar los fondos a través de su red.

Asimismo interesa fijarse en la diferencia que existe entre los márgenes que cargan las gestoras que son filiales de entidades de crédito y las independientes. En la estimación se observa que las primeras disfrutaban de un margen del 44,04 %, mientras que las segundas cargan un margen del 43,34 %. A primera vista, parece extraño que ambos tipos de gestoras carguen casi el mismo margen. Sin embargo, deben tenerse en cuenta dos factores. El primero es que la mayoría de las gestoras independientes están especializadas en fondos de renta variable, que se colocan con un margen mayor que los fondos conservadores. El segundo, que este margen representa solo una parte de los beneficios, ya que también debe tenerse en cuenta la cuota de mercado y el tamaño total del mercado. Aunque las gestoras independientes puedan cargar márgenes similares a las filiales de entidades de crédito, sus beneficios son mucho menores. La diferencia proviene de dos fuentes diferentes. Como se deriva de la estimación de la demanda, cuando ambos tipos de gestoras cargan comisiones similares por fondos que también lo son, la demanda dirigida a las gestoras de entidades de crédito es mayor. Esto se debe a que este tipo de gestoras poseen una mejor imagen de marca y una base de inversores más amplia. Por otra parte, las gestoras inde-

19 Véase por ejemplo Tirole (1998).

20 Por ejemplo, si se considera un mercado de producto homogéneo donde exista competencia perfecta, el precio que pagan los consumidores es $p=mc$. Si hay un monopolio y se asume una demanda lineal $p=a-q$, el precio final es $p=(a+mc)/2$. Así, en cualquiera de los mercados, el precio final es siempre una función creciente de los costes marginales.

pendientes no encuentran óptimo ofrecer comisiones más bajas que sus rivales, ya que con esta estrategia no atraerían a un número sustancial de nuevos inversores. De esta forma, aunque nuevas gestoras puedan entrar en el mercado, su efecto sobre la competencia será muy limitado. Por tanto, la estructura de la industria de fondos de inversión hace que las comisiones no sean una variable estratégica importante para las gestoras a la hora de competir.

6 Conclusiones

La industria de fondos de inversión minorista se caracteriza por una alta concentración. Durante los últimos años, las cuatro mayores gestoras, todas propiedad de entidades de crédito, coparon más del 50 % del mercado. Además, los altos costes de cambio y búsqueda hacen que los inversores minoristas tiendan a concentrar sus compras de activos financieros en un único proveedor. Este proveedor es generalmente una entidad de crédito que ofrece una gran variedad de productos; entre ellos, fondos de inversión. Estas dos características del sector pueden restringir la competencia en el mercado de fondos de inversión.

De acuerdo con los resultados del modelo econométrico estructural estimado en este trabajo, el margen de beneficios medio de las gestoras españolas, medido mediante el índice de Lerner, es de al menos el 43 %. Semejante porcentaje sugiere que este mercado se encuentra lejos del paradigma de competencia perfecta. Así, la principal conclusión de este artículo es que las gestoras disfrutan de un alto poder de mercado en el segmento minorista de fondos de inversión.

La regulación española fija máximos a las comisiones cargadas a los partícipes. Sin embargo, a la vista de las elasticidades de demanda de los fondos de inversión estimadas, su efectividad podría ser cuestionable. Las gestoras disfrutan de unos márgenes en la mayoría de sus fondos de al menos el 25 %. Estas entidades y, sobre todo, los bancos, de los que muchas de ellas son filiales, son empresas multiproducto que podrían disponer de la capacidad necesaria para discriminar en precio y/o producto a sus clientes minoristas.

Cuando se comparan los márgenes estimados con los que se deducen de la información contable de las gestoras para el total del mercado de fondos (minorista y mayorista), se observa que los segundos son mucho más bajos. Aunque, en principio, puede pensarse que las características distintivas del mercado minorista justifican la existencia de unos márgenes más elevados en este mercado, la diferencia entre los márgenes estimados para el mercado minorista y los que se deducen de la información contable es demasiado alta. Esto podría explicarse por la estructura vertical de la mayoría de participantes en la industria. Las entidades de crédito administran fondos de inversión a través de sus gestoras y los venden mediante su red comercial a sus clientes minoristas. Al ser las entidades de crédito las que fijan las comisiones que pagan sus gestoras por la colocación de los fondos, existen incentivos para que estas sean altas, ya que las comisiones que pagan los inversores minoristas son una función positiva de las que, a su vez, pagan las gestoras. Este comportamiento estratégico podría ayudar a las entidades de crédito a mantener unas comisiones elevadas en este mercado.

Otro resultado importante del estudio/análisis es que los márgenes de las gestoras independientes y los de las que pertenecen a entidades de crédito son similares. Pero esto no quiere decir que disfruten de un nivel de beneficios similar. Las segundas obtienen mayores beneficios porque poseen una mayor cuota de mercado, que proviene de su amplia base de clientes leales. De este resultado se derivan dos conclusiones importantes. La primera es que las nuevas gestoras que entran en el mercado incrementan la competencia solo de forma limitada. La segunda, que las comisiones no constituyen la principal variable estratégica de las gestoras a la hora de rivalizar en el mercado. Estas encontrarían más beneficioso competir en otras áreas, por ejemplo, ofreciendo una amplia variedad de fondos.

La competencia limitada y la pérdida de bienestar social que aquella comporta sugieren que existe espacio para algún tipo de intervención pública, que podría concretarse en medidas dirigidas tanto a la parte de la demanda como a la de la oferta.

7 Referencias

- BERRY, S., J. LEVINSOHN y A. PAKES (1995). «Estimating discrete-choice models of product differentiation». *RAND Journal of Economics*, vol. 25, págs. 242-262.
- CAMBÓN, M. I. y R. LOSADA (2012). «Evolución de las sociedades gestoras de fondos de inversión y su oferta desde 1995 hasta 2010». Boletín Trimestral de la CNMV, Primer Trimestre, págs. 87-107.
- CAMBÓN, M. I. y R. LOSADA (2014). «Competition and structure of the mutual fund industry in Spain: the role of credit institutions». *Spanish Review of Financial Economics*, de próxima aparición.
- CHAMBERLAIN, E. (1933). *Theory of monopolistic competition*. Harvard University Press.
- FERREIRA, M. A. y S. RAMOS (2009). «Mutual fund industry competition and concentration: international evidence». SSRN working paper.
- GAVAZZA, A. (2011). «Demand spillovers and market outcomes in the mutual fund industry». *RAND Journal of Economics*, vol. 42, págs. 776-804.
- GRUBER, M. (1996). «Another puzzle: the growth in actively managed mutual funds». *Journal of Finance*, vol. 51, págs. 783-807.
- ISPIERTO, A. y M. V. VILLANUEVA (2010). «Perfil inversor de los hogares españoles: análisis de la Encuesta Financiera de las Familias». Documento de trabajo CNMV n.º 40.
- KLEMPERER, P. y J. PADILLA (1997). «Do firm's product lines include too many varieties?». *RAND Journal of Economics*, vol. 57, págs. 557-582.
- KORKEAMAKI, T. y T. I. SMYTHE (2004). «Effects of market segmentation and bank concentration on mutual fund expenses and returns: evidence from Finland». *European Financial Management*, vol. 10, págs. 413-438.

NEVO, A. (2000). «A practitioner's guide to estimation of random-coefficient logit models of demand». *Journal of Economics and Management Strategy*, vol. 9, págs. 513-548.

NEVO, A. (2001). «Measuring market power in the ready-to-eat cereal industry». *Econometrica*, vol. 69, págs. 307-342.

RASMUSEN, E. (2007). «The BLP method of demand curve estimation in industrial organization». Indiana working paper, disponible en <http://www.rasmusen.org/papers/blr-rasmusen.pdf>

TIROLE, J. (1998). *The theory of industrial organization*. The MIT Press.

MiFID II: Cambios e implicaciones sobre los mercados de valores

Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar (*)

(*) Francisco Javier González Pueyo y María José Pérez-Santamarina Atiénzar pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

1 Introducción

La Directiva 2004/39/CE¹ relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante la MiFID), que empezó a aplicarse en noviembre de 2007, tenía entre sus principales objetivos la mejora de la eficiencia y de la transparencia de los mercados financieros europeos. Uno de los instrumentos más destacados de esta directiva para incrementar la eficiencia fue la apertura de la competencia entre distintos tipos de plataformas organizadas de contratación de valores. Para ello, la MiFID reconoció y reguló la actividad de dos nuevas categorías de infraestructuras de negociación, los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos, que pasaron a competir entre sí y con los mercados tradicionales, calificados a partir de entonces como mercados regulados.

La entrada en vigor de la MiFID coincidió con los primeros brotes de la crisis financiera, cuyas causas y efectos han motivado una iniciativa coordinada de reforma del sistema financiero internacional sin precedentes, articulada en torno a los principios acordados en diversas reuniones del G20. Además, de manera concurrente, se produjeron cambios muy importantes en las técnicas y estrategias de negociación en los mercados de valores, con la irrupción de nuevos participantes, como los negociadores de alta frecuencia (*high frequency traders*) y las plataformas opacas de negociación (*dark pools*).

El nuevo entorno normativo propiciado por la MiFID, junto con los cambios en la operativa y naturaleza de los participantes en los mercados de valores, ha supuesto una de las mayores transformaciones en el funcionamiento y microestructura de los mercados secundarios de valores desde su creación en el siglo xv y ha sacado a la luz la necesidad de abarcar aspectos hasta ahora no cubiertos en el marco regulador y supervisor comunitario. Si bien la MiFID habilitaba la competencia entre diferentes plataformas de contratación, la irrupción de nuevas estrategias de negociación y de nuevos participantes ha producido un desplazamiento de parte de la negociación a segmentos opacos (*dark pools*), fuera del perímetro de supervisión, lo que requiere una adaptación normativa que prevenga los efectos negativos de la falta de transparencia en estos segmentos. Además, las nuevas estrategias de negociación algorítmica requieren un tratamiento normativo y supervisor que garantice el funcionamiento ordenado del mercado. Por otra parte, la competencia entre plataformas alternativas no es perfecta, ya que existen restricciones al acceso a los sistemas de liquidación, que la nueva directiva pretende corregir.

1 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2004L0039:20110104:ES:PDF>). Transpuesta al Derecho español mediante la Ley 47/2007 de 20 de diciembre que modifica la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

Las debilidades en el sistema financiero detectadas tras la crisis internacional y la profunda reforma del marco de regulación y supervisión auspiciada por el G20 son motivos más que suficientes para justificar la revisión del entorno normativo sustentado en la MiFID. En el año 2009, solo dos años después de su transposición, y tras la cumbre del G20 celebrada en Pittsburg, comenzó el proceso de revisión de la directiva que ha culminado en junio de 2014 con su aprobación en el Parlamento y el Consejo Europeo. Con carácter previo, se realizó el preceptivo análisis de impacto².

Una de las debilidades de la directiva aprobada en 2004 era que concedía a los Estados miembros discrecionalidades que han dificultado la existencia de unas reglas de funcionamiento efectivamente armonizadas, sin ventajas normativas para los mercados, los intermediarios y el resto de los agentes participantes en función del Estado en el que se opere.

Con respecto a la protección al inversor, los principios incluidos en la MiFID no eran suficientes para evitar la colocación inadecuada (*misselling*) de productos financieros a minoristas. El nuevo marco regulatorio dotará a las autoridades de una muy potente herramienta preventiva (*product intervention*), que permitirá restringir e incluso prohibir ciertas actividades y productos financieros que puedan representar una amenaza para la estabilidad financiera, el funcionamiento ordenado de los mercados o la protección al inversor. El lector encontrará en otro artículo de este mismo número del Boletín Trimestral un análisis de las principales novedades de la reciente reforma de la MiFID en el ámbito de los intermediarios y de los productos de inversión³.

El presente artículo analiza las principales modificaciones introducidas por la reforma en el ámbito de los mercados secundarios. Esta se ha llevado a cabo mediante una nueva directiva, la Directiva 2014/65/EU⁴ (en adelante MiFID II), que entrará en vigor en enero de 2017, y un reglamento, el Reglamento n.º 600/2014⁵ (MiFIR), ambos emitidos por el Parlamento Europeo y el Consejo. El objetivo global de estas normas es conseguir que los mercados financieros europeos sean más eficientes, transparentes y resistentes ante la inestabilidad financiera.

El análisis que aquí se ofrece transcurre en cuatro apartados: factores que han motivado las modificaciones y nuevas previsiones de la normativa; principales cambios de la normativa referidos a los mercados de valores; requisitos aplicables a la negociación algorítmica, y conclusiones.

2 http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/SEC_2011_1226_en.pdf

3 Elena Bravo San Juan: «Novedades de la MiFID II en la protección del inversor», páginas 115-133.

4 Publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea con fecha 12 de junio de 2014.

5 Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>)

2 Factores que han influido en la reforma de la MiFID

La directiva todavía vigente, la MiFID de 2004, establecía un marco normativo armonizado en la UE para la prestación de servicios financieros y el funcionamiento de las infraestructuras de contratación de valores. Se centraba sobre todo en los mercados de acciones, y la mayor parte de sus artículos remitían a los mercados regulados y a las nuevas plataformas de negociación. El resto de instrumentos financieros (la renta fija y los productos derivados) quedaban cubiertos en menor medida.

En el desarrollo de la MiFID, uno de los objetivos prioritarios era la apertura a la competencia de las infraestructuras de negociación, justificado por los mayores costes de transacción en los mercados europeos de acciones que se observaban respecto a los Estados Unidos.

En la actualidad, la parte más importante de la negociación de valores de renta fija y de derivados continúa llevándose a cabo fuera de los mercados organizados, con las implicaciones negativas que ello conlleva para la formación de precios y la supervisión de la actividad⁶. Este es uno de los aspectos que la nueva normativa pretende mejorar, aumentando la transparencia de los mercados de renta fija y derivados, pero teniendo en cuenta las implicaciones sobre la liquidez de sus singularidades, como por ejemplo la heterogeneidad de las emisiones.

Un aspecto relevante que debe considerarse antes de proceder a un cambio de normativa son los costes de su puesta en marcha y cumplimiento. De acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, los costes de adaptación oscilarían entre los quinientos y los setecientos millones de euros, lo que representa en torno al 0,15 % de los costes operativos totales de la banca europea (los costes totales estimados de puesta en marcha de la MiFID de 2004 se aproximarían al 0,6 %). Los costes anuales de cumplimiento, incluidas las nuevas previsiones de la directiva, supondrían entre trescientos y seiscientos millones de euros.

En la última década, los mercados financieros han experimentado una de las mayores transformaciones desde sus orígenes hace cinco siglos. Los avances tecnológicos han facilitado la expansión de la oferta de infraestructuras de negociación, dando lugar a la aparición de nuevos tipos de plataformas, como los sistemas multilaterales de negociación reconocidos por la MiFID en 2004. También se ha expandido la demanda de servicios de negociación y posnegociación, y en este sentido hay que destacar la entrada de nuevos participantes, como por ejemplo los negociadores de alta frecuencia, que han alcanzado una cuota de mercado considerable en muy pocos años.

A todo ello se une un entorno marcado por el inicio de la crisis en el año 2007, que coincidió con la entrada en vigor de la MiFID.

6 De acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea en su análisis de impacto de la reforma de la MiFID de 2011, en el año 2009 el 89 % de los contratos de derivados se negociaban en mercados OTC. También estimaba un porcentaje idéntico para la contratación de renta fija privada en el segmento no regulado en el principal mercado europeo, el del Reino Unido.

2.1 Desarrollos en los sistemas de negociación

Los avances en los sistemas de información y comunicaciones han permitido el desarrollo de aplicaciones que posibilitan la negociación multilateral de valores de manera similar a como sucede en las bolsas tradicionales. En un primer momento, los sistemas electrónicos de contratación permitieron el acceso remoto a las bolsas de valores y la consiguiente globalización en los servicios de contratación. Posteriormente, el descenso de los costes de explotación de las infraestructuras de negociación posibilitado por los avances en las tecnologías de información y comunicaciones ha permitido la aparición de competidores a las bolsas, en muchos casos una aparición auspiciada y promovida por bancos de inversión que buscaban una alternativa a los mercados tradicionales tanto para sus operaciones propias como para sus clientes.

Entre ellos, se encuentran los sistemas multilaterales de negociación (SMN), ya reconocidos en la MiFID. Sin embargo, las empresas de inversión han venido utilizando sistemas multilaterales de casos de órdenes (*broker crossing networks*) con funcionalidades análogas a las de los SMN pero sin estar sujetos a ninguno de los requisitos de regulación y supervisión aplicables a estos. Se estima que los *brokers crossing networks* suponen más de la mitad de la contratación realizada en segmentos opacos.

La asimetría en el tratamiento de las infraestructuras de negociación penaliza a los mercados sujetos a regulación frente a los que no lo están y aleja los objetivos de armonización asumidos por la legislación europea. Además, deja fuera del perímetro supervisor y de los sistemas de formación de precios un número de operaciones que puede llegar a ser significativo en términos de representatividad y liderazgo en la incorporación de información al mercado.

2.2 Entrada de nuevos participantes y desplazamiento de la negociación a segmentos opacos

Como se ha indicado, uno de los objetivos prioritarios de la MiFID era la consecución de una mayor competencia entre las tradicionales bolsas de valores (mercados regulados, MR) y las nuevas plataformas de negociación alternativas (sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos). Se pretendía, en última instancia, reducir los costes directos de transacción (comisiones) soportados por los inversores europeos, considerablemente mayores que en EE. UU. Sin embargo, de alcanzarse esta reducción, también cabía esperar una menor cuota de mercado de las bolsas de valores en favor de los SMN.

En términos de costes directos de negociación (es decir, comisiones que los mercados de valores cobran por operación), la mayor competencia ha supuesto, en efecto, una reducción de las tarifas aplicadas a las operaciones de contratación⁷. Sin embargo, la fragmentación de la liquidez entre las diferentes plataformas puede haber incrementado los costes indirectos (impacto en los precios de las operaciones) y difi-

7 Monitoring Prices, Costs and Volumes of Trading and Post-trading Services, Oxera, 2011: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/2011_oxera_study_en.pdf

cultado la ejecución de grandes operaciones a los inversores institucionales. Las grandes operaciones constituyen, además, un objetivo potencial de los negociadores de alta frecuencia, que intentan detectar con antelación movimientos de mercado mediante algoritmos.

La fragmentación de la negociación en diferentes plataformas comporta también nuevos retos desde el punto de vista de la transparencia y, en general, de los objetivos de la supervisión, puesto que dificulta a las autoridades nacionales la obtención y consolidación de los datos de contratación.

Otro de los cambios estructurales en los mercados de valores fue la aparición, a principios de siglo, de operadores algorítmicos, especialmente los denominados de alta frecuencia, cuyo principal elemento diferencial con respecto a otros agentes es la rapidez para introducir órdenes y ejecutarlas o cancelarlas a partir de algoritmos que determinan de manera automática las condiciones y el momento de entrada y salida del mercado. Esta nueva estrategia de negociación, que ha experimentado un fuerte desarrollo en los últimos años, hace necesaria la adaptación de la normativa para garantizar que la actividad de los participantes que recurren a ella se lleve a cabo sin comprometer el funcionamiento ordenado de los mercados.

Concurren, por tanto, dos circunstancias muy significativas por su incidencia sobre la microestructura de los mercados de valores, especialmente en los de acciones. Por un lado, la fragmentación de la liquidez en diversas plataformas de negociación (MR, SMN e internalizadores sistemáticos) y, por otro, la participación creciente de negociadores algorítmicos y de alta frecuencia. Si bien este artículo no tiene como objeto analizar los efectos de estas circunstancias, puede concluirse que una de las consecuencias principales ha sido el desplazamiento de una parte de la negociación a las denominadas plataformas opacas (*dark pools*) ante la creciente dificultad de ejecutar órdenes de importante volumen de manera rápida y con la mínima incidencia en la formación de precios. Se estima que en EE. UU. las *dark pools* negocian el 14 % de las operaciones totales en el mercado, porcentaje que en Europa quedaría por debajo del 10 %, aunque con un crecimiento sostenido en los últimos años. Estos porcentajes se verían incrementados si se incluyesen, además, las operaciones realizadas al amparo de una de las cuatro exenciones de transparencia (*waivers*) reconocidas por la MiFID. Estas operaciones no están incluidas en los libros de órdenes y en consecuencia no interactúan con el resto de agentes, por lo que no contribuyen al proceso de formación de precios y la información que puedan generar no se traslada al mercado.

3 Modificaciones relativas a los mercados

Los objetivos estratégicos que persigue la reforma de la MiFID pueden resumirse del siguiente modo:

- Asegurar un tratamiento normativo homogéneo a todos los participantes en los mercados (infraestructuras de negociación e inversores).
- Promover la estabilidad financiera y mejorar el funcionamiento ordenado de los mercados (negociación de alta frecuencia y derivados sobre materias primas).

- Aumentar la transparencia exigible a los participantes en los mercados con el fin de facilitar una mejor acción supervisora y lograr un mayor cumplimiento del principio de mejor ejecución.
- Incrementar la coordinación entre supervisores en el ámbito de la UE y reforzar sus competencias.
- Mejorar la protección al inversor.
- Abordar deficiencias organizativas y de control, así como la asunción excesiva de riesgos por parte de empresas de inversión y gestores de los mercados organizados.
- Facilitar el acceso a la financiación, vía capital, de las pequeñas y medianas empresas.

En este apartado se ofrece un resumen de los cambios más significativos incorporados en la MiFID II y el MiFIR relacionados con los mercados secundarios y de productos derivados, agrupándolos en cinco grandes bloques.

3.1 Modificaciones que afectan a la estructura de los sistemas de negociación y a sus operadores

- Se incorpora una nueva plataforma multilateral de negociación: el sistema organizado de negociación (SON) para instrumentos financieros diferentes de las acciones.

Un SON se define como un sistema multilateral en el que interactúan intereses de compraventa de terceros en bonos, productos financieros estructurados, instrumentos derivados y derechos de emisión. Se espera que este nuevo tipo de plataforma sujeta a la normativa y al escrutinio de los supervisores acoja la negociación que actualmente se realiza en los sistemas no regulados de los intermediarios (*broker crossing systems*).

Dado que prestará servicios similares a los de los SMN, el nuevo tratamiento normativo será también similar en cuanto a los requisitos exigibles. En caso contrario, y como sucede en la actualidad, gozaría de ventajas competitivas con respecto a los SMN (ausencia de requisitos de funcionamiento, transparencia de las operaciones y supervisión).

No se permite que las empresas de inversión gestora de los SON efectúen operaciones por cuenta propia, salvo en el caso concreto de instrumentos sobre deuda soberana que no cuenten con un mercado líquido. Esta restricción operativa, aplicable también a los mercados regulados y sistemas multilaterales, pretende impedir la asunción de riesgos por parte de las plataformas de negociación y diferenciarlas de los internalizadores sistemáticos, que sí pueden realizar esta actividad. Una empresa de inversión no podrá operar dentro de la misma sociedad jurídica que un sistema organizado o uno internalizado sistemático.

En el momento de solicitar la autorización, las autoridades competentes podrán requerir a las empresas de inversión que expliquen por qué el sistema no debería ser considerado como un mercado regulado, un sistema multilateral o un internalizador sistemático.

En el cuadro siguiente se resumen las alternativas de negociación que incluirá la MiFID II y las principales particularidades de cada mercado.

Alternativas de contratación contempladas en la MiFID II						CUADRO
	Mercado Regulado	SMN	SON	IS	OTC	
Operador plataforma	Bolsa	Bolsa o ESI	Bolsa o ESI	ESI Entidad Crédito	ESI Entidad Crédito	
Utilización capital propio operaciones clientes	No	No	No	Sí	Sí	
Activos negociados	Todos	Todos	Distintos de las acciones	Todos	Todos	
Ejecución de órdenes	No discrecional	No discrecional	Discrecional	Discrecional	Discrecional	
Acceso al mercado	Criterios objetivos Normas transparentes y no discriminatorias	Criterios objetivos Normas transparentes y no discriminatorias	Criterios objetivos Normas transparentes y no discriminatorias	Criterios comerciales	Criterios comerciales	
Admisión valores negociación	Normas transparentes	Normas transparentes	Normas transparentes	–	–	
Transparencia prenegociación	Sí	Sí	Sí	Sí	No	
Transparencia postnegociación	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	
Tamaño mínimo (<i>tick</i>) operaciones	Sí	Sí	Sí	No	No	
Requisitos de resistencia sistema contratación y subastas volatilidad	Sí	Sí	Si	No	No	
Capacidad autoridades suspensión negociación	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	

Fuente: Elaboración propia.

- Se redacta de nuevo el articulado relativo a los internalizadores sistemáticos: empresas de servicios de inversión que, con carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial, negocian por cuenta propia cuando ejecutan órdenes de clientes al margen de un mercado regulado, un SMN o un SON sin gestionar un sistema multilateral. Con esta nueva definición se pretende establecer criterios más objetivos para diferenciar esta actividad de otras relacionadas con la negociación de valores. ESMA deberá desarrollar estos criterios; en particular, deberá establecer con referencias cuantitativas qué se considera «frecuente y sistemático» (referencia al número de negociaciones en mercados no regulados OTC realizadas por cuenta propia cuando el intermediario ejecuta órdenes de clientes) y «sustancial» (por el tamaño de la negociación OTC realizada por la

empresa con respecto al total contratado en un instrumento financiero concreto en la UE). La MiFID II también exige a los internalizadores sistemáticos nuevos requisitos de transparencia al incluirse ahora instrumentos diferentes a las acciones.

- Se incluyen nuevos requisitos y sistemas de control de riesgos a las plataformas de negociación y se incorporan controles a las actividades de negociación algorítmica (ver apartado 4 del presente artículo).
- Se desarrolla una sección nueva (sección 4 de la MiFID II) referida a los SMN especializados en pequeñas y medianas empresas o en compañías en crecimiento.

Se trata de una categoría específica y diferenciada de infraestructuras de negociación en la que al menos la mitad de los emisores de los instrumentos financieros admitidos a negociación deben ser pequeñas y medianas empresas, tanto en el momento de la autorización del mercado como en cualquier momento posterior.

- Se contemplan medidas para incrementar la resistencia (*resiliency*) de los sistemas de negociación en situaciones de estrés del mercado.

Con esta finalidad, se añaden una serie de requisitos aplicables a los operadores de las infraestructuras de negociación entre los que se incluye la necesidad de contar con controles y mecanismos que garanticen que los sistemas de negociación tienen capacidad suficiente para asimilar picos elevados de órdenes y mensajes y permiten un funcionamiento ordenado en momentos de tensión. Esta previsión trata de evitar posibles saturaciones e interrupciones de la negociación provocadas por fallos o concurrencia elevada en las órdenes de compra-venta iniciadas por algoritmos.

ESMA tiene que desarrollar los requisitos destinados a comprobar que los algoritmos utilizados por los operadores de sistemas automatizados y de alta frecuencia no puedan generar o contribuir a que se generen situaciones de funcionamiento desordenado de los mercados.

Los sistemas de negociación incluirán filtros predeterminados que rechacen órdenes que superen ciertos límites en precios y volúmenes. Asimismo, deberán contar con sistemas que suspendan de manera automática la negociación cuando se produzca una variación significativa de precios en un determinado instrumento financiero (*circuit breakers*). De esta manera, la MiFID II incorpora las recomendaciones de IOSCO⁸ para promover la eficiencia e integridad de los mercados y reducir los riesgos potenciales de los nuevos desarrollos tecnológicos en los mercados, incluida la negociación de alta frecuencia.

En EE. UU., la SEC publicó en noviembre de 2004 nuevas reglas⁹ para garantizar la integridad de los mercados electrónicos de valores, adoptando así las re-

8 Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency, de octubre de 2011 (<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEW215.pdf>).

9 Regulation Systems Compliance and Integrity (<http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370543496356#.VlgZerGDNXu>).

comendaciones de IOSCO e incluyendo previsiones para evitar fallos en los sistemas de negociación, de modo que, cuando estos se produzcan, queden establecidos los procedimientos para su comunicación al mercado y a las autoridades.

3.2 Límites a la operativa en mercados opacos y medidas para reforzar la transparencia¹⁰

- Se revisa el funcionamiento de las exenciones en las comunicaciones de pretransparencia.

La MiFID prevé ciertas exenciones para prevenir el desvío de la negociación hacia plataformas opacas. Estas exenciones están sujetas al cumplimiento de una serie de requisitos; entre ellos, que se trate de operaciones que utilicen el precio del mercado con mayor liquidez, que se realicen dentro de una banda de precios o que posean un volumen elevado en comparación con el tamaño normal del mercado. Esta última es la exención más utilizada para retrasar la publicación de los datos de las operaciones en los mercados de acciones.

En los últimos años se ha observado un desplazamiento de la negociación de acciones hacia plataformas opacas y un aumento de las operaciones ejecutadas acogiéndose a las exenciones de comunicación de pretransparencia previstas en la MiFID. Esta tendencia podría llevar a una pérdida de representatividad y contenido informativo de los precios de las acciones en los mercados regulados y SMN, que vendrían determinados por la concurrencia de una parte cada vez menos sustancial de la oferta y la demanda total de acciones. Por esta razón, se incorporan al MiFIR límites al uso de las exenciones que pretenden reducir el desplazamiento de la negociación. El nuevo reglamento prevé para cada instrumento financiero dos tipos de límites:

- 1) Habrá un porcentaje máximo de la contratación del instrumento alcanzada en cualquier plataforma de negociación con las operaciones realizadas al margen de los requisitos de pretransparencia. Este se fija en el 4 % del volumen agregado de la negociación llevada a cabo en los centros de negociación de la Unión durante los doce meses anteriores.
- 2) Habrá un tope para la negociación opaca de un instrumento en el conjunto de la UE. La negociación agregada de un instrumento financiero en los centros de negociación de la Unión al amparo de las exenciones no podrá superar el 8 % del volumen total de negociación de dicho instrumento durante los doce meses anteriores.

Estos límites pueden interpretarse como una nueva regla de concentración de la liquidez en plataformas no opacas, cuyo objetivo es mejorar el proceso de

10 La MiFID contempla requisitos de transparencia prenegociación y posnegociación. Los primeros se refieren a la difusión de los precios actuales de compra y venta y a la profundidad de las posiciones de negociación de dichos precios de forma continua en el horario normal de negociación. Los segundos hacen referencia a la publicidad sobre precio, volumen y hora de las operaciones realizadas.

formación de precios y facilitar la supervisión de la integridad del mercado y del cumplimiento del principio de mejor ejecución.

La aplicación de estos dos límites tiene una excepción: las operaciones profesionales que no contribuyan a la formación de precios. Sin embargo, aún no se ha concretado qué negociaciones se consideran profesionales ni cuáles puede afirmarse que no contribuyen a la formación de precios, y queda por tanto pendiente de desarrollo por parte de ESMA.

- Se amplían los requisitos de pre y postransparencia.

La anterior directiva se centraba exclusivamente en los requisitos de transparencia aplicables a los mercados de acciones; ahora, la MiFID II contempla exigencias similares para el resto de instrumentos financieros. En concreto, se establecen requisitos de transparencia aplicables, por un lado, a los instrumentos similares a las acciones —fondos cotizados (ETF) y certificados sobre acciones— y, por otro, a la renta fija y los derivados.

Los nuevos requisitos de transparencia exigibles a los mercados de renta fija y derivados se aplicarán en función de la liquidez del instrumento en el mercado. En el caso de los instrumentos de renta fija, la nueva directiva tiene en cuenta sus particularidades con respecto a las acciones y encomienda a ESMA que analice y establezca los requisitos en función de la liquidez de cada instrumento.

Así, mientras que las acciones tienen una contratación continuada a lo largo de la sesión de negociación, que suele materializarse en un elevado número de operaciones de volumen relativamente reducido, los bonos corporativos suelen ser objeto de un menor número de transacciones, pero con un volumen unitario muy superior. Los mercados de renta fija son, en su gran mayoría, mercados dirigidos por precios en los que los creadores de mercado juegan un papel fundamental, mientras que los de renta variable descansan en un libro central de órdenes. Además, los bancos desempeñan un papel muy importante en esos mercados, como creadores de mercado y como inversores, dotando de contrapartida a las operaciones. Por ello, el tratamiento más exigente previsto en las diferentes reformas prudenciales bancarias¹¹ en términos de consumo de recursos propios, la separación de actividades e incluso las restricciones a la actividad por cuenta propia de estas entidades financieras podrían penalizar la liquidez de los mercados de renta fija, con la consiguiente ampliación de los diferenciales de compraventa. ESMA tendrá en cuenta el tipo de sistema de negociación y fijación de precios —mercados dirigidos por precios, órdenes con la intervención de creadores de mercado, híbridos (es decir, mercados dirigidos por precios y con participación de creadores de mercado de subastas en periodos concretos), etcétera— para adecuar los requisitos de transparencia a cada tipo de mercado y activo, de forma que la difusión de precios de las órdenes no suponga una disminución en la liquidez.

11 Basilea III, regla Volker en EE. UU. y comisión Vickers en el Reino Unido.

Con la anterior normativa, el régimen de pre y postransparencia de los mercados de renta fija y derivados quedaba al criterio de los Estados miembros. Ahora pasan a estar cubiertos por la directiva más de cien mil instrumentos financieros, frente a los seis mil previos (acciones), lo que sin duda exigirá a las autoridades supervisoras importantes desarrollos en tecnologías de información capaces de validar y explotar los datos recibidos.

La nueva normativa comportará la armonización de los requisitos de pre y postransparencia de los bonos y productos estructurados con folleto de emisión o admitidos a negociación en un mercado organizado (MR y SMN) y de los instrumentos derivados que se compensen y liquiden en cámaras de contrapartida central (CCP) con los aplicables a los mercados de acciones. Las autoridades nacionales competentes podrán suspender el cumplimiento de las obligaciones de pretransparencia cuando la liquidez de los instrumentos financieros (excepto las acciones) se sitúe por debajo de un nivel predeterminado.

- Se crea un registro consolidado de operaciones para todos los instrumentos financieros cubiertos por la directiva.

La fragmentación de la liquidez y de la negociación de instrumentos financieros en diferentes infraestructuras de negociación (MR, SMN, internalizadores sistemáticos y SON) dificulta tanto el seguimiento del proceso de formación de precios de los diferentes activos como su supervisión y no garantiza que el proceso se desarrolle de acuerdo con el principio de integridad de mercado.

La MiFID de 2004 ya contemplaba la difusión y comunicación de operaciones por parte de las empresas de inversión. Sin embargo, en el entorno actual de fragmentación de operaciones entre diferentes alternativas de negociación, es preciso contar con un mecanismo que integre, agrupe y difunda con la mayor celeridad posible las operaciones realizadas en todos los mercados. En caso contrario, se mantendría la fragmentación de información actual y no se contaría con un registro unificado que consolidara toda la información recibida de diferentes plataformas de contratación.

Para conseguir una mejor información y facilitar la supervisión del cumplimiento del principio de mejor ejecución y de la normativa sobre abuso de mercado, se crea un registro consolidado, al que se remitirán todas las operaciones ejecutadas en los diferentes mercados para su difusión inmediata.

El registro consolidado de operaciones es crucial para que las diferentes autoridades supervisoras de cada país puedan hacer un seguimiento de la negociación de los instrumentos financieros en su ámbito cuando la contratación se realiza en plataformas de diferentes países. En un principio, con la entrada en vigor de la MiFID II en 2017, solo será obligatorio contar con un registro consolidado para las acciones; para el resto de instrumentos financieros no entrará en vigor hasta septiembre de 2018.

La creación de este registro está en línea con las recomendaciones de IOSCO, que en un informe de diciembre de 2013 sobre las necesidades regulatorias que conllevan los cambios en la estructura de los mercados, como la fragmentación

de la liquidez, proponía la agregación y difusión de información sobre las operaciones realizadas en los mercados con un desfase temporal mínimo y lo más cercano posible al tiempo real¹².

Las entidades que realicen la agregación y posterior difusión de las operaciones en los mercados de acciones serán objeto de aprobación por parte de las autoridades de cada país. Las operaciones se harán públicas en un tiempo lo más cercano posible a su ejecución. Se abre a la competencia la prestación de servicios de comunicación de operaciones. Podrán realizar esta actividad las empresas de inversión o las empresas que gestionen un mercado (MR, SMN).

- Se incluyen unos elementos identificativos (*flags*) de operaciones realizadas como consecuencia de ventas en corto (*short selling* aplicable a las acciones y bonos soberanos) y de aquellas realizadas utilizando las exenciones a los requisitos de pretransparencia (*waivers*). Esta identificación será visible para los supervisores de los mercados.
- Se adoptarán regímenes de variación mínima de cotización en las acciones, certificados de depósito, fondos cotizados, certificados y demás instrumentos financieros similares.

Los Estados miembros exigirán a los mercados regulados el cumplimiento de este requisito. ESMA desarrollará la variación mínima de precios, que se calibrará de manera que refleje el perfil de liquidez del instrumento financiero en diferentes mercados y el diferencial medio entre precio comprador y precio vendedor.

En los últimos años, la variación mínima de cotización de los diferentes mercados regulados se ha venido reduciendo en una clara apuesta por atraer a los operadores de alta frecuencia, especialmente aquellos que realizan estrategias de arbitraje y que necesitan variaciones de precios muy pequeñas para facilitar su operativa. Sin embargo, los negociadores de alta frecuencia que actúan como creadores de mercado prefieren variaciones mínimas de precios mayores, ya que con ellas obtienen mayores márgenes por los diferenciales de compra-venta. Parece, por tanto, que la adopción de variaciones mínimas homogéneas y de mayor tamaño entre diferentes grupos de acciones en Europa podría favorecer la actividad de los creadores de mercado; así pues, uno de los objetivos sería incrementar la liquidez de los mercados.

3.3 Modificaciones relativas a los mercados no organizados (OTC) de productos derivados

- Se obliga a la negociación en plataformas o mercados organizados (MR, SMN, SON o IS) de aquellos instrumentos derivados que deban liquidarse obligatoriamente en cámaras de contrapartida central, de acuerdo con el artículo 28 del

12 En el documento *Report on Regulatory Issues Raised by Changes in Market Structure* (2013): <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD431.pdf>

MiFIR. Para ello se establecen tres condiciones que deberá cumplir el contrato de derivados y cuyos detalles deberá desarrollar ESMA:

- 1) Estar sujeto, de acuerdo con ESMA, a liquidación obligatoria en una cámara de contrapartida central.
- 2) Estar admitido a negociación en al menos un mercado oficial de la UE o de un tercer país.
- 3) Ser suficientemente líquido.

Así pues, mediante el MiFIR, la nueva normativa va a dar cumplimiento a uno de los principios de la cumbre del G20 celebrada en Pittsburg y que complementa las modificaciones anteriores referidas al desplazamiento de la negociación desde los segmentos opacos a los mercados organizados.

3.4 Novedades relativas a los contratos sobre materias primas

- Se amplía el perímetro de supervisión de estos contratos. Quedan definidos como instrumentos financieros los contratos de derivados sobre energía que se liquiden por entrega física cuando se negocien en un sistema organizado de negociación.

El MiFIR otorga a los supervisores nacionales el poder de suspender la negociación de derivados sobre materias primas cuando esta actividad pueda distorsionar la formación de precios en los mercados físicos de contado.

Previamente, la autoridad nacional competente habrá consultado sobre la medida con los organismos supervisores de los mercados físicos de materias primas.

- Se incluyen límites armonizados a las posiciones abiertas en derivados sobre materias primas con el fin de incrementar la transparencia y la estabilidad financiera, así como el funcionamiento ordenado de los mercados.

La existencia de elevadas posiciones abiertas en los mercados de derivados, cuando suponen un porcentaje significativo de la oferta disponible del producto, puede incidir negativamente en la formación de precios de las materias primas en los mercados de contado. Además, si los mercados de derivados contemplan la liquidación de los contratos mediante entrega física, esta podría no ser posible si el mercado de futuros tuviese un tamaño muy superior al de la oferta física disponible.

Para evitar estas situaciones, ESMA establecerá y calculará los límites a las posiciones netas por titular en los mercados de derivados sobre materias primas tanto regulados como OTC. Para ello, tendrá en cuenta, entre otros criterios, la oferta disponible de la materia prima, el vencimiento de los contratos y el número y tamaño de los participantes en el mercado.

En EE. UU., el supervisor de los mercados de derivados sobre materias primas, la Commodities Futures Trading Commission, ya establecía límites de este tipo desde su creación en el año 1975, y recientemente los ha ampliado para incluir derivados sobre energía y metales, conforme lo previsto en la reforma Dodd-Frank.

3.5 Acceso a las entidades o cámaras de contrapartida central

Uno de los objetivos claves de la transposición de la MiFID en el año 2007 era poner fin al denominado principio de concentración de órdenes, por el cual las operaciones de compraventa de acciones debían ejecutarse en las tradicionales bolsas de valores. Con ello, se eliminaba la posibilidad de que los Estados miembros de la UE pudiesen obligar a la contratación de instrumentos financieros en un mercado concreto. La MiFID, ya se ha dicho, posibilitaba la negociación en tres mercados organizados (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizados sistemáticos), que pasaban a competir entre sí.

Las dificultades de acceso a los sistemas de compensación y liquidación pueden limitar la competencia efectiva entre plataformas, de igual modo que el acceso al cliente final por parte de los suministradores tradicionales condiciona la entrada de nuevos competidores en los mercados de suministro de servicios públicos (*utilities*).

La MiFID II tiene entre sus objetivos que el acceso a las diferentes infraestructuras de negociación se realice de forma no discriminatoria y transparente. Para ello se obliga a los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y sistemas organizados de negociación a incluir en sus propios reglamentos los requisitos de acceso a sus sistemas. También se establece que las empresas de inversión y las infraestructuras de negociación deben tener acceso en condiciones de transparencia y no discriminación a los sistemas de compensación y liquidación europeos.

La nueva directiva establece un tratamiento simétrico de libertad de acceso con las infraestructuras de negociación:

- Las infraestructuras de negociación tienen derecho a obtener un acceso no discriminatorio a las diferentes CCP en materia de comisiones, garantías exigibles, acuerdos de compensación (*netting*) de garantías de contratos equivalentes y comisiones.

Los acuerdos de compensación de garantías constituyen un aspecto esencial de la competencia entre diferentes mercados. Su existencia permite depositar menores garantías por posiciones contrarias en diferentes mercados/activos al mitigarse el riesgo global de la cartera del cliente. Si no se reconoce la compensación de riesgos, la exigencia de garantías es mayor, con el consiguiente encarecimiento de la operativa en los diferentes mercados.

- Las CCP tienen derecho a liquidar instrumentos financieros negociados en las diferentes infraestructuras de mercado (MR, SMN y SON) de manera no discriminatoria, así como a obtener información y licencias de los propietarios de índices de referencia.

4 La negociación algorítmica en la MiFID II

Por su importancia y novedad, se dedica este apartado a analizar en profundidad el tratamiento que la negociación algorítmica tendrá en el nuevo marco normativo.

Como se ha comentado anteriormente, la irrupción a finales del siglo pasado de la negociación algorítmica¹³, en una de cuyas subcategorías se encuadra la negociación de alta frecuencia —*high frequency trading* (HFT)¹⁴—, supuso uno de los desarrollos más importantes desde la creación de los mercados de valores e introdujo una transformación significativa de su funcionamiento. Aunque la actividad del HFT es reciente, su impacto ya es muy elevado, hasta el punto de que los gestores tradicionales han empezado a utilizar también estas técnicas operativas para no competir en desventaja con quienes ya las utilizaban desde el primer momento. Se puede anticipar que el HFT propiciará un cambio estructural de los mercados, como sucedió en su momento con la aparición de las plataformas de negociación electrónicas.

En el caso de Europa, el crecimiento de la negociación algorítmica coincidió en el tiempo con la transposición de la MiFID y la posibilidad de contratar valores en diferentes plataformas alternativas a los tradicionales mercados regulados.

No puede descartarse que una mala utilización de los algoritmos empleados en la negociación de alta frecuencia, o errores en los mismos, generen inestabilidad en el mercado, incluso con efectos sistémicos, aunque de carácter temporal y reversible, como pudo observarse en EE. UU. en el denominado *flash crash* del 6 de mayo de 2010¹⁵. Este tipo de incidentes representan un riesgo para la integridad de los mercados de valores.

Otro de los aspectos que ha suscitado polémica en torno a la actividad de alta frecuencia es la posibilidad de que estas técnicas se utilicen con fines manipulativos para enviar y cancelar un elevado número de órdenes al mercado, generándose señales ficticias sobre posibles tendencias que aprovechan los operadores de HFT.

13 La directiva considera negociación algorítmica aquella en la que un algoritmo determina de manera automática aspectos de una orden de compraventa sin intervención humana o siendo esta mínima. Por su parte, el HFT es una categoría de negociación algorítmica que se caracteriza por el brevísimo plazo de mantenimiento de las posiciones (en muchas ocasiones menos de un segundo) y su cierre antes del final de la sesión, la remisión y cancelación de un elevado número de órdenes al mercado y el uso de servicios de *co-location* por los que se reduce el tiempo desde que se remite una orden de compraventa hasta que llega al servidor del mercado.

14 De acuerdo con estimaciones de la CE en su estudio de *impact assessment* de 2011, la cuota de mercado de las operaciones de HFT en Europa oscilaba en 2011 entre el 20 % de la Borsa italiana, el 20-25 % de la BME y el 40 % del SMN Chi-X.

15 En un entorno de elevada volatilidad motivada por la crisis de deuda soberana en Europa, el índice Dow Jones perdió entre las 14:30 y las 15:00 cerca de mil puntos (9 %) como consecuencia del mal funcionamiento de un algoritmo de una empresa de inversión. El algoritmo, sin intervención humana, lanzó en un periodo de veinte minutos órdenes de venta de elevado volumen, cuando por su magnitud y las circunstancias de liquidez y volatilidad en aquellos momentos debería haberse fragmentado a lo largo de varias horas e incluso días por su potencial efecto en la formación de precios.

Esta operativa, conocida como *spoofing*, no es ni mucho menos novedosa¹⁶, pero sí es cierto que las tecnologías asociadas al HFT permiten realizarla con mucha mayor rapidez. En EE. UU. se ha iniciado el primer juicio penal por *spoofing* contra un operador de alta frecuencia, que se enfrenta a una pena de cárcel de hasta veinticinco años.

Por todo ello, el artículo 17 de la MiFID II incluye una serie de previsiones normativas aplicables a las empresas de inversión e infraestructuras de negociación que desarrollen o en las que se lleve a la práctica negociación algorítmica. Se pretende asegurar que el funcionamiento de la negociación algorítmica se produzca de la manera más segura posible para el funcionamiento ordenado de los mercados y evitar situaciones con potenciales efectos sistémicos adversos.

Otra de las preocupaciones que han motivado la incorporación de controles de riesgos a operadores y mercados son las posibles tensiones en la capacidad de los mercados para recibir y ejecutar el elevado número de órdenes que esta actividad de alta frecuencia implica. Para mitigarlas, se obligará a las infraestructuras de negociación a establecer límites al número de órdenes remitidas a los sistemas con respecto a las operaciones finalmente ejecutadas (*order to trade ratios*). De este modo, se intentan prevenir las avalanchas de órdenes en los sistemas de negociación, lanzadas con intención de cancelarlas inmediatamente, lo que podría colapsar el sistema y enviar señales erróneas al mercado.

La nueva directiva incorpora requisitos de control de riesgos de esta operativa que afectan a las infraestructuras de negociación y a los propios operadores de alta frecuencia, así como a las empresas de inversión que les facilitan el acceso e interconexión a los mercados. En particular, destacan los siguientes requisitos:

- 1) Las empresas de inversión que se dediquen a la negociación algorítmica deberán tener implantados sistemas efectivos de control de riesgos adecuados a su actividad que, entre otros problemas, eviten el envío al mercado de órdenes de compraventa erróneas.
- 2) Las empresas de inversión que realicen negociación algorítmica deberán comunicarlo a las autoridades supervisoras de los Estados miembros y a los mercados en los que realicen esta operativa.
- 3) La autoridad supervisora del país en el que la empresa tenga su domicilio social podrá requerir de manera habitual o ad hoc una descripción de la naturaleza de las estrategias de negociación, detalles de los parámetros y límites del sistema y los aspectos esenciales del control de riesgos, así como cualquier otra información adicional sobre la negociación algorítmica y los sistemas utilizados para llevarla a efecto.
- 4) El supervisor podrá también requerir la información anterior a la empresa de inversión cuando el mercado en el que opere se lo solicite.

¹⁶ La normativa estadounidense la recoge como actividad no permitida desde el año 2002 y la normativa Dodd-Frank la prohibió en el año 2010.

- 5) Se considerará que una empresa de inversión que opera con negociación algorítmica realiza funciones de creación de mercado cuando por cuenta propia remita órdenes firmes de compra y de venta comparables en términos de precio y volumen y cuyo resultado sea la provisión de liquidez de manera regular y frecuente. En función de la naturaleza específica del instrumento financiero negociado, estas empresas de inversión deberán:
- a) Realizar las funciones de creación de mercado de manera continuada durante un intervalo específico del horario de negociación, salvo en circunstancias excepcionales. ESMA deberá determinar mediante desarrollo reglamentario qué circunstancias se consideran excepcionales, pero grosso modo puede hablarse de circunstancias de volatilidad extrema y de determinadas situaciones macroeconómicas, políticas u operativas.
 - b) Llegar a un acuerdo vinculante con la infraestructura de negociación en que se recogerán las obligaciones de provisión de liquidez en el horario de negociación. ESMA desarrollará los estándares por los que se establecerán las circunstancias que hagan necesario el contrato de creación de mercado y el contenido del mismo.
 - c) Establecer sistemas efectivos y controles que garanticen el cumplimiento del acuerdo de creación de mercado.

Con respecto a los denominados servicios de *co-location*¹⁷ ofrecidos por las infraestructuras de contratación, la MiFID II exige que se realicen de manera justa, no discriminatoria y transparente con el objetivo de que todos los usuarios de esta facilidad operativa tengan acceso a ella en condiciones idénticas y sin ningún tipo de ventaja para ninguna entidad.

Algunos países de la UE ya cuentan con una normativa específica aplicable a la operativa de alta frecuencia. Es el caso de Alemania, donde, desde mayo de 2013, se considera el HFT como una actividad que requiere autorización incluso cuando se desarrolle por cuenta propia y no como un servicio a terceros. Esta autorización la concederá el supervisor alemán, que podrá aceptar o no la autorización concedida por otro Estado miembro de la UE. Además, el supervisor alemán puede solicitar a los operadores la descripción de los parámetros utilizados por los algoritmos e incluso prohibirlos si considera que su empleo puede comprometer la integridad del mercado. También está previsto el cobro de unas tasas cuando los operadores de alta frecuencia hagan un «uso excesivo» del envío y cancelación de órdenes no ejecutadas en mercado.

En Italia, desde marzo de 2013, las órdenes generadas por algoritmos tienen una tasa del 0,02 % de su valor nominal.

17 La *co-location* es un servicio ofrecido por los mercados por el que se garantiza el acceso a su libro de órdenes en igualdad de condiciones temporales a todos los miembros que sitúen sus servidores en instalaciones habilitadas al efecto.

5 Conclusiones

Casi siete años después de la entrada en vigor de la Directiva 2004/39/CE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), se han aprobado dos textos legales (la MiFID II y el reglamento MiFIR) que la reforman. Desde que dicha directiva se transpuso a las diferentes normativas comunitarias, los mercados financieros han experimentado una de las mayores transformaciones de su historia, con la crisis financiera, la mayor competencia entre plataformas de negociación, la globalización e interconexión y la aparición de nuevos participantes y mercados como factores generadores del cambio.

Este cambio en la estructura de los mercados y la necesidad de incrementar su resistencia y transparencia han motivado buena parte de las modificaciones del marco normativo introducido por la MiFID en el año 2007.

Las modificaciones pretenden, por un lado, adaptar la normativa a la nueva estructura de los mercados de valores; incrementar su transparencia; desplazar la negociación desde las plataformas opacas (*dark pools* y exenciones en los mercados) a los mercados organizados; posibilitar una mayor competencia entre mercados eliminando fricciones en el acceso a los sistemas de compensación y liquidación, y mejorar la protección al inversor, adoptando una muy potente competencia denominada «intervención de productos» (*product intervention*). Se dedica, asimismo, un nuevo capítulo a la regulación y supervisión de la negociación de alta frecuencia, que supone un cambio estructural en la forma de contratación en los mercados y que necesita unas nuevas reglas que minimicen los riesgos para la integridad de aquellos.

Por otra parte, la reforma de la MiFID también pretende ampliar el perímetro de supervisión y armonizar el tratamiento normativo de las infraestructuras de negociación que realizan funciones análogas. Así, se incluyen en la directiva límites a las posiciones abiertas en derivados sobre materias primas y se encuadran bajo su ámbito los sistemas organizados de negociación para instrumentos diferentes a las acciones, actualmente operados por empresas de inversión y no sujetos a supervisión.

La propia naturaleza evolutiva de los mercados de valores y sus participantes hará necesarias nuevas y frecuentes revisiones para acomodar la normativa y la supervisión a la realidad cambiante de la negociación. El largo proceso desde que se inicia la revisión de una directiva hasta su transposición a las normativas nacionales dificulta la completa adaptación reguladora a la realidad cambiante de los mercados. Esta circunstancia concede un papel fundamental a ESMA, la Autoridad de Supervisión Europea de Mercados, en el desarrollo de la directiva reformada para ajustarla a las nuevas necesidades de supervisión sin condicionar negativamente el desarrollo de los mercados y de la industria de inversión.

Novedades de la MiFID II en la protección del inversor

Elena Bravo San Juan (*)

(*) Elena Bravo San Juan pertenece al Departamento de Supervisión de Entidades de Servicios de Inversión y de Entidades de Crédito y Ahorro de la CNMV.

1 Introducción

La Unión Europea, a través de la Directiva 2004/39/CE (conocida como MiFID)¹ y de la Directiva 2006/73/CE², que desarrollaba la anterior, estableció un marco regulador general para la ejecución organizada de las transacciones de los inversores en las bolsas, los demás sistemas de negociación y las empresas de inversión. La finalidad que se perseguía era doble: mejorar la competitividad de los mercados financieros europeos y, al mismo tiempo, reforzar la protección de los inversores mediante la armonización de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión. Estas normas, que empezaron a aplicarse en 2008, han constituido la base de nuestro marco regulador en las relaciones entre las entidades y sus clientes.

La aplicación de la MiFID coincidió en el tiempo con la crisis del sistema financiero, un escenario en el que se hizo patente, entre otras cuestiones, la necesidad de reforzar la protección del inversor, tal y como quedó recogido en la declaración final de la Cumbre de Seul del G20 en 2010³. La experiencia acumulada en la supervisión del cumplimiento de las normas de conducta durante los tres primeros años de aplicación de la directiva —en casos como, por ejemplo, la distribución de productos estructurados de Lehman Brothers a clientes minoristas⁴— ha permitido llevar a cabo diversos trabajos de nivel 3 de la MiFID, esto es, recomendaciones o normas técnicas destinadas a facilitar la aplicación de la directiva e identificar los aspectos que requieren de una aclaración o modificación. Así, el Comité de Reguladores de Valores Europeos —CESR (en la actualidad, European Securities and Markets Authority, ESMA)— ha emitido numerosas recomendaciones, directrices y dictámenes para clarificar la interpretación de las normas de conducta vigentes y mejorar la convergencia en su aplicación. Por otra parte, la Comisión Europea, con el objetivo de garantizar un marco regulador más robusto que permita hacer frente a la problemática de un mercado cada vez más complejo, abordó una revisión de la MiFID, que se puso en marcha con una consulta pública a todos los interesados en el año 2010, a la que siguió la propuesta de una nueva directiva de nivel 1, esto es, una directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, y de un reglamento en noviembre de 2011.

1 Directiva 2004/39/CE (MiFID) del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

2 Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha directiva.

3 https://www.g20.org/sites/default/files/g20_resources/library/Seoul_Summit_Leaders_Declaration.pdf

4 http://www.esma.europa.eu/system/files/09_255.pdf

La revisión de la MiFID ha culminado con la adopción de un nuevo marco regulador de los mercados de instrumentos financieros: la Directiva 2014/65/UE⁵ y el Reglamento (UE) n.º 600/2014⁶, conocidos como MiFID II y MiFIR respectivamente. Estas normas fueron aprobadas por los legisladores europeos el 15 de mayo de 2014 y serán de aplicación en enero de 2017. De acuerdo con los plazos previstos, en junio de 2016 la directiva debería haberse transpuesto a nuestra normativa.

Actualmente, en el seno de ESMA ya se está trabajando en las normas de desarrollo de la MiFID II y del MiFIR (normas de nivel 2): por una parte, asesorará técnicamente a la Comisión Europea en atención a un mandato emitido por esta en abril de 2014⁷; por otra, están elaborándose las normas técnicas vinculantes. En mayo de 2014, ESMA sometió a consulta pública dos documentos que recogían sus propuestas en ambas líneas de trabajo para recabar la opinión de los participantes en los mercados financieros. Tras el análisis de las respuestas, ESMA publicó sus propuestas finales de asesoramiento técnico a la Comisión Europea el pasado 19 de diciembre⁸. Por lo que respecta a las normas técnicas, tras una nueva consulta pública, ESMA deberá enviar a la Comisión su propuesta de los estándares técnicos regulatorios en julio de 2015 y su propuesta de los estándares técnicos de implementación en enero de 2016.

El objetivo de este artículo es analizar las novedades de la MiFID II desde el punto de vista de la protección del inversor. Estas se pueden agrupar en tres grandes epígrafes: la ampliación del ámbito de aplicación; el refuerzo de los requisitos organizativos exigidos a las entidades, y el refuerzo de las normas de conducta. Por otra parte, merece especial atención la facultad atribuida a las autoridades competentes en relación con la intervención de productos y prácticas o actividades financieras recogidas en el MiFIR.

2 Ámbito de aplicación

La crisis financiera ha puesto de manifiesto la necesidad de garantizar una protección del consumidor efectiva y similar en todos los sectores financieros, en especial en el caso de los productos de inversión cuyo rendimiento depende de la evolución de uno o varios activos financieros y que cuentan con sustitutos cercanos desde el punto de vista del inversor. No obstante, esta cuestión ya estaba sobre la mesa de la Comisión Europea, pues en el año 2007 el ECOFIN solicitó que se examinase la coherencia de la normativa europea aplicada a distintos tipos de instrumentos finan-

5 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

6 Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

7 http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/mifid/140423-esma-request_en.pdf

8 Final Report. ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR (http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1569_final_report_-_esmas_technical_advice_to_the_commission_on_mifid_ii_and_mifir.pdf).

cieros. Preocupaba sobre todo la asimetría existente en la información sobre los productos a disposición de los clientes y los procedimientos para su comercialización. Este proceso culminó con la propuesta de un reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y a los productos de inversión basados en seguros (*packaged retail investment and insurance-based investment products*, PRIIP), recientemente aprobado⁹; la revisión de la Directiva 2002/92/CE sobre la mediación en los seguros¹⁰, y la ampliación del ámbito de aplicación de la MiFID II.

Con la revisión de la MiFID se aborda tanto la incorporación de productos pertenecientes al negocio típicamente bancario como la de productos de inversión basados en seguros. En relación con los primeros, se ha optado por incluir los depósitos estructurados en el ámbito de aplicación de la directiva, de forma que les aplicarán las normas de conducta y determinados requisitos organizativos de la MiFID. Se incluyen en concreto aquellos depósitos plenamente reembolsables a la fecha de vencimiento cuya remuneración esté vinculada a la evolución de un instrumento financiero, materia prima o tipo de cambio o índice —a excepción de los depósitos de tipo variable cuya rentabilidad esté vinculada a tipos de interés, como el Euribor o el Libor—.

Por tanto, las entidades que vendan a sus clientes depósitos estructurados o los asesoren sobre ellos tendrán que actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de sus clientes; recabar información suficiente sobre los conocimientos y la experiencia de cada cliente para valorar si el producto es apropiado, y también sobre su situación financiera y sus objetivos de inversión para recomendar o no una determinada compra. Además, deberán disponer de las medidas apropiadas para detectar y prevenir o gestionar los conflictos de intereses que pudieran surgir, incluidas expresamente las remuneraciones de la red comercial, así como disponer de procedimientos adecuados para la aprobación y lanzamiento de estos productos, en los que se incluya la identificación de un público objetivo.

En lo que se refiere a los productos de seguros, la MiFID II introduce una modificación de la Directiva 2002/92/CE, que afecta a los productos de inversión que tienen forma de seguro, a los que se aplicarán algunas de las reglas de conducta de la MiFID. En concreto, nos referimos a los productos de seguros cuyo valor de vencimiento o de rescate está expuesto en todo o en parte, directa o indirectamente, a las fluctuaciones del mercado. Estos productos de seguros pueden constituir una alternativa de inversión a los instrumentos financieros recogidos en la MiFID y por tanto su distribución ha de sujetarse a unas reglas de protección del cliente similares. Expresamente se excluyen del ámbito de la directiva los productos de seguros distintos del seguro de vida, los contratos de seguro de vida en los que las prestaciones son pagaderas únicamente en caso de fallecimiento o invalidez producida por accidente y los pro-

9 Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de noviembre de 2014 sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y a los productos de inversión basados en seguros: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=OJ:JOL_2014_352_R_0001&from=EN

10 Directiva 2002/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 9 de diciembre de 2002 sobre la mediación en los seguros.

ductos de pensiones cuya finalidad principal es la de proporcionar una renta durante la jubilación.

Al igual que ocurría con los depósitos estructurados, las entidades también deben actuar con honestidad, equidad y profesionalidad en beneficio de los intereses de sus clientes en la actividad de distribución de productos de inversión basados en seguros. La información dirigida a los clientes deberá ser veraz, clara y no engañosa.

Asimismo, a los intermediarios y empresas de seguros le serán de aplicación los principios generales para la prevención de los conflictos de intereses, de forma que deberán identificar los que puedan surgir, establecer medidas razonables destinadas a impedir que perjudiquen los intereses de sus clientes y, en el caso de que estas no sean suficientes, revelar al cliente la naturaleza o el origen de los conflictos antes de actuar por su cuenta. La directiva faculta a la Comisión Europea para adoptar los actos delegados relacionados con estas obligaciones, por lo que ha solicitado a EIO-PA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) asesoramiento técnico en esta materia.

Por último, se incluye en la modificación de la Directiva 2002/92/CE la posibilidad de que los Estados miembros prohíban la percepción de incentivos; es decir, la aceptación de honorarios, comisiones u otros beneficios monetarios de los intermediarios o entidades de seguros proporcionados por un tercero en relación con la distribución de este tipo de productos de inversión con forma de seguro.

Como conclusión, cabe señalar que si bien la nueva directiva contempla la aplicación de determinados principios fundamentales de la MiFID al ámbito de la distribución de seguros, se echa en falta la incorporación de otros principios, como el de recabar información suficiente sobre los conocimientos, experiencia, situación financiera y objetivos de inversión del cliente, necesaria para valorar si el producto es apropiado para él y para recomendar o no la compra; es decir, se echan en falta las evaluaciones de conveniencia e idoneidad que ya se exigen a los instrumentos financieros. Igualmente, habría sido deseable que se contemplase la obligación de contar con procedimientos adecuados para la aprobación de los productos de inversión basados en seguros, la identificación del público objetivo y el establecimiento de procedimientos relacionados con la remuneración de la fuerza de ventas.

Actualmente la Directiva 2002/92/CE se encuentra en proceso de revisión y parece posible que las anteriores carencias sean subsanadas, de tal forma que se eliminen al menos las diferencias sectoriales más importantes que persisten en la distribución de productos financieros.

3 Requisitos organizativos

En la MiFID, las obligaciones que constan como requisitos organizativos aplicables a las entidades que prestan servicios de inversión aparecen separadas de las normas de conducta que estas deben cumplir. Las primeras se refieren a la estructura organizativa y los procedimientos; las segundas, a las obligaciones en el trato con clientes. Sin embargo, tras la revisión de la directiva, esta separación no resulta tan clara,

puesto que determinadas obligaciones están recogidas tanto desde el punto de vista de los requisitos organizativos como desde el de las normas de conducta. Así sucede, en particular, con los requisitos de gobernanza aplicables a los productos de inversión, a las remuneraciones y a los conocimientos y competencias de los empleados.

Esta cuestión puede tener relevancia desde la perspectiva del reparto de las competencias supervisoras entre las autoridades del país de origen y de acogida respecto a la actuación transfronteriza de las entidades que prestan servicios de inversión. Recordemos que la supervisión de las normas de conducta de las sucursales corresponde a la autoridad del país de acogida, por lo que esta podría exigir el cumplimiento de obligaciones que hasta ahora estaban recogidas en los requisitos organizativos.

3.1 El órgano de dirección

La MiFID II ha optado por el fortalecimiento de los órganos de dirección de las entidades que prestan servicios de inversión con el fin de garantizar una gestión adecuada y prudente, promover la integridad del mercado y proteger el interés de los inversores. Como novedad, cabe señalar que se exige a los órganos de dirección de estas entidades los mismos requisitos contemplados para las entidades de crédito en la Directiva 2013/36/UE¹¹. En particular, sus miembros tienen que dedicar un tiempo suficiente a sus cometidos, además de contar como colectivo con los conocimientos, competencias y experiencia adecuados para comprender la actividad y sus principales riesgos. Además, se incluye el criterio de diversidad en la composición de los órganos de dirección. EBA (European Banking Authority) y ESMA procederán en lo sucesivo al desarrollo de estos conceptos a través de directrices.

La responsabilidad de los órganos de dirección queda expresamente recogida en la definición, aprobación y supervisión necesarias de la estrategia global de las empresas. La finalidad última es mejorar el control de las actividades y productos que cada entidad ofrece, para lo que se debe tener en cuenta tanto su perfil de riesgo como las características y necesidades de sus clientes. También se concreta la responsabilidad de las entidades sobre su propia organización, lo que incluye la adecuación de los conocimientos y la experiencia de los empleados y la política de remuneración que se establezca para estos. En definitiva, la MiFID II persigue que los órganos de dirección incentiven y promuevan una cultura empresarial responsable, de manera que se fomente un trato justo a los clientes y se eviten los conflictos de intereses.

3.2 Gobernanza de productos

Con la introducción de este principio se establecen por primera vez diversos requisitos aplicables a las fases de desarrollo y lanzamiento de productos. Se trata, por tanto, de un aspecto novedoso, pues anteriormente la MiFID se había centrado en la conducta de las entidades en el momento de la venta. Como antecedentes de esta iniciativa se pueden citar la posición conjunta de las Agencias Europeas de Supervi-

11 Directiva 2013/36/UE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

sión «Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes»¹², alcanzada en 2013; el informe de IOSCO «Regulation of Retail Structured Products»¹³, publicado en diciembre de 2013, y el dictamen de ESMA «Structured Retail Products: Good Practices for Product Governance Arrangements»¹⁴, emitido en marzo de 2014.

El objetivo de estas obligaciones es que la oferta de productos financieros se adecue a las necesidades de los clientes y que, además, se utilicen estrategias de distribución coherentes. Toda aquella entidad que diseñe o emita un producto financiero deberá disponer de un procedimiento de aprobación de productos que contemple la necesidad de definir un público objetivo para ese instrumento financiero, de forma que se evalúen los riesgos para esa categoría de clientes y la coherencia de la estrategia de distribución prevista. Además, existirán obligaciones periódicas, pues se habrá de revisar si, a la vista de los potenciales riesgos que puedan surgir, el instrumento financiero sigue respondiendo a las necesidades del público objetivo identificado y si la estrategia de distribución continúa siendo adecuada. Se trata de mejorar la regulación en sentido preventivo; esto es, de evitar los daños que pudiera producir la incorrecta distribución de un producto entre un público para el que no resulte adecuado.

La definición del público objetivo es un proceso complementario que no sustituye a las evaluaciones de idoneidad o de conveniencia del producto que deben realizar las entidades al prestar servicios de inversión. En estos casos, la entidad analiza la compatibilidad del producto con los conocimientos y experiencia, los objetivos de inversión y la situación financiera de cada cliente en concreto. Sin embargo, en el proceso de aprobación de productos, se trata de identificar a un colectivo de clientes cuyas necesidades, determinadas de una forma más general, puedan quedar cubiertas por el producto en cuestión. Las entidades deberán valorar la compatibilidad de los instrumentos financieros que ofrecen o recomiendan con las necesidades de los clientes, teniendo en cuenta el público objetivo definido.

Las obligaciones relacionadas con este proceso de aprobación afectan tanto a los diseñadores o emisores del producto como a los distribuidores. ESMA, en su trabajo de desarrollo de las normas de nivel 2, ha tratado de especificar las obligaciones de ambos tipos de agentes.

En cuanto a las obligaciones de las entidades que diseñen o emitan productos contempladas en la propuesta de ESMA de normativa de nivel 2, cabe destacar las siguientes:

- La identificación de un público objetivo con un nivel de detalle suficiente para evitar la inclusión de inversores con los que el producto no sea compatible, atendiendo a sus características, necesidades y objetivos.

12 http://www.esma.europa.eu/system/files/jc-2013-77_pog_-_joint_position_0.pdf

13 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD434.pdf>

14 http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-332_esma_opinion_structured_retail_products_-_good_practices_for_product_governance_arrangements.pdf

- El análisis del comportamiento del producto en distintos escenarios, de forma que se valore el riesgo de resultados adversos para el inversor y en qué circunstancias se producirían esos resultados. Por ejemplo, qué sucedería si hubiera un deterioro de las condiciones de mercado, si el emisor atravesara dificultades financieras o si el riesgo de contrapartida se materializase.
- Las entidades deben evaluar, entre otras cuestiones, si los costes y los cargos son compatibles con las necesidades del público objetivo, si su nivel socava la rentabilidad del producto y si la estructura de costes es transparente, comprensible para el público objetivo.
- Los diseñadores o emisores de productos deben entregar información suficiente a los distribuidores para que estos puedan entender y vender los productos financieros adecuadamente. Esta información debería incluir la determinación del canal de venta apropiado para ese producto, así como una valoración del público objetivo.

Por último, resulta destacable que, habida cuenta de la importancia que revisten estos principios de gobernanza de productos, se ha incorporado entre las competencias de las autoridades correspondientes la facultad de suspender la comercialización o venta de productos financieros cuando una entidad no haya desarrollado o aplicado un proceso eficaz de aprobación de los mismos.

3.3 Conocimientos y competencias

La necesidad de que los empleados de las entidades que prestan servicios de inversión cuenten con la cualificación, conocimiento y experiencia necesarios para desempeñar sus funciones no es una cuestión totalmente novedosa en la MiFID, puesto que se enmarca dentro de los requisitos generales de organización de las entidades que prestan servicios de inversión.

No obstante, en esta revisión de la MiFID, vista la complejidad de los productos de inversión y su continua innovación, se ha subrayado la necesidad de que los empleados que presten asesoramiento de inversión o vendan instrumentos financieros posean un nivel suficiente de conocimientos y competencias. Si un empleado no comprende un determinado producto difícilmente podrá recomendarlo o informar sobre el mismo a los clientes y cumplir con los requisitos que exige la norma para la protección de los inversores. En la MiFID II se exige a las entidades que se aseguren de que los empleados que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros o servicios cuentan con los conocimientos suficientes para cumplir con las garantías y los principios de la MiFID sobre información a clientes y evaluaciones de conveniencia e idoneidad, y que además puedan demostrarlo ante las autoridades competentes en caso de que se les solicite.

En este marco, los Estados miembros están obligados a publicar los criterios utilizados para evaluar los conocimientos y competencias de los empleados. ESMA elaborará las directrices que especifiquen estos criterios, que serán aprobadas en enero de 2016, con carácter previo a la aplicación de la directiva.

3.4 Remuneraciones

Desde el ejercicio 2010 se han emprendido distintas iniciativas en materia de remuneraciones en diversos ámbitos del sistema financiero, ya que el establecimiento dentro de las políticas de remuneración de las entidades de sistemas de incentivos inapropiados ha sido considerado como una de las causas de la crisis financiera. Desde una perspectiva prudencial, la Directiva 2013/36/UE¹⁵ requiere a las entidades bancarias que desarrollen políticas mejor alineadas con sus riesgos a medio plazo. A tal efecto, esta directiva establece criterios que deben aplicarse a la hora de fijar los componentes variables de la remuneración; por ejemplo, como norma general, el componente variable de la remuneración no podrá ser superior al 100 % del componente fijo.

En lo que a la relación entre entidad y cliente se refiere, la incorrecta definición de las retribuciones que debe percibir la red comercial ha contribuido a generar incentivos inadecuados en las ventas de productos financieros que no se ajustaban a las necesidades de los inversores. Para aumentar la protección del inversor, la MiFID II incorpora la necesidad de que las entidades que prestan servicios de inversión no remuneren ni evalúen el rendimiento de sus empleados de manera que entorpezcan la obligación de actuar en el mejor interés de sus clientes. Concretamente, no deberán establecerse remuneraciones, objetivos de venta ni ningún otro elemento que pueda incentivar a los empleados a recomendar un instrumento financiero cuando se pueda ofrecer otro diferente que satisfaga mejor las necesidades del cliente.

Las directrices sobre políticas y prácticas de remuneración emitidas por ESMA¹⁶ en junio de 2013 se hacían eco de las expectativas de los supervisores europeos sobre el cumplimiento por parte de las entidades de las buenas prácticas en este ámbito. La propuesta de ESMA de desarrollo de nivel 2 de la MiFID II está basada en estas directrices. Se define un ámbito de aplicación amplio para que queden cubiertas todas aquellas personas que pudieran tener relación, tanto de forma directa como indirecta, con la prestación del servicio. Se atribuye explícitamente la responsabilidad a los órganos de dirección sobre el diseño de las políticas de remuneración, y a la alta dirección le corresponde su aplicación y el control de los riesgos. Por último, se resalta la importancia de que en la determinación de la retribución variable se tengan en cuenta criterios que reflejen el cumplimiento de las normas de conducta y el trato justo al cliente, y no solo los objetivos comerciales de la entidad, así como el mantenimiento de un adecuado equilibrio entre la remuneración fija y la variable.

3.5 Conflictos de intereses

En un entorno de mayor complejidad se incrementan también las posibilidades de que surjan conflictos de intereses. De ahí que la revisión de la MiFID mantenga los principios de detección y prevención o, en su caso, de gestión y mitigación de los conflictos de interés ya presentes en la norma desde su aprobación en 2004.

15 Directiva 2013/36/UE relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

16 http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00580000_es_cor.pdf

También se mantiene la obligación de revelar al cliente el origen y naturaleza del conflicto cuando persista algún riesgo residual; este aspecto se destaca especialmente en la propuesta de ESMA para el desarrollo de nivel 2 de la directiva, donde se señala que la revelación del conflicto debe ser una medida de último recurso y que las entidades no deben elegir informar del conflicto cuando podrían haberlo prevenido fácilmente.

4 Normas de conducta

4.1 Incentivos de terceros

La percepción de comisiones o, en general, incentivos de terceros en el ámbito de la distribución de instrumentos financieros ha constituido el asunto más controvertido en la tramitación de la MiFID II, debido a su impacto en el modelo de negocio de las entidades que prestan servicios de inversión.

La Directiva 2006/73/CE, que desarrollaba la MiFID, reguló los incentivos como un tipo de conflictos de interés que estaba sujeto a un régimen específico, de acuerdo con el cual debían cumplirse varios requisitos para que la percepción de estas comisiones fuera legítima. Se debía justificar que las mismas estuvieran diseñadas para mejorar la calidad del servicio prestado sin entorpecer el cumplimiento de la obligación de la entidad de actuar en el interés óptimo del cliente. Además, se debía informar al cliente, al menos de forma resumida, de la existencia y cuantía o método de cálculo de esas comisiones antes de la prestación del servicio.

En 2010, el CESR llevó a cabo un trabajo sobre incentivos en el que se analizaba el cumplimiento en la práctica de los requisitos mencionados en el párrafo anterior. En sus conclusiones, destacaba la asimetría y los conflictos de intereses que se generaban ante el cobro de comisiones periódicas por parte de la entidad con motivo de la venta de instrumentos financieros o el asesoramiento relativo a ellos (incentivos por mantenimiento de posiciones de clientes). También ponía de manifiesto la dificultad de cumplir con la obligación de actuar en el mejor interés del cliente cuando se percibe una comisión de un tercero por la recomendación de un producto o por la selección de instrumentos financieros en el desempeño de un mandato de gestión de cartera.

Desde entonces, el Reino Unido y Holanda, haciendo uso de las discrecionalidades previstas en la MiFID, han establecido un régimen nacional más estricto que prohíbe la percepción de incentivos. En el resto de Europa, el cobro regular de incentivos sigue estando muy asentado, y en muchos casos supone la fuente de ingresos exclusiva. Esto es así particularmente en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, donde es una práctica habitual que la entidad gestora de fondos de inversión ceda a la entidad que los distribuye una parte de la comisión de gestión percibida.

En este contexto y tras un intenso debate entre los legisladores, la MiFID II establece que las entidades que presten servicios de gestión de cartera y de asesoramiento independiente —como queda definido y regulado aquí por primera vez en la normativa comunitaria, según se expone en el apartado siguiente— no podrán rete-

ner incentivos, debiendo devolverlos en caso de percibirlos. En el caso de que se reciban, deberán ser íntegramente devueltos al cliente. Solo podrán admitir beneficios no monetarios de pequeña cuantía y siempre que el cliente sea informado de ello, como por ejemplo la invitación a conferencias o sesiones de formación relacionadas con el instrumento financiero o el servicio.

Para el resto de servicios se mantiene el régimen anterior; es decir, las entidades deben justificar que los incentivos están diseñados para mejorar la calidad del servicio prestado y que no entorpecen el cumplimiento de la obligación de la entidad de actuar en el interés óptimo del cliente. No obstante, como novedad, se faculta a la Comisión Europea para desarrollar específicamente los criterios para evaluar si una empresa que reciba incentivos de terceros cumple la obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad en el mejor interés de su cliente.

Haciendo uso de esta facultad, la Comisión Europea ha solicitado el asesoramiento técnico de ESMA para informar sobre aquellas condiciones en las que los incentivos recibidos por la prestación de servicios de inversión distintos del asesoramiento independiente y la gestión de carteras podrían no cumplir con el requisito de incrementar la calidad del servicio. Resulta destacable el hecho de que, en su solicitud, la Comisión manifieste que el criterio de aumento de la calidad del servicio debe interpretarse de forma estricta.

La propuesta de ESMA de asesoramiento técnico sometida a consulta¹⁷ recogía restricciones a la percepción de incentivos cuando estos se utilizasen para pagar bienes o servicios esenciales para la actividad ordinaria de la entidad. Asimismo, señalaba la necesidad de que las comisiones percibidas permitiesen obtener un plus de calidad en los servicios respecto a la que exige la MiFID. Estas limitaciones no se aplicarían en el caso de que se prestase un servicio de asesoramiento recurrente o cuando la base de instrumentos idóneos analizados por el asesor fuera suficientemente amplia, en cuyo caso se consideraría cumplido el requisito de incremento de la calidad.

Tras someterse a consulta pública, la reacción a la propuesta de ESMA ha sido notable, pues gran parte de la industria ha considerado que las nuevas condiciones imponen una prohibición de facto de la percepción de comisiones y que, por tanto, se estaba produciendo una vulneración de lo dispuesto en la norma de nivel 1. No obstante, las autoridades comunitarias han manifestado públicamente que el desarrollo previsto de la MiFID II no debería comportar una prohibición de los incentivos en la prestación de servicios de asesoramiento no independiente ni en la comercialización de instrumentos financieros. Por lo que cabe deducir que la condición de que las comisiones no puedan financiar bienes o servicios esenciales finalmente no se exigirá.

En su propuesta de asesoramiento técnico, ESMA ponía asimismo en duda la legitimidad de los análisis financieros que reciben las entidades que gestionan carteras o los asesores independientes de los brókeres cuando aquellos se paguen directamente con las comisiones de intermediación cobradas a los clientes. Esta opinión ha ge-

17 Consultation Paper MiFID II/MiFIR de 22 de mayo de 2014: http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-549_-_consultation_paper_mifid_ii_-_mifir.pdf

nerado igualmente una reacción notable de la industria, que ha señalado el extraordinario impacto que esta restricción podría tener en las entidades.

De lo expuesto hasta aquí se deduce que la normativa de nivel 2 podría llegar a tener un gran impacto en el sistema de distribución de instrumentos financieros, por lo que para valorar el resultado final de la MiFID II se habrá de tener en cuenta la decisión que tome la Comisión Europea en el ejercicio de los actos delegados en esta materia. Cabe destacar, asimismo, que la percepción de comisiones en la distribución de los seguros está siendo también analizada por EIOPA en el ámbito de los desarrollos de nivel 2 de las modificaciones introducidas por la MiFID II en la Directiva 2002/92/CE sobre la mediación en los seguros, por lo que resultaría deseable que la decisión final de la Comisión fuese coherente en ambos sectores.

En cualquier caso, la directiva recoge la facultad de los Estados miembros para, en circunstancias excepcionales y de forma proporcionada y justificada, imponer a las entidades requisitos adicionales a los contemplados en la propia directiva. Cabría, por tanto, la posibilidad de que los Estados miembros prohibieran la percepción de incentivos en ámbitos distintos al de la gestión de carteras y el asesoramiento independiente, como ya han hecho el Reino Unido y Holanda.

Por último, en lo que respecta a la transparencia en materia de incentivos, la MiFID II constituye un avance notable en comparación con la directiva actualmente en vigor. En primer lugar, se elimina la posibilidad de que la información previa sobre incentivos que recibe el inversor se presente de forma resumida. Además, se exigirá información periódica precisa sobre la cuantía de los incentivos percibidos por la entidad dentro del régimen general de información sobre costes y cargos —cuestión que se analizará más adelante en este mismo artículo—. Todo ello redundará en una mejora considerable de la información previa y posterior sobre el coste del servicio que soporta el cliente a través de esta estructura de comisiones implícitas.

4.2 Asesoramiento en materia de inversión

El asesoramiento en materia de inversión fue reconocido por la MiFID como un servicio de inversión, no ya una actividad accesorio, como estaba contemplado en la legislación precedente¹⁸. En la MiFID II se ha continuado avanzando en la regulación de este servicio, reforzándose las normas de conducta que le resultan de aplicación, sobre todo en lo referido a la información al inversor y la evaluación de la idoneidad.

En el plano de la información al cliente, la nueva directiva establece las condiciones que se deben exigir a este servicio cuando las entidades comuniquen a sus clientes que el servicio prestado es de carácter independiente. Las entidades deberán identificar qué tipo de asesoramiento ofrecen y solo podrán calificar el servicio como independiente cuando evalúen un número suficiente de productos de diferentes tipos y emisores antes de ofrecer una recomendación personal. No se pretende

18 Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables.

que se evalúen los productos de todos los emisores o proveedores ofrecidos en el mercado, pero sí que el conjunto de instrumentos financieros analizados no se limite a productos propios o de terceros con los que la entidad pueda tener vínculos estrechos. El concepto de «vínculo estrecho» está definido en la MiFID II¹⁹, pero en este caso además se incluye cualquier tipo de relación jurídica o económica, como por ejemplo una relación contractual tan estrecha que pueda poner en riesgo la independencia del asesoramiento prestado.

Cabe señalar, asimismo, que la independencia implica automáticamente la prohibición de percibir incentivos de terceros, como se ha comentado anteriormente.

En la propuesta del desarrollo de nivel 2 publicada por ESMA hay dos sugerencias que podrían tener un notable impacto en la definición de los modelos de negocio de las entidades. La primera es que el asesoramiento independiente, cuando se cumplan determinados requisitos, pueda ceñirse a una gama específica de instrumentos financieros; por tanto, se abriría la puerta a los servicios de asesoramiento independiente especializados, por ejemplo, en fondos de inversión. La segunda es la posibilidad de que una misma entidad preste servicios de asesoramiento tanto independiente como no independiente, siempre que informe adecuadamente a sus clientes y cumpla los requisitos organizativos necesarios para asegurar que ambos tipos de servicios están claramente separados, así como los empleados que los prestan.

4.3 Evaluación de la idoneidad y la conveniencia

En la MiFID II se han reforzado determinados aspectos relacionados con la evaluación de la idoneidad del servicio o instrumento financiero para el cliente. Por un lado, se precisa que las entidades deberán recabar información sobre la capacidad del cliente para soportar pérdidas y su tolerancia al riesgo, como elementos imprescindibles para valorar su situación financiera y sus objetivos de inversión. Por otro lado, se exige que se entregue al cliente una declaración de idoneidad antes de que aquel tome una decisión de inversión; esta debe especificar la recomendación realizada y de qué manera se ajusta a las preferencias, los objetivos y otras características del cliente que se hayan tomado en consideración. Cabe señalar que este requisito ya había sido incorporado a la normativa española por la Ley 9/2012²⁰.

Por lo que respecta a la evaluación de conveniencia, el cambio más relevante consiste en la ampliación de la lista de instrumentos complejos —instrumentos para los que no se puede prestar el servicio de recepción, transmisión y ejecución de órdenes sin evaluar previamente si el cliente cuenta con conocimientos y experiencia para comprender sus riesgos—, ya que se tratan como tal instrumentos que antes no se consideraban dentro de esta categoría.

Así, pasan a considerarse complejos: i) las acciones de instituciones de inversión colectiva que no sean UCITS (instituciones de inversión colectiva armonizadas); ii) las

19 Artículo 4, apartado 1, número 35) de la Directiva 2014/65/UE.

20 Disposición final tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito que modifica el artículo 79 bis de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.

UCITS estructuradas, en las que se encuadran los fondos garantizados de renta variable o fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado, también de renta variable en el caso español, y iii) los instrumentos financieros y depósitos estructurados que incorporen una estructura que dificulte al cliente la comprensión de los riesgos. Asimismo, en el caso de los depósitos, a la hora de determinar su tratamiento o no como producto complejo, se ha de considerar la dificultad de comprensión del coste de salida del producto antes de su vencimiento. Estas novedades serán objeto de desarrollo por ESMA a través de las correspondientes directrices.

Por último, hay que destacar que la MiFID II también sienta criterios que permiten calificar como complejas a las operaciones de compraventa en las que la entidad que presta el servicio concede créditos o préstamos al cliente.

4.4 Información sobre costes y cargos

La nueva normativa recoge, al igual que la directiva en vigor pero ahora con más detalle, la obligación de informar al cliente sobre los costes y gastos asociados a los servicios de inversión y servicios auxiliares, así como los propios de los instrumentos financieros. El objetivo es mejorar la transparencia y comparabilidad tanto de los instrumentos financieros como de los servicios de inversión, y de hecho puede hablarse de un nuevo régimen de información.

De acuerdo con la MiFID II, la información sobre costes y gastos deberá reflejar todos aquellos que genere tanto el servicio prestado como el instrumento financiero, siempre que no se deban a un riesgo del mercado subyacente. Las comisiones que la entidad reciba de terceros —incentivos— deberán constar en la información de costes destinada al inversor.

Los distintos conceptos de coste serán agregados, de forma que se muestre el efecto acumulado sobre el rendimiento de la inversión, y los clientes podrán solicitar un desglose por conceptos. Los Estados miembros tendrán la capacidad de establecer modelos armonizados sobre este tipo de información.

Es especialmente relevante el hecho de que la directiva recoja la voluntad de los legisladores de reflejar todos los costes que el inversor soporta. El nuevo esquema de información se basa en una definición amplia de los costes, que incluye los costes implícitos, y sin duda resultaría conveniente que este enfoque se extendiera al resto de la normativa europea relacionada. Pensamos por ejemplo en los costes de estructuración y en los márgenes incorporados a los productos estructurados.

Por otro lado, si bien la directiva reconoce la idoneidad de la información que estandarizan las normas sectoriales, como la contenida en el documento de datos fundamentales de los fondos de inversión armonizados (*undertakings for collective investments in transferable securities*, UCITS), se exige también que la información remitida al inversor incluya todos los costes y gastos que se deriven de la transacción, aun cuando no consten en los documentos de información estandarizados. Esta precisión es importante para que el inversor reciba la información de los costes de transacción de los fondos de inversión, puesto que estos no están incluidos actualmente en el documento de datos fundamentales de los fondos UCITS.

Por su parte, actualmente se encuentran en fase de desarrollo los actos delegados y las normas técnicas vinculantes del reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y a los productos de inversión basados en seguros. La información sobre costes y cargos formará parte del contenido del documento que recoja dichos datos. Cabe esperar, por tanto, que la Comisión Europea preste una especial atención al desarrollo de las normas de nivel 2 de estas dos piezas normativas tan cercanas entre sí (la MiFID II y el reglamento de los PRIIP) para asegurar su necesaria consistencia.

4.5 Venta cruzada

En la MiFID II se regulan por primera vez determinados aspectos relativos a las prácticas de venta cruzada (*cross selling*), en las que se ofrece la adquisición, generalmente de forma vinculada, de dos o más productos en un paquete. Aunque estas pueden ofrecer ventajas para los clientes, también es posible que afecten negativamente a la competencia, de ahí la necesidad de regularlas. Por ejemplo, pueden reducir la movilidad de los clientes y su capacidad de elegir entre distintas entidades prestadoras de servicios de inversión.

La directiva establece que las entidades deben informar al cliente de si es posible comprar los diferentes productos por separado y de cuáles son los costes y comisiones por contratar cada uno de ellos. También, de los riesgos individuales de los productos y de su interacción con los de los otros productos, si resulta que son diferentes de los riesgos asociados al paquete. Por otra parte, la evaluación de la conveniencia y la idoneidad se referirá al conjunto de los productos.

ESMA, en cooperación con EBA y EIOPA, tendrá que elaborar unas directrices sobre las prácticas de venta cruzada para valorar si se está cumpliendo con los principios generales de actuación en el mejor interés del cliente.

4.6 Extensión a profesionales y contrapartes elegibles

En su momento, la MiFID estableció tres categorías de clientes (minoristas, profesionales y contrapartes elegibles), fijándose para cada una de ellas una aplicación proporcional de las normas de conducta.

La experiencia acumulada durante estos años ha llevado a los legisladores europeos al convencimiento de que, al igual que los clientes minoristas, los no minoristas en ocasiones han dejado de calibrar suficientemente los riesgos asociados a sus inversiones. De ahí que la MiFID II extienda a este tipo de inversores algunos de los principios y requisitos que hasta ahora solo se aplicaban a las relaciones de las empresas de inversión con sus clientes minoristas. En particular, se especifica ahora que la obligación de actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, así como los requisitos fundamentales de la información (esta debe ser imparcial, clara y no engañosa), han de aplicarse a todo tipo de clientes. Además, se elimina la posibilidad de que las autoridades públicas locales y los municipios renuncien a ser tratados como clientes minoristas y a la protección que se deriva de esta condición.

Asimismo, la MiFID II extiende a clientes profesionales y contrapartes elegibles determinadas obligaciones de información tradicionalmente reservadas a los clientes minoristas, en especial cuando se trata de productos financieros complejos. Habrá que prestar atención a los actos delegados que al respecto emita la Comisión Europea, ya que pueden tener un impacto relevante en la industria financiera.

5 Intervención de productos

La distribución de productos complejos —como determinados instrumentos estructurados e instrumentos híbridos— entre inversores minoristas, habida cuenta de su posible impacto en el funcionamiento de los mercados financieros, ha llevado a los legisladores a considerar la necesidad de reforzar las atribuciones de las autoridades nacionales y europeas competentes en materia de intervención de productos y servicios. Así, tanto los supervisores nacionales como las agencias europeas de supervisión podrán prohibir o restringir la comercialización, distribución y venta de cualquier instrumento financiero o depósito estructurado si se suscita una preocupación significativa sobre la protección del inversor, o una amenaza al funcionamiento ordenado y a la integridad de los mercados financieros o de materias primas.

La asunción de esta nueva capacidad de intervención implica que los supervisores deben llevar a cabo un seguimiento del mercado en lo relativo a los instrumentos que se comercialicen. Es importante precisar que esta potestad no supone necesariamente que deba producirse una autorización o aprobación previa por parte de la CNMV o del resto de los supervisores de los productos que se vayan a comercializar.

La intervención de productos se incorpora a la normativa comunitaria en el MiFIR, de manera que su aplicación directa garantiza unas condiciones uniformes en todos los Estados miembros de la Unión Europea, lo que evita que surjan diferencias en la transposición a las normativas nacionales.

Entre las consecuencias negativas de esta nueva capacidad se ha mencionado la posibilidad de que limite el desarrollo de oportunidades de inversión y la innovación financiera. Sin embargo, la potestad de intervención pretende dotar de un marco más seguro a los inversores y participantes de los mercados, lo que incrementará la confianza en los mercados financieros. En cualquier caso, la aplicación de estas competencias supondrá un reto tanto para las autoridades supervisoras como para las entidades supervisadas.

El ejercicio de esta facultad se ha sometido al cumplimiento de requisitos estrictos, ya que resulta indudable el impacto que las prohibiciones y restricciones tienen en los participantes de los mercados. En la práctica, la intervención de productos se concebirá como una medida de último recurso.

Estos requisitos suponen, en primer lugar, que no podrá ordenarse la prohibición o restricción de un producto si a nivel europeo existen otros preceptos normativos aplicables que den una adecuada respuesta a los riesgos identificados o si estos pueden solventarse con una supervisión más adecuada. En segundo lugar, las medidas que se adopten deben ser proporcionadas, teniendo en cuenta los riesgos identifica-

dos, el nivel de sofisticación de los inversores y el impacto que se anticipe. Por último, para evitar arbitrajes regulatorios, antes de adoptar medidas de este tipo las autoridades nacionales competentes tendrán que consultar a las autoridades de los otros Estados miembros que puedan verse afectados y asegurarse de que su actuación no tenga efectos discriminatorios sobre los servicios de otro Estado miembro.

La regulación establece un proceso formal que deberá cumplirse antes de la imposición de medidas de prohibición o restricción. Las autoridades competentes tendrán que comunicar los detalles de la medida al resto de las autoridades competentes y a ESMA, al menos un mes antes de que tenga efecto. Se deberá explicar la naturaleza de la prohibición o restricción impuesta y los instrumentos o prácticas afectados, así como las evidencias en las que se basa la decisión. También debe acreditarse que se cumplen las condiciones mencionadas en el párrafo anterior.

Las competencias de las autoridades nacionales se han complementado con el establecimiento de un mecanismo a nivel europeo que actúe en el caso de que alguna autoridad nacional no lo hubiera hecho. Este papel le corresponde a ESMA cuando se trate de instrumentos financieros y a EBA para los depósitos estructurados. Ambas agencias tienen la capacidad de ejercer esta potestad de forma similar a la de las autoridades nacionales competentes. Las medidas que adopten las agencias europeas deben revisarse cada tres meses; en cambio, no se prevé un plazo determinado para las que procedan de las autoridades nacionales.

Por último, se establece un régimen de transparencia de las decisiones motivadas que tomen las autoridades nacionales competentes, ESMA o EBA. Las primeras deberán publicar su decisión motivada, y ESMA o, en su caso, EBA tendrán que emitir un dictamen público en el que se determine si la prohibición o restricción acordada por la autoridad competente nacional está justificada y resulta proporcionada. En caso de que la autoridad nacional actúe de forma contraria al dictamen de las agencias europeas de supervisión deberá publicar un aviso exponiendo sus razones.

En el ámbito de los productos de inversión basados en seguros, los poderes de intervención de las autoridades nacionales competentes y de EIOPA se han regulado en términos similares a los de la MiFID II en el reglamento sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista empaquetados y a los productos de inversión basados en seguros.

Actualmente hay jurisdicciones en las que las autoridades ya están ejerciendo competencias similares a las descritas. Así, por ejemplo, en el Reino Unido la Financial Conduct Authority ya ha propuesto limitaciones a la distribución entre los clientes minoristas de determinados productos financieros, en particular de los bonos convertibles susceptibles de computar como capital regulatorio adicional de nivel 1 (*Additional Tier 1 Capital, AT1*).

6 Conclusiones

El nuevo marco regulador de la MiFID II, que resultará exigible a partir de enero de 2017, introduce la aplicación de determinados requisitos organizativos y normas

de conducta a los depósitos estructurados y a los productos de inversión basados en seguros, lo que contribuirá a mejorar la protección del inversor. De esta forma, en cierta medida se establece un estándar común de protección para estos productos, que son financieramente equivalentes a determinados productos del mercado de valores, aunque presenten una forma jurídica distinta. No obstante, es necesario que la senda iniciada continúe en el proceso de revisión de la Directiva 2002/92/CE y en el desarrollo de la normativa de nivel 2.

La MiFID considera que la transparencia es uno de los principios básicos en la relación entre las entidades y sus clientes, pilar fundamental para mitigar las asimetrías en la información. En este sentido, la MiFID II refuerza las obligaciones de información e incorpora un nuevo régimen de información de costes y cargos que tiene como finalidad identificar y agrupar todos los costes que soporta el inversor para mejorar la comparabilidad entre productos financieros y servicios. La aplicación de esta medida presenta no obstante dificultades técnicas que será necesario solventar.

Por otra parte, se prohíbe a las empresas que presten servicios de asesoramiento independiente y gestión discrecional de carteras recibir incentivos de terceros, como son, por ejemplo, las comisiones que las gestoras de fondos de inversión les ceden por la colocación de sus productos. Esto obligará a un porcentaje considerable de las entidades a ajustar su modelo de negocio, ya que en la actualidad es frecuente que perciban una parte significativa de sus ingresos por esta vía. Semejante prohibición pretende conseguir un mayor grado de transparencia y reducir los conflictos de interés.

Además de potenciar la transparencia, la MiFID II articula un conjunto de requisitos organizativos destinados a reforzar la rectitud de la conducta de las entidades en la prestación de servicios de inversión. En primer lugar, se explicita la responsabilidad de los órganos de dirección en el cumplimiento de determinadas obligaciones, de forma que se promueva una cultura empresarial en la que se fomente el trato justo a los clientes y se eviten los conflictos de interés. La concreción más evidente de esta tendencia es el establecimiento de un proceso interno de aprobación de productos adecuados a las necesidades de los clientes y el uso de estrategias de distribución coherentes con el público objetivo identificado. Asimismo, se ha de cuidar el diseño de las retribuciones al personal y de los objetivos de venta para que no se comprometa la obligación de actuar en el mejor interés del cliente.

Por último, para dotar de un marco más seguro a los inversores y a los participantes de los mercados, se confieren nuevos poderes tanto a los supervisores nacionales como a los europeos (en este segundo supuesto la intervención será en todo caso temporal), que podrán prohibir o restringir la comercialización de determinados productos, tipos de prácticas o actividades financieras cuando exista una preocupación razonable sobre la protección del inversor o una amenaza a la integridad y el funcionamiento ordenado de los mercados. Previsiblemente, estos poderes se utilizarán como último recurso, si bien algunos Estados miembros ya están haciendo uso de este tipo de mecanismos para restringir la comercialización de determinados instrumentos, especialmente aquellos instrumentos complejos orientados a clientes minoristas.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2014 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre**, de medidas urgentes en materia concursal.

Este real decreto-ley introduce una serie de medidas en materia concursal con la finalidad de facilitar la continuación de la actividad empresarial para el beneficio no de la empresa, sino de empleados y acreedores, entre otros. Además, se adoptan una serie de medidas para flexibilizar la transmisión del negocio del concursado o de alguna de sus ramas de actividad, para superar las trabas que se plantean en la actualidad y que dificultan su venta.

En su disposición adicional cuarta se incluye una novedad sobre la negociación en sistemas multilaterales de negociación de los fondos de titulización de activos dirigidos a inversores institucionales. A este efecto, se establece que cuando los valores emitidos por dichos fondos se dirijan exclusivamente a dichos inversores institucionales, la transmisión solo se podrá realizar entre inversores pertenecientes a esa categoría y en un sistema multilateral de negociación en que la suscripción y la negociación estén restringidas a inversores cualificados.

Las disposiciones finales del Real Decreto-ley 11/2014 realizan las siguientes modificaciones normativas:

- Modificación de la disposición transitoria del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
 - Modificación de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.
 - Modificación de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil.
- **Ley 16/2014, de 30 de septiembre**, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Esta ley tiene por objeto establecer el régimen jurídico de las tasas aplicables por la realización de actividades y la prestación de servicios. Esta ley entrará en vigor el día 1 de enero de 2015.

Por esta ley queda derogado el artículo 13 de la Ley 22/1993, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, de reforma del régimen jurídico de la función pública y de la protección por desempleo (tasas aplicables por la realización de actividades o prestación de servicios por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores), así como el Real Decreto 1732/1998, de 31 de julio, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- **La Ley 17/2014, de 30 de septiembre**, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.

Se modifican varios preceptos de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. La finalidad de esta ley es que los poderes públicos adopten medidas favorecedoras del alivio de carga financiera o desapalancamiento de las empresas para sanearlas desde un punto de vista financiero, con el fin de que la deuda remanente sea soportable, permitiendo así que la empresa siga atendiendo sus compromisos en el tráfico económico, generando riqueza y creando puestos de trabajo, conjugándose con el máximo respeto a las legítimas expectativas de los acreedores.

La parte final de esta ley consta de varias disposiciones, destacándose, entre otras, las modificaciones referidas a la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, con la finalidad de suprimir la exigencia de informe de los administradores sobre los proyectos de fusión en los casos de absorción de sociedad participada al 90 %, cuando se trate de una fusión transfronteriza comunitaria. Un requisito que ya no se contempla en el artículo 15.2 de la Directiva 2005/56/CE, después de su modificación por la Directiva 2009/109/CE, en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones. Asimismo, se modifica el artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, exceptuando la oferta pública de adquisición y la necesidad de solicitar, en su caso, dispensa a la Comisión Nacional del Mercado de Valores cuando se trate de operaciones realizadas como consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente, siempre que hubiera sido informado favorablemente por un experto independiente.

- **Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión y la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.

Esta circular tiene como objetivo dotar a la CNMV de los medios necesarios para poder monitorizar de forma más eficiente los tipos de instrumentos comercializados a los clientes minoristas, para lo que resulta preciso, entre otros aspectos, aumentar la frecuencia con la que las entidades presentan determinados estados reservados o añadir información descriptiva relevante respecto a algunas características de dichos instrumentos.

Así, mediante la modificación de la Circular 1/2010 llevada a cabo a través de la norma primera de esta Circular 3/2014, se pretende actualizar la información recabada mediante los estados reservados establecidos por la misma. Con este objetivo se realizan las siguientes modificaciones:

- Se incrementa la periodicidad con que ciertas entidades (básicamente, aquellas que cuenten con un elevado volumen de clientes minoristas, o las que se muestren más activas en la comercialización de productos complejos) deberán remitir determinados estados reservados. De esta manera, en relación con estos estados, además de la información anual, deberán remitir información de manera trimestral.
- Se modifican algunos modelos de estados reservados solicitando información más precisa sobre determinadas características de los instrumentos financieros, especialmente aquellas que permiten identificar el grado de complejidad de los mismos. Igualmente, se produce una homogeneización de la información recabada para mejorar su comparabilidad y facilitar su tratamiento.
- Con la finalidad de homogeneizar la información proporcionada por las empresas que prestan servicios de inversión, se extiende a las sociedades y agencias de valores y a las sociedades gestoras de carteras la obligación de remisión de determinados estados.

Por otra parte, la norma segunda de esta Circular 3/2014 realiza las siguientes modificaciones en la Circular 7/2008:

- Se eliminan determinados estados para evitar duplicidades con los estados reservados que las sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras han de remitir.
- Se modifica el estado de actividad que deben presentar las empresas de asesoramiento financiero, eliminándose el apartado relativo al valor del patrimonio asesorado y modificándose su periodicidad, de semestral a anual.
- Se incluye un nuevo estado reservado para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva con el objetivo de monitorizar más eficientemente las actividades que realizan dichas entidades.

La entrada en vigor de esta circular se dispone para el día siguiente al de su publicación; sin embargo, se establece un régimen transitorio específico para las distintas modificaciones.

- **Acuerdo de 22 de octubre de 2014, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, sobre delegación de competencias.

En virtud de este Acuerdo y de conformidad con lo previsto en el artículo 18 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 13 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, en relación con la delegación de competencias, el Consejo de la CNMV acuerda determinadas delegaciones de competencias a favor del presidente, del vicepresidente y del Comité Ejecutivo.

Así, estas delegaciones de competencias se dan en el ámbito de la Dirección General de Mercados, en el ámbito de la Dirección Adjunta a Presidencia, en el ámbito de la Dirección General de Entidades y en el ámbito de la Dirección General del Servicio Jurídico y Secretaría del Consejo. Asimismo, se prevén otras delegaciones de competencias de carácter general.

- **Circular 4/2014, de 27 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifica la Circular 1/2007, de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de Inversión Colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de Inversión Colectiva de la Unión Monetaria Europea.

Esta circular tiene por objeto modificar la Circular 1/2007 para adaptar los modelos UEM (Unión Económica y Monetaria) a las nuevas necesidades informativas para el seguimiento de la política monetaria establecidas por el Banco Central Europeo en su Reglamento (UE) n.º 1071/2013.

- **Circular 5/2014, de 27 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, que modifica la Circular 5/2008, de 5 de noviembre, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea.

La Circular 5/2014 modifica la Circular 5/2008 con el objetivo de adaptar los modelos OIF (Otros Intermediarios Financieros) a las nuevas necesidades informativas del Banco Central Europeo establecidas por el mismo en su Reglamento (UE) n.º 1073/2013.

También se incluyen como sujetos obligados a las entidades de capital riesgo y otros tipos de instituciones de inversión colectiva que puedan crearse como consecuencia de posibles cambios legislativos posteriores y que cumplan con la definición de fondo de inversión recogida en el artículo 1 del citado Reglamento (UE) n.º 1073/2013.

- **Circular 6/2014, de 27 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, que modifica parcialmente la Circular 2/2009, de 25 de marzo, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los fondos de titulización.

La Circular 6/2014 modifica la Circular 2/2009 con la finalidad de incorporar las modificaciones introducidas por el Reglamento (UE) n.º 1075/2013 del Banco Central Europeo y, consecuentemente, adaptar los modelos regulados en dicha circular a las nuevas necesidades informativas del Banco Central Europeo. Estas nuevas necesidades están referidas, principalmente, a la información que, para contribuir a las estadísticas del Banco Central Europeo, se debe remitir sobre las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, lo que incluye a los fondos de titulización de activos y a los fondos de activos bancarios.

- **Circular 7/2014, de 27 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, que modifica la Circular 6/2013, de 25 de septiembre, sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los Fondos de Activos Bancarios.

La Circular 7/2014 modifica la Circular 6/2013 con la finalidad de adecuar los modelos en ella regulados a las nuevas necesidades informativas del Banco Central Europeo introduciendo modificaciones en la información que, para contribuir a las estadísticas del propio Banco Central Europeo, se debe remitir sobre las sociedades instrumentales dedicadas a operaciones de titulización, lo que incluye a los fondos de activos bancarios (FAB). Estas nuevas necesidades informativas se establecen en el Reglamento (UE) n.º 1075/2013 del Banco Central Europeo, que ha derogado el Reglamento (CE) n.º 24/2009 del Banco Central Europeo con la finalidad de adecuarse al nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de la Unión Europea (SEC 2010), establecido por el Reglamento (UE) n.º 549/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de mayo de 2013.

- **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 (Corrección de errores publicada el 14 de noviembre de 2014).

El objeto de esta ley es la regulación del régimen jurídico de las entidades de capital-riesgo, de otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y de las sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado. En esta ley se revisa el régimen del capital-riesgo para fomentar una mayor captación de fondos que permita la financiación de un mayor número de empresas, especialmente las de pequeño y mediano tamaño en sus primeras etapas de desarrollo y expansión. La necesidad de adaptar el régimen a la nueva normativa de la Unión Europea y de fomentar un crecimiento equilibrado del sector, llevan a la aprobación de esta ley, que supone la derogación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras. Esta ley se aplica a las entidades de inversión colectiva que obtengan capital de una serie de inversores para invertirlo con arreglo a una política de inversión definida, que tengan la consideración de cerradas en función de sus políticas de desinversión y que no estén reguladas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, que regula principalmente entidades de inversión colectiva de tipo abierto.

Se elimina casi completamente el régimen de intervención administrativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las entidades de capital-riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Por otra parte, la disposición final primera de la Ley 22/2014 modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, con el objetivo de adaptar el régimen de las sociedades gestoras que gestionan instituciones de inversión colectiva alternativa a la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, relativa a los gestores de

fondos de inversión alternativa y por la que se modifican las Directivas 2003/41/CE y 2009/65/CE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 1095/2010.

Esto supone la introducción de una diferenciación clara entre las instituciones de inversión colectiva armonizadas por la Directiva 2009/65/CE, de 13 de julio de 2009, y las instituciones de inversión colectiva alternativa. De esta manera, se mantiene la estructura de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, que sigue recogiendo la regulación de las instituciones de inversión colectiva de tipo abierto, y sus sociedades gestoras; dejando la regulación de las entidades de capital-riesgo y de las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y sus sociedades gestoras a la nueva ley.

Se incluyen como importante novedad, en el título III de esta ley, los requisitos para la comercialización y gestión transfronteriza, entre los que se incorpora el denominado pasaporte europeo para fondos de inversión alternativa de Estados miembros de la Unión Europea gestionados por gestoras de fondos de inversión alternativa autorizadas en Estados miembros de la Unión Europea conforme a la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011.

- **Ley 31/2014, de 3 de diciembre**, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo.

La Ley 31/2014 se ha elaborado sobre la base del informe de 14 de octubre de 2013 llevado a cabo por la Comisión de Expertos en materia de gobierno corporativo creada para proponer las iniciativas y las reformas normativas que se consideren adecuadas para garantizar el buen gobierno de las empresas, y para prestar apoyo y asesoramiento a la CNMV en la modificación del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas. El objetivo final de estos trabajos era velar por el adecuado funcionamiento de los órganos de gobierno y administración de las empresas españolas para conducir las a máximas cotas de competitividad; generar confianza y transparencia para los accionistas e inversores nacionales y extranjeros; mejorar el control interno y la responsabilidad corporativa de las empresas españolas, y asegurar la adecuada segregación de funciones, deberes y responsabilidades en las empresas, desde una perspectiva de máxima profesionalidad y rigor.

Con estos objetivos, a través del artículo único de esta norma se introducen modificaciones en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, que pueden agruparse, principalmente, en dos categorías: las relativas a la junta general de accionistas y las relativas al consejo de administración.

Las modificaciones relativas a la junta general de accionistas tienen por objeto reforzar el papel de este órgano societario y abrir cauces que fomenten la participación accionarial. Con esta finalidad, se introducen modificaciones en relación con las competencias de la junta general, los derechos de minoría en las sociedades cotizadas, los conflictos de interés, la convocatoria y adopción de acuerdos, el derecho de información de los accionistas o la impugnación de los acuerdos sociales. Las principales modificaciones introducidas son las siguientes:

- Se hace extensiva a todas las sociedades de capital la posibilidad de que la junta imparta instrucciones en materias de gestión, sin perjuicio de la posible previsión estatutaria en sentido contrario.
- Se amplían las competencias de la junta general en las sociedades para reservar a su aprobación aquellas operaciones societarias que por su relevancia tengan efectos similares a las modificaciones estructurales, como la adquisición, enajenación o aportación a otra sociedad de activos esenciales.
- En las sociedades cotizadas, se rebaja al tres por ciento del capital social el umbral necesario para que los accionistas puedan ejercer ciertos derechos y se establece en mil el número máximo de acciones que los estatutos pueden exigir para asistir a la junta general.
- Se garantiza que los accionistas se pronuncien de forma separada sobre el nombramiento, reelección o separación de administradores, o sobre las modificaciones estatutarias, y que puedan emitir diferenciadamente su voto.
- Se reforma el tratamiento jurídico de los conflictos de interés. A este efecto, se hace extensiva para las sociedades anónimas la prohibición de ejercicio del derecho de voto en los casos más graves de conflicto de interés y se prevé una presunción de infracción del interés social en los casos en que el acuerdo social se haya adoptado con el voto determinante de algún socio incurso en conflicto de interés.
- Se clarifica la información que debe publicarse en relación con las propuestas de acuerdo.
- Se establece expresamente que el criterio del cómputo de la mayoría necesaria para la válida adopción de un acuerdo por la junta general es la mayoría simple, lo que despeja las dudas interpretativas que se presentaban en la práctica.
- Se modifica el régimen del derecho de información de los accionistas con la finalidad de diferenciar entre las consecuencias jurídicas de las distintas modalidades de este derecho. En el caso de las sociedades cotizadas, se extiende hasta cinco días antes de la celebración de la junta general el plazo en el que los accionistas pueden ejercitar el derecho de información previo.
- Se modifica el régimen jurídico de la impugnación de los acuerdos sociales unificando todos los casos de impugnación en un mismo régimen general de anulación, con un plazo de caducidad de un año, salvo los acuerdos contrarios al orden público que son imprescriptibles. Para las sociedades cotizadas, este plazo de caducidad se reduce a tres meses.
- Se establece un umbral de participación de minoría del 1%, en el caso de las sociedades no cotizadas, y del 0,1%, en el caso de las sociedades cotizadas, a efectos de legitimación para impugnar los acuerdos sociales.

En lo referente al consejo de administración, resultaba necesario regular ciertos aspectos cada vez más relevantes como la transparencia de los órganos de gobierno, el tratamiento equitativo a todos los accionistas, la gestión de los riesgos o la independencia, participación y profesionalización de los consejeros. Con esta finalidad, las principales modificaciones introducidas son las siguientes:

- Se atribuyen al consejo de administración como facultades indelegables aquellas decisiones correspondientes al núcleo esencial de la gestión y supervisión.
- Se establece que el consejo de administración deberá reunirse, al menos, una vez al trimestre.
- Se incorporan una serie de medidas dirigidas a contribuir al correcto funcionamiento del consejo. Entre otras medidas ha de destacarse la obligación de los consejeros de asistir personalmente a las sesiones, determinadas condiciones en la delegación del voto de los consejeros y la información que han de recibir para la deliberación y adopción de acuerdos.
- Se regulan las funciones del presidente y del secretario del consejo de administración, previéndose su posible ampliación estatutaria, y se limita su periodo máximo de mandato, que no debe exceder de cuatro años.
- Se posibilita que el consejo de administración constituya comisiones especializadas, siendo obligatoria la existencia de una comisión de auditoría y de una, o dos comisiones separadas, de nombramientos y retribuciones. Las comisiones estarán compuestas por consejeros no ejecutivos y su presidencia recaerá en un consejero independiente.

Igualmente, debe destacarse la modificación de la disposición adicional séptima del Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital a efectos de modificar la atribución a la CNMV de las competencias necesarias para llevar a cabo la supervisión y, consecuentemente, incoar e instruir los expedientes sancionadores a los que den lugar los incumplimientos de determinadas obligaciones establecidas en dicha normativa.

Asimismo, se añade una disposición adicional novena en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital que hace extensible el régimen en materia de comisiones del consejo de administración y comisión de auditoría a las entidades emisoras de valores distintos de las acciones admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

La Ley 31/2014 también realiza modificaciones en la Ley 24/1998, de 28 de julio, del Mercado de Valores, entre las que deben destacarse:

- Se derogan los artículos 61 bis y 61 ter, las letras b) ter y b) quáter del artículo 100 y la disposición adicional decimoctava.
- Se da nueva redacción a la letra b) del artículo 100.

Normativa europea

- **Directrices y recomendaciones relativas a la aplicación de los Principios del CSPL-OICV relativos a las Infraestructuras de los Mercados Financieros en relación con las entidades de contrapartida central, publicadas el 4 de septiembre de 2014.** (Notificado a ESMA su cumplimiento el 30 de octubre de 2014).

Estas directrices y recomendaciones se refieren a la aplicación de los Principios del CSPL-OICV relativos a las Infraestructuras de los Mercados Financieros (PIMF) por las autoridades competentes como parte del ejercicio de sus obligaciones que resultan del EMIR en lo que respecta a la autorización y la supervisión de las ECC de acuerdo con el artículo 22, apartado 1, del EMIR.

- **Directrices de ESMA sobre la supervisión de información financiera, publicadas el 28 de octubre de 2014.** (Notificado a ESMA su cumplimiento el 15 de diciembre de 2014).

Estas directrices se aplican en relación con la supervisión de la información financiera conforme a la directiva sobre transparencia, con el fin de garantizar que la información financiera contenida en los documentos armonizados publicados por emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado se atenga a los requisitos que se derivan de dicha directiva.

Resultan de aplicación a todas las autoridades competentes de los Estados miembros de la Unión Europea que se encargan de la supervisión de la información financiera con arreglo a la directiva sobre transparencia. Son asimismo de aplicación a las autoridades competentes de países del Espacio Económico Europeo que no son Estados miembros de la UE, en la medida en que la directiva sobre la transparencia sea aplicable en tales países.

- **Directrices comunes sobre la convergencia de las prácticas supervisoras con respecto a la coherencia de los acuerdos de coordinación de la supervisión de conglomerados financieros, publicadas el 22 de diciembre de 2014.** (Notificado su cumplimiento a ESMA el 29 de diciembre de 2014).

Estas directrices tienen por finalidad aclarar y mejorar la cooperación transfronteriza e intersectorial entre las autoridades competentes, así como complementar el funcionamiento de los colegios sectoriales (si los hubiese) cuando un grupo transfronterizo haya sido identificado como un conglomerado financiero con arreglo a la Directiva 2002/87/CE. Estas directrices también tienen por objeto mejorar la igualdad de condiciones en el mercado interior, garantizando la existencia de una coordinación coherente de la supervisión.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ²
				IV	I			
IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)								
Total	20.970,3	29.557,4	39.171,9	4.982,5	4.829,1	9.113,3	5.916,8	10.024,1
Ampliaciones de capital	20.843,3	28.326,0	39.171,9	4.982,5	4.829,1	7.877,0	5.399,1	6.891,1
De las cuales dividendo elección	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.466,6	2.867,5	2.439,5	2.931,7	2.356,3
De las cuales mediante OPS	6.238,8	2.457,3	1.744,6	0,0	900,0	1.655,0	401,5	0,0
Tramo nacional	5.827,1	2.457,3	1.744,6	0,0	98,7	348,1	8,9	0,0
Tramo internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	801,3	1.306,9	392,7	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	1.236,2	517,7	3.132,9
Tramo nacional	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5	682,9
Tramo internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1.180,5	459,2	2.450,0
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.702,3	4.705,5	20.150,9	668,8	616,0	2.003,5	1.004,5	789,0
Ampliaciones de capital	5.696,3	4.594,8	20.150,9	668,8	616,0	1.994,0	996,5	510,5
De las cuales mediante OPS	2.070,6	613,1	989,4	0,0	130,0	132,7	364,2	0,0
Tramo nacional	1.888,4	613,1	989,4	0,0	16,8	33,3	8,9	0,0
Tramo internacional	182,2	0,0	0,0	0,0	113,2	99,5	355,3	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6,0	110,6	0,0	0,0	0,0	9,5	8,0	278,5
Tramo nacional	5,9	110,6	0,0	0,0	0,0	0,5	0,9	60,7
Tramo internacional	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	9,0	7,1	217,8
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Total	91	106	159	49	35	46	43	25
Ampliaciones de capital	90	103	159	49	35	43	41	23
De las cuales liberadas	24	24	38	7	7	7	11	7
De las cuales mediante OPS	8	7	6	0	2	5	2	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	3	2	2
NÚMERO DE EMISORES								
Total	44	39	46	23	21	30	29	18
Ampliaciones de capital	44	39	46	23	21	30	28	17
De las cuales mediante OPS	8	7	6	0	2	5	2	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	2	1	1

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ¹
				IV	I			
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	6.238,8	2.457,3	1.744,6	0,0	900,0	1.655,0	401,5	0,0
Mercado nacional	5.815,7	6,8	1,8	0,0	98,7	348,1	8,9	0,0
Suscriptores minoristas	2.206,3	4,1	0,0	0,0	3,3	44,6	1,0	0,0
Suscriptores institucionales	3.609,4	2,8	1,8	0,0	95,4	303,5	7,9	0,0
Mercado internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	801,3	1.306,9	392,7	0,0
Empleados	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	2.450,5	1.742,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	1.236,2	517,7	3.132,9
Mercado nacional	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5	682,9
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	469,9
Suscriptores institucionales	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5	213,0
Mercado internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1.180,5	459,2	2.450,0
Empleados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	130	127	123	123	125	128	129	129
Sin Nuevo mercado	130	127	123	123	125	128	129	129
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	8	8	8
Segundo mercado	7	8	7	7	7	7	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	6	5	5	5	5	5	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	27	23	23	23	23	22	20	20
Madrid	13	11	11	11	11	10	9	9
Barcelona	17	13	13	13	13	13	12	12
Bilbao	8	7	7	7	7	7	7	7
Valencia	6	4	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.083	3.015	3.066	3.066	3.083	3.140	3.220	3.253
Latibex	29	27	26	26	26	26	26	26

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2014.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización¹

CUADRO 1.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	532.039,7	705.162,3	705.162,3	732.860,8	770.655,0	777.202,8	764.959,3
Sin Nuevo mercado	531.194,2	532.039,7	705.162,3	705.162,3	732.860,8	770.655,0	777.202,8	764.959,3
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	99.072,0	141.142,4	141.142,4	136.774,1	137.141,6	142.761,6	142.561,2
Ibex 35	322.806,6	324.442,0	430.932,9	430.932,9	430.932,9	491.230,1	489.544,0	493.305,9
Segundo mercado	109,9	20,6	67,5	67,5	53,6	31,6	32,9	30,8
Madrid	22,8	20,3	18,3	18,3	16,9	17,2	18,5	16,4
Barcelona	87,1	0,3	49,3	49,3	36,8	14,4	14,4	14,4
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	3.233,0	2.906,2	2.906,2	2.753,9	2.211,3	2.102,4	2.463,6
Madrid	1.454,7	667,1	519,4	519,4	503,2	436,7	396,8	398,4
Barcelona	3.580,2	2.945,9	2.749,5	2.749,5	2.597,7	2.921,1	2.006,5	13.546,4
Bilbao	45,9	77,8	183,6	183,6	183,6	169,2	171,0	161,8
Valencia	760,4	350,9	342,5	342,5	344,1	323,5	329,9	330,4
Corros SICAV ⁵	126,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB5	24.367,6	24.606,7	32.171,2	32.171,2	32.837,8	33.746,7	33.782,2	34.280,0
Latibex	210.773,5	350.635,5	270.926,9	270.926,9	259.328,5	343.369,1	300.549,1	307.325,4

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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 1.5

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	917.383,3	691.558,3	693.168,0	215.132,1	185.571,8	221.131,3	191.971,3	186.827,0
Sin Nuevo mercado	917.383,3	691.558,3	693.168,0	215.132,1	185.571,8	221.131,3	191.971,3	186.827,0
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	5.206,3	4.102,1	5.640,5	1.828,8	2.576,7	3.127,2	3.681,8	3.241,9
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,8	0,2	0,2	0,2	0,0
Madrid	1,7	0,4	1,4	0,8	0,2	0,2	0,1	0,0
Barcelona	0,5	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,2	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	42,8	49,9	51,4	12,5	20,9	6,8	39,1	9,0
Madrid	16,1	3,0	7,3	3,9	1,0	3,7	27,1	0,4
Barcelona	26,4	37,7	44,1	8,5	5,7	2,9	12,0	8,6
Bilbao	0,1	8,5	0,1	0,0	14,2	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,1
Corros SICAV	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	2.217,7	2.092,1	2.098,2	1.704,3	983,0
Latibex	357,7	313,2	367,3	86,4	137,3	76,7	76,6	51,5

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ²
En sesión	873.485,4	658.891,4	668.553,2	206.433,3	179.931,3	209.766,0	187.072,7	178.999,2
Órdenes	505.870,1	299.022,0	346.049,6	97.827,4	114.916,9	106.745,8	102.588,5	88.829,0
Aplicaciones	69.410,4	80.617,0	56.565,3	14.940,2	17.555,2	18.815,3	16.303,0	14.285,1
Bloques	298.204,9	279.252,4	265.938,3	93.665,7	47.459,2	84.205,0	68.181,2	75.885,1
Fuera de hora	9.801,8	9.630,0	7.654,7	1.720,3	959,4	5.803,9	534,0	107,0
Autorizadas	3.492,6	7.936,9	4.839,9	1.005,3	1.219,7	856,7	1.574,6	3.376,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	4.216,8	9,6	326,5	0,0	0,0	92,8	0,0	0,0
OPV	3.922,1	0,0	396,1	393,5	850,0	1.642,7	517,7	3.132,9
Toma de razón	2.212,7	545,0	379,7	376,6	400,0	9,9	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	11.730,3	9.603,4	7.083,5	4.145,7	1.493,3	1.945,8	1.489,5	524,1
Operaciones de cobertura	8.521,5	4.942,0	3.934,4	1.057,4	718,2	1.013,5	782,7	687,7

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: noviembre de 2014.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	493.602,4	395.859,3	464.521,5	154.048,6	116.399,9	173.562,6	140.620,0	111.701,4
Crédito de valores para su venta ³	518,3	199,2	326,8	69,5	72,6	100,8	103,6	60,8
Crédito para compra de valores ³	73,0	44,4	34,1	5,2	8,2	2,1	1,2	1,4
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	35.626,7	34.915,1	43.398,9	43.398,9	45.982,9	54.428,2	53.174,3	60.042,6
Crédito de valores para su venta ³	7,0	1,2	7,3	7,3	14,9	17,2	12,1	12,7
Crédito para compra de valores ³	3,9	2,5	0,6	0,6	1,2	0,2	0,1	0,4

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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 1.8

	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ¹
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	101	71	49	23	16	21	18	19
Cédulas hipotecarias	30	26	12	5	5	6	6	2
Cédulas territoriales	7	11	5	1	1	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	23	24	11	5	9	13	10	8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	5	3	4	2	0	2	0	0
Bonos de titulización	34	16	18	9	1	3	3	6
Programas de pagarés	49	35	20	5	6	4	4	4
De titulización	2	1	0	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	47	34	20	5	5	4	4	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	395	349	297	99	85	181	182	178
Cédulas hipotecarias	115	94	40	5	6	8	6	4
Cédulas territoriales	42	18	6	1	1	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	86	134	170	63	69	158	165	127
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	9	7	8	4	0	2	0	0
Bonos de titulización	88	50	53	21	3	8	6	17
Pagarés de empresa ²	53	46	20	5	6	4	4	4
De titulización	2	1	0	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	51	45	20	5	5	4	4	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	2	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	287.489,6	357.830,2	138.838,6	42.425,2	20.592,5	27.934,1	19.886,5	25.940,8
Cédulas hipotecarias	67.226,5	102.170,0	24.799,7	2.250,0	3.450,0	11.000,0	3.750,0	2.538,0
Cédulas territoriales	22.334,2	8.974,0	8.115,0	2.500,0	1.500,0	218,3	135,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	18.691,7	86.441,5	32.536,9	12.633,4	5.988,3	4.855,0	2.536,3	1.515,7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.125,9	3.563,1	803,3	363,4	0,0	1.000,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	68.410,4	23.799,6	28.592,9	14.694,9	1.850,0	3.855,0	7.640,0	15.663,0
Tramo nacional	63.453,5	20.627,1	24.980,1	12.802,3	1.388,8	3.573,3	7.550,0	15.663,0
Tramo internacional	4.956,9	3.172,5	3.612,8	1.892,6	461,2	281,7	90,0	0,0
Pagarés de empresa ³	103.501,0	132.882,0	43.990,8	9.983,5	7.804,3	7.005,8	5.825,2	6.224,1
De titulización	2.366,0	1.821,0	1.410,0	400,0	200,0	420,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	101.135,0	131.061,0	42.580,8	9.583,5	7.604,3	6.585,8	5.825,2	6.224,1
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	28.548,9	7.633,5	4.776,0	2.149,0	0,0	2.243,8	1.545,0	4.210,5
Emisiones aseguradas	10,0	0,0	193,0	0,0	195,8	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ²
				IV	I			
Total	278.553,6	363.944,5	130.467,7	30.697,4	29.151,5	28.532,2	20.870,7	7.677,1
Pagarés	101.939,6	134.346,9	45.228,6	10.112,8	7.453,5	7.334,6	5.734,9	4.168,8
Bonos y obligaciones	12.311,9	92.725,5	22.414,4	2.191,2	16.346,5	5.119,3	2.365,8	1.420,3
Cédulas hipotecarias	68.346,5	103.470,0	25.399,7	1.650,0	3.050,0	12.000,0	3.500,0	1.788,0
Cédulas territoriales	20.334,2	8.974,0	8.115,0	2.500,0	0,0	1.718,3	135,0	0,0
Bonos de titulización	75.421,4	24.428,1	29.309,9	14.243,4	2.301,5	2.360,0	9.135,0	300,0
Participaciones preferentes	200,0	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: noviembre de 2014.

	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	613	568	494	494	486	480	482	469
Renta fija privada	613	568	493	493	485	479	481	468
Pagarés	45	42	30	30	24	22	20	20
Bonos y obligaciones	91	95	90	90	89	89	86	83
Cédulas hipotecarias	43	49	48	48	48	48	49	49
Cédulas territoriales	13	18	12	12	11	10	10	10
Bonos de titulación	437	385	341	341	335	331	333	327
Participaciones preferentes	60	60	34	34	34	31	31	26
Bonos matador	12	11	9	9	9	9	9	9
Deuda Pública	-	-	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	-	-	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	3.630	4.382	3.345	3.345	3.074	2.922	2.877	2.847
Renta fija privada	3.630	4.382	3.192	3.192	2.922	2.771	2.712	2.684
Pagarés	958	1.778	1.130	1.130	888	707	545	464
Bonos y obligaciones	645	624	495	495	512	570	682	771
Cédulas hipotecarias	253	296	283	283	273	265	262	253
Cédulas territoriales	26	49	39	39	37	36	36	36
Bonos de titulación	1.641	1.527	1.188	1.188	1.155	1.139	1.133	1.114
Participaciones preferentes	93	94	47	47	47	44	44	37
Bonos matador	14	14	10	10	10	10	10	9
Deuda Pública	-	-	153	153	152	151	165	163
Letras del Tesoro	-	-	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	141	141	140	139	153	151
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	882.395,1	879.627,5	1.442.270,2	1.442.270,2	1.426.374,9	1.415.557,2	1.405.130,1	1.374.081,7
Renta fija privada	882.395,1	879.627,5	708.601,8	708.601,8	669.134,9	639.440,5	619.043,1	588.666,9
Pagarés	37.549,1	64.927,5	28.816,3	28.816,3	21.886,1	20.663,1	15.647,3	13.792,8
Bonos y obligaciones	131.756,8	161.225,4	132.076,6	132.076,6	128.478,4	122.652,2	110.385,6	101.636,6
Cédulas hipotecarias	241.149,7	293.142,8	246.967,9	246.967,9	233.067,9	220.443,2	216.445,2	205.214,2
Cédulas territoriales	31.884,2	33.314,3	29.793,5	29.793,5	26.768,5	25.625,3	25.268,3	25.268,3
Bonos de titulación	407.908,0	315.373,5	269.176,8	269.176,8	257.186,4	248.398,0	249.638,1	241.276,0
Participaciones preferentes	31.088,6	10.813,4	1.076,2	1.076,2	1.053,0	964,2	964,1	904,6
Bonos matador	1.058,8	830,7	694,6	694,6	694,6	694,6	694,6	574,4
Deuda Pública	-	-	733.668,3	733.668,3	757.240,0	776.116,8	786.087,0	785.414,8
Letras del Tesoro	-	-	89.174,4	89.174,4	82.521,4	74.639,7	77.128,8	77.344,0
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	644.493,9	644.493,9	674.718,6	701.477,1	708.958,3	708.070,7

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.757,7	296.729,3	405.073,2	350.277,6	204.278,0	98.219,0
Renta fija privada	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.601,6	296.647,5	405.012,8	350.215,9	204.205,1	98.190,6
Pagarés	227.534,5	199.794,9	112.559,8	21.315,6	19.546,3	11.997,0	10.327,5	4.365,6
Bonos y obligaciones	484.705,8	164.098,6	295.191,7	58.576,8	76.360,7	122.206,2	52.855,8	11.797,4
Cédulas hipotecarias	662.177,0	994.071,3	341.674,0	87.380,6	111.030,6	101.392,2	76.429,9	52.611,3
Cédulas territoriales	544.780,9	595.599,6	86.758,6	16.897,7	41.879,4	23.688,5	9.958,1	4.490,5
Bonos de titulación	5.462.806,2	1.136.966,1	538.064,8	112.374,1	156.164,4	90.902,0	54.601,2	24.910,5
Participaciones preferentes	6.065,0	28.781,3	26.256,0	97,5	26,8	29,6	18,5	14,2
Bonos matador	116,3	443,2	96,7	5,3	4,6	0,5	14,2	1,2
Deuda Pública	-	-	156,1	81,8	60,4	61,8	72,9	28,4
Letras del Tesoro	-	-	11,6	3,4	4,2	5,5	7,5	3,5
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	144,4	78,4	56,1	56,2	65,4	24,9
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.757,6	296.729,3	405.073,2	350.277,6	204.278,0	98.219,0
Simple	343.099,6	428.838,0	290.633,0	66.253,1	76.348,3	111.059,5	99.239,3	64.602,8
Repo	198.514,7	108.771,9	69.063,3	16.606,1	8.928,1	7.613,5	6.114,3	4.560,9
Simultánea	6.846.571,5	2.582.145,2	1.041.061,3	213.870,1	319.796,8	231.604,6	98.924,4	29.055,3

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	487.543,3	454.385,7	275.939,0	63.644,7	69.066,4	65.260,9	55.628,8	38.790,7
Sociedades no financieras	131.765,2	77.452,1	45.351,7	9.450,5	9.030,1	8.986,7	6.253,9	3.483,9
Instituciones financieras	256.975,8	282.733,9	163.671,3	38.589,3	34.851,9	30.051,6	29.701,8	20.616,6
Entidades de crédito	139.538,2	207.555,6	97.674,3	18.444,9	23.260,3	19.778,9	22.000,3	10.878,5
IIC, seguros y fondos de pensiones	103.899,9	69.568,7	59.371,8	18.938,3	9.977,0	8.252,4	6.802,1	7.362,7
Otras entidades financieras	13.537,7	5.609,6	6.625,2	1.206,2	1.614,7	2.020,4	899,3	2.375,3
Administraciones públicas	2.602,7	5.448,2	2.438,8	452,1	982,5	1.333,6	586,3	1.073,3
Hogares e ISFLSH ²	10.230,3	11.517,9	8.598,4	1.164,8	1.046,4	747,4	415,1	285,3
Resto del mundo	85.969,3	77.233,7	55.878,8	13.988,0	23.155,5	24.141,5	18.671,7	13.331,6

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ²
Total	2.681,6	7.522,0	779,3	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	2.681,6	7.522,0	779,3	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	6	7	2	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	6	7	2	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: noviembre de 2014.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

NÚMERO DE EMISORES	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	59	52	40	40	38	36	34	33
Emisores privados	46	39	27	27	25	23	21	20
Sociedades no financieras	4	3	2	2	1	1	1	1
Instituciones financieras privadas	42	36	25	25	24	22	20	19
Administraciones públicas ²	13	13	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	240	220	197	197	195	189	183	174
Emisores privados	133	122	89	89	84	79	76	71
Sociedades no financieras	6	3	2	2	1	1	1	1
Instituciones financieras privadas	127	119	87	87	83	78	75	70
Administraciones públicas ²	107	98	108	108	111	110	107	103
Comunidades autónomas	74	67	64	64	63	62	60	56
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	43.817,5	37.636,4	25.284,5	25.284,5	23.578,4	21.160,2	17.533,6	17.110,4
Emisores privados	17.759,6	13.625,4	8.317,5	8.317,5	7.216,1	5.603,1	3.760,5	3.606,9
Sociedades no financieras	375,4	194,9	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	17.384,2	13.430,6	8.315,5	8.315,5	7.216,0	5.603,0	3.760,4	3.606,9
Administraciones públicas ²	26.057,8	24.010,9	16.967,0	16.967,0	16.362,4	15.557,1	13.773,2	13.503,5
Comunidades autónomas	24.014,4	22.145,0	15.716,3	15.716,3	15.066,5	14.285,0	12.496,3	12.227,2

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
Mercado electrónico	386,1	1.198,3	1.592,6	378,5	761,3	78,6	5,0	11,7
Corros	4.942,5	3.746,6	3.388,3	1.258,2	512,2	142,2	25,1	922,6
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.885,4	3.407,8	3.197,4	1.249,5	508,0	140,0	24,5	922,6
Bilbao	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	56,6	338,7	190,9	8,7	4,2	2,2	0,6	0,0
Deuda anotada	883,4	1.189,0	137,1	54,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	63.443,7	54.015,1	41.062,2	10.971,0	7.634,1	8.685,9	18.212,5	5.570,3

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	84.090,9	40.034,0	64.011,0	24.347,0	26.252,0	28.346,0	25.998,0	17.009,0
Simple	81.905,0	40.034,0	64.011,0	24.347,0	26.252,0	28.346,0	25.998,0	17.009,0
Simultáneas	2.185,9	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: noviembre de 2014.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
Sobre deuda	18	45.240	13.667	1.360	1.282	409	1.356	759
Futuro sobre bono nocional ²	18	45.240	13.667	1.360	1.282	409	1.356	759
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	5.819.264	5.410.311	6.416.073	1.707.112	1.906.039	1.792.870	1.807.250	1.560.684
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.291.956	4.745.067	5.578.607	1.525.195	1.698.044	1.564.905	1.638.231	1.422.515
Futuro mini sobre Ibex 35	307.411	242.477	198.736	54.344	67.358	64.491	70.135	73.448
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	3.154	2.162	3.520	2.714	5.638	1.920	11.817	1.900
Opción call mini	86.096	225.704	308.084	85.780	88.798	98.102	59.376	38.989
Opción put mini	133.801	194.902	327.126	39.079	46.201	63.453	27.692	23.832
Sobre acciones ⁵	55.082.944	55.753.236	35.884.393	11.717.195	10.519.859	5.847.529	5.106.522	2.996.170
Futuros	24.758.956	21.220.876	14.927.659	4.536.618	4.536.363	3.547.198	2.302.945	655.668
Futuros sobre dividendos de acciones	–	25.000	66.650	30.000	23.705	41.485	46.001	46.055
Opción call	12.050.946	14.994.283	10.534.741	3.643.255	1.900.418	1.208.118	1.224.941	862.728
Opción put	18.273.042	19.513.077	10.355.343	3.507.322	4.059.373	1.050.728	1.532.635	1.431.719
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	267.713	161.376	167.827	40.667	49.145	45.558	28.097	26.899
Sobre índices ⁷	451.016	266.422	111.924	27.962	16.378	12.441	12.740	10.618

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ¹
				IV	I			
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.544,6	3.834,3	3.621,2	984,2	881,4	1.431,7	583,2	435,2
Sobre acciones	3.211,7	2.231,7	2.211,8	590,5	475,9	579,3	364,8	198,7
Sobre índices	1.786,8	1.273,5	1.122,6	288,2	335,1	826,3	183,6	198,8
Otros ³	546,0	329,1	286,8	105,5	70,4	26,1	34,9	37,7
Número de emisiones	9.237	7.073	8.347	2.244	1.921	2.820	1.919	1.375
Número de emisores	9	7	7	5	5	6	5	4
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: noviembre de 2014.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ¹
				IV	I			
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.550,2	762,9	752,7	166,7	208,1	215,5	186,0	131,3
Sobre acciones nacionales	654,2	349,0	379,4	98,3	118,2	110,3	72,4	53,0
Sobre acciones extranjeras	97,8	87,6	86,3	18,6	16,9	14,9	9,5	6,9
Sobre índices	518,2	268,6	255,4	43,1	66,9	84,6	100,2	67,6
Otros ²	280,0	57,7	31,6	6,7	6,1	5,7	3,9	3,8
Número de emisiones ³	8.328	7.419	7.299	2.966	3.173	3.141	2.854	2.486
Número de emisores ³	10	10	8	8	8	8	7	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	92,1	16,8	1,0	0,1	0,6	0,8	0,1	0,1
Número de emisiones ³	13	4	2	1	2	2	2	2
Número de emisores ³	2	2	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.495,4	2.935,7	2.736,0	1.043,3	2.696,6	1.894,9	2.476,1	1.858,4
Número de fondos	75	74	72	72	72	70	70	70
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	327,2	274,7	382,0	382,0	404,9	435,4	446,0	n. d.

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

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.

n. d.: [dato] no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ²
				IV	I			
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	63.173	78.566	88.605	13.269	9.999	10.832	15.030	3.103

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: noviembre de 2014.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	49	46	41	41	41	40	41	40
Sucursales	78	16	20	20	20	20	22	22
Representantes	6.589	6.264	6.269	6.269	6.297	6.292	6.292	6.312
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	45	41	41	41	40	40	40	38
Sucursales	14	12	11	11	18	16	18	19
Representantes	655	590	520	520	464	481	489	492
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	6	6	5	5	5	5	5	5
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	2	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	82	101	126	126	130	134	138	143
Sucursales	5	5	9	9	9	10	10	10
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	187	147	141	141	143	141	139	138

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ¹
Total	2.817	2.992	3.135	3.135	3.150	3.174	3.162	3.138
Empresas de servicios de inversión	2.380	2.537	2.681	2.681	2.694	2.717	2.700	2.676
Comunitarias	2.377	2.534	2.678	2.678	2.691	2.714	2.697	2.673
Con sucursal	36	37	38	38	38	38	36	39
En libre prestación de servicios	2.341	2.497	2.640	2.640	2.653	2.676	2.661	2.634
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ²	437	455	454	454	456	457	462	462
Comunitarias	429	445	444	444	447	448	453	453
Con sucursal	55	55	52	52	53	53	54	55
En libre prestación de servicios	374	390	392	392	394	395	399	398
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	8	10	10	10	9	9	9	9
Con sucursal	7	8	8	8	7	7	7	6
En libre prestación de servicios	1	2	2	2	2	2	2	3

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
RENTA FIJA								
Total	13.609.652,0	10.508.139,1	10.492.026,8	2.552.857,9	2.752.115,4	2.842.302,0	2.462.930,4	2.239.416,0
Sociedades de valores	3.759.229,2	2.900.770,8	5.217.059,4	1.250.338,3	1.369.758,1	1.500.575,6	1.227.460,1	1.107.755,5
Mercados organizados nacionales	436.875,9	556.756,0	2.597.608,6	618.834,2	693.929,8	715.449,1	573.262,8	526.040,3
Otros mercados nacionales	2.764.344,5	1.943.730,6	2.310.403,7	568.187,4	598.095,6	710.743,9	584.995,5	539.193,5
Mercados extranjeros	558.008,8	400.284,2	309.047,1	63.316,7	77.732,7	74.382,6	69.201,8	42.521,7
Agencias de valores	9.850.422,8	7.607.368,3	5.274.967,4	1.302.519,6	1.382.357,3	1.341.726,4	1.235.470,3	1.131.660,5
Mercados organizados nacionales	2.931.505,5	2.521.310,9	69.066,6	11.980,2	26.945,1	30.851,4	23.638,3	21.585,0
Otros mercados nacionales	6.741.733,6	4.883.226,6	5.007.723,4	1.224.718,9	1.304.977,4	1.237.155,8	1.150.873,0	1.060.523,5
Mercados extranjeros	177.183,7	202.830,8	198.177,4	65.820,5	50.434,8	73.719,2	60.959,0	49.552,0
RENTA VARIABLE								
Total	977.126,1	736.602,3	692.872,0	160.370,6	206.856,8	211.344,9	225.722,2	215.751,6
Sociedades de valores	952.388,7	692.058,6	650.094,9	149.470,0	191.524,2	202.296,1	211.503,8	199.921,7
Mercados organizados nacionales	882.143,3	639.498,2	590.027,1	136.808,1	170.842,4	188.015,6	194.806,0	185.880,7
Otros mercados nacionales	3.418,3	1.806,3	2.585,4	555,7	814,1	642,6	755,8	627,9
Mercados extranjeros	66.827,1	50.754,1	57.482,4	12.106,2	19.867,7	13.637,9	15.942,0	13.413,1
Agencias de valores	24.737,4	44.543,7	42.777,1	10.900,6	15.332,6	9.048,8	14.218,4	15.829,9
Mercados organizados nacionales	19.372,7	14.532,5	14.677,2	3.095,1	3.734,1	4.227,9	4.125,2	3.952,3
Otros mercados nacionales	508,5	6.695,5	9.140,4	2.764,7	4.158,1	1.359,7	2.730,7	3.720,0
Mercados extranjeros	4.856,2	23.315,7	18.959,5	5.040,8	7.440,4	3.461,2	7.362,5	8.157,6

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
Total	11.827.144,3	6.536.223,6	6.316.221,8	1.495.263,5	1.716.839,8	1.926.896,5	1.922.535,5	2.326.464,6
Sociedades de valores	9.113.831,5	5.777.847,8	6.110.753,4	1.451.485,8	1.672.029,8	1.879.980,7	1.872.909,0	2.287.850,1
Mercados organizados nacionales	3.005.801,7	1.819.388,6	2.410.367,9	537.497,8	723.628,7	790.796,4	758.339,0	1.329.782,1
Mercados organizados extranjeros	5.658.687,9	3.718.052,1	3.423.638,5	834.843,8	868.983,4	969.114,4	1.024.667,0	876.714,8
Mercados no organizados	449.341,9	240.407,1	276.747,0	79.144,2	79.417,7	120.069,9	89.903,0	81.353,2
Agencias de valores	2.713.312,8	758.375,8	205.468,4	43.777,7	44.810,0	46.915,8	49.626,5	38.614,5
Mercados organizados nacionales	6.818,6	5.371,0	4.668,8	732,7	1.036,8	1.071,4	2.234,6	3.026,5
Mercados organizados extranjeros	2.451.637,6	566.337,3	29.584,9	9.357,0	3.587,0	3.514,2	8.605,3	10.869,2
Mercados no organizados	254.856,6	186.667,5	171.214,7	33.688,0	40.186,2	42.330,2	38.786,6	24.718,8

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	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CARTERAS								
Total	13.409	10.985	11.380	11.907	11.380	12.584	13.286	13.893
Sociedades de valores. Total	6.483	4.122	4.001	3.931	4.001	4.248	4.496	4.739
IIC ²	89	68	59	66	59	58	60	62
Otras ³	6.394	4.054	3.942	3.865	3.942	4.190	4.436	4.677
Agencias de valores. Total	3.637	3.680	3.699	4.385	3.699	4.447	4.697	4.935
IIC ²	53	51	57	58	57	57	62	64
Otras ³	3.584	3.629	3.642	4.327	3.642	4.390	4.635	4.871
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.289	3.183	3.680	3.591	3.680	3.889	4.093	4.219
IIC ²	5	5	12	5	12	12	12	13
Otras ³	3.284	3.178	3.668	3.586	3.668	3.877	4.081	4.206
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total	9.554.589	9.350.841	10.692.140	10.744.372	10.692.140	11.480.629	12.243.199	12.736.538
Sociedades de valores. Total	4.166.167	3.578.436	4.171.331	4.018.413	4.171.331	4.476.143	4.788.421	4.951.046
IIC ²	961.931	965.479	1.160.986	1.185.098	1.160.986	1.241.865	1.413.549	1.466.770
Otras ³	3.204.236	2.612.957	3.010.345	2.833.315	3.010.345	3.234.278	3.374.871	3.484.276
Agencias de valores. Total	2.361.944	1.927.219	2.284.773	2.790.102	2.284.773	2.463.693	2.632.958	2.743.601
IIC ²	863.856	417.981	610.839	568.414	610.839	656.435	778.850	820.023
Otras ³	1.498.088	1.509.238	1.673.934	2.221.688	1.673.934	1.807.259	1.854.107	1.923.579
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.026.478	3.845.186	4.236.036	3.935.857	4.236.036	4.540.793	4.821.820	5.041.891
IIC ²	98.645	107.691	195.735	111.496	195.735	201.528	206.687	211.117
Otras ³	2.927.833	3.737.495	4.040.301	3.824.361	4.040.301	4.339.265	4.615.133	4.830.774

1 Datos a final de periodo.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total	7.748	9.362	9.918	10.113	9.918	9.434	11.702	13.154
Sociedades de valores. Total ²	1.509	1.198	1.221	1.437	1.221	1.250	2.840	4.096
Clientes minoristas	1.492	1.183	1.197	1.415	1.197	1.234	2.811	4.050
Clientes profesionales	12	13	17	17	17	7	8	8
Agencias de valores. Total ²	4.855	6.445	6.961	6.933	6.961	6.495	7.151	7.328
Clientes minoristas	4.736	6.019	6.674	6.658	6.674	6.213	6.880	7.062
Clientes profesionales	102	406	264	251	264	259	248	243
Sociedades gestoras de cartera. Total ²	1.384	1.719	1.736	1.743	1.736	1.689	1.711	1.730
Clientes minoristas	1.374	1.712	1.731	1.738	1.731	1.684	1.706	1.723
Clientes profesionales	10	7	5	5	5	5	5	7
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)								
Total	8.156.953	7.589.555	8.547.601	7.808.777	8.547.601	8.869.694	10.170.516	10.847.146
Sociedades de valores. Total ²	1.213.014	820.465	739.401	922.948	739.401	989.484	2.126.680	2.576.310
Clientes minoristas	863.386	568.359	452.458	657.597	452.458	480.996	1.191.393	1.540.094
Clientes profesionales	61.711	27.613	44.804	42.916	44.804	38.407	53.561	53.051
Agencias de valores. Total ²	2.963.397	5.598.708	6.828.313	5.884.830	6.828.313	6.919.775	7.242.376	7.342.505
Clientes minoristas	1.875.867	3.590.416	3.897.689	4.026.339	3.897.689	4.808.503	5.226.643	5.388.616
Clientes profesionales	1.018.647	1.899.566	1.908.486	1.743.956	1.908.486	1.921.458	1.822.436	1.748.396
Sociedades gestoras de cartera. Total ²	3.980.542	1.170.382	979.887	1.000.999	979.887	960.435	801.460	928.332
Clientes minoristas	594.195	705.185	742.043	740.544	742.043	712.376	770.208	802.319
Clientes profesionales	3.386.347	465.197	237.844	260.455	237.844	248.059	31.252	126.013

1 Datos a final de periodo

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ²
I. Margen de intereses	91.542	56.161	67.333	67.333	7.821	25.055	59.668	62.796
II. Comisiones netas	490.517	410.740	387.216	387.216	114.475	229.051	340.718	363.481
Comisiones percibidas	776.641	589.027	565.787	565.787	161.023	323.269	481.400	525.974
Tramitación y ejecución de órdenes	529.711	348.403	347.522	347.522	98.931	191.070	266.627	290.539
Colocación y aseguramiento de emisiones	7.446	6.869	4.824	4.824	5.703	7.390	18.953	20.752
Depósito y anotación de valores	21.060	19.775	17.987	17.987	5.098	10.442	15.896	17.796
Gestión de carteras	16.186	14.883	15.581	15.581	6.017	10.094	15.203	16.970
Diseño y asesoramiento	60.712	12.067	18.597	18.597	5.002	8.728	15.101	16.752
Búsqueda y colocación de paquetes	485	50	8.659	8.659	53	3.956	4.347	4.352
Operaciones de crédito al mercado	8	8	22	22	0	0	0	0
Comercialización de IIC	59.588	45.050	51.766	51.766	14.517	30.549	46.442	51.674
Otras	81.446	141.924	100.829	100.829	25.702	61.039	98.833	107.139
Comisiones satisfechas	286.124	178.287	178.571	178.571	46.548	94.218	140.682	162.493
III. Resultado de inversiones financieras	271.956	9.403	256.110	256.110	2.765	36.828	135.612	139.840
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-194.355	-28.522	-138.467	-138.467	52.098	49.887	-29.544	-24.866
V. Margen bruto	659.659	447.782	572.192	572.192	177.159	340.821	506.454	541.251
VI. Resultado de explotación	207.379	35.304	185.040	185.040	84.355	150.453	220.265	228.373
VII. Resultado de actividades continuadas	148.553	-12.057	140.805	140.805	66.720	121.661	175.824	180.802
VIII. Resultado neto del ejercicio	148.553	-12.057	140.805	140.805	66.720	121.661	175.824	180.802

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

2 Datos disponibles: octubre de 2014.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
TOTAL								
Total	158.070	21.318	192.753	126.456	192.753	63.697	112.779	165.322
Activos monetarios y deuda pública	16.458	18.936	17.163	14.421	17.163	4.410	6.993	9.618
Otros valores de renta fija	79.041	16	55.096	50.933	55.096	11.962	17.253	24.840
Cartera interior	67.052	-14.813	42.328	42.557	42.328	7.588	9.786	16.820
Cartera exterior	11.989	14.829	12.768	8.376	12.768	4.374	7.467	8.020
Renta variable	-406.742	356.595	17.869	-145.147	17.869	137.295	534.591	635.288
Cartera interior	10.381	8.003	44.517	39.373	44.517	30.193	68.998	106.074
Cartera exterior	-417.123	348.592	-26.648	-184.520	-26.648	107.102	465.593	529.214
Derivados	669.747	-308.833	207.347	344.568	207.347	-145.356	-502.994	-486.606
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	785	-3.871	1.378	-520	1.378	168	298	336
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	48	0	0	0	1
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.668	5.383	3.405	2.610	3.405	475	-47	279
Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.363	-149.034	-163.785	-149.034	49.363	43.447	-39.367
Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	10.565	7.970	10.565	2.735	6.441	9.822
Otras operaciones	-23.532	-18.386	28.964	15.358	28.964	2.645	6.797	11.111
MARGEN DE INTERESES								
Total	91.541	56.160	67.333	46.460	67.333	7.821	25.055	59.670
Activos monetarios y deuda pública	2.327	4.055	4.356	4.796	4.356	731	1.265	1.811
Otros valores de renta fija	20.241	17.089	4.572	3.239	4.572	1.268	2.275	3.017
Cartera interior	17.903	15.180	3.149	2.264	3.149	971	1.593	2.024
Cartera exterior	2.338	1.909	1.423	975	1.423	297	682	993
Renta variable	54.249	35.220	40.163	30.343	40.163	4.954	18.630	50.485
Cartera interior	36.991	19.064	14.672	8.739	14.672	16	6.737	17.377
Cartera exterior	17.258	16.156	25.491	21.604	25.491	4.938	11.893	33.108
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	785	-3.871	1.378	-520	1.378	168	298	336
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	48	0	0	0	1
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.668	5.383	3.405	2.610	3.405	475	-47	279
Otras operaciones	-2.729	-1.716	13.459	5.944	13.459	225	2.634	3.741
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	271.956	9.404	256.109	229.454	256.109	2.765	36.828	135.611
Activos monetarios y deuda pública	14.131	14.881	12.807	9.625	12.807	3.679	5.728	7.807
Otros valores de renta fija	58.800	-17.073	50.524	47.694	50.524	10.694	14.978	21.823
Cartera interior	49.149	-29.993	39.179	40.293	39.179	6.617	8.193	14.796
Cartera exterior	9.651	12.920	11.345	7.401	11.345	4.077	6.785	7.027
Renta variable	-460.991	321.375	-22.294	-175.490	-22.294	132.341	515.961	584.803
Cartera interior	-26.610	-11.061	29.845	30.634	29.845	30.177	62.261	88.697
Cartera exterior	-434.381	332.436	-52.139	-206.124	-52.139	102.164	453.700	496.106
Derivados	669.747	-308.833	207.347	344.568	207.347	-145.356	-502.994	-486.606
Otras operaciones	-9.731	-946	7.725	3.057	7.725	1.407	3.155	7.784
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-205.427	-44.246	-130.689	-149.458	-130.689	53.111	50.896	-29.959
Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.363	-149.034	-163.785	-149.034	49.363	43.447	-39.367
Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	10.565	7.970	10.565	2.735	6.441	9.822
Otras operaciones	-11.072	-15.724	7.780	6.357	7.780	1.013	1.008	-414

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	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ²
				IV	I			
I. Margen de intereses	2.481	1.912	1.799	1.799	284	615	844	958
II. Comisiones netas	97.886	93.246	110.422	110.422	30.650	63.355	90.974	104.099
Comisiones percibidas	112.351	108.198	130.738	130.738	36.017	75.553	109.352	125.738
Tramitación y ejecución de órdenes	36.354	38.112	40.196	40.196	14.456	25.577	33.728	43.253
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.870	3.128	4.715	4.715	634	3.851	6.366	6.871
Depósito y anotación de valores	441	576	505	505	101	311	474	488
Gestión de carteras	12.352	14.476	16.267	16.267	3.624	6.995	9.650	10.512
Diseño y asesoramiento	5.349	3.123	5.894	5.894	1.377	2.803	4.183	4.730
Búsqueda y colocación de paquetes	61	88	55	55	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	42	30	11	11	0	0	0	0
Comercialización de IIC	21.381	25.949	35.823	35.823	9.705	21.667	33.200	37.198
Otras	33.500	22.715	27.272	27.272	6.120	14.350	21.751	22.686
Comisiones satisfechas	14.465	14.952	20.316	20.316	5.366	12.198	18.378	21.639
III. Resultado de inversiones financieras	622	1.255	5	5	203	565	674	1.632
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.539	-1.459	-1.633	-1.633	-261	-664	-691	694
V. Margen bruto	99.450	94.954	110.593	110.593	30.874	63.871	91.801	107.383
VI. Resultado de explotación	7.758	4.598	18.422	18.422	6.871	14.609	19.689	24.251
VII. Resultado de actividades continuadas	5.489	3.583	14.321	14.321	6.490	13.799	18.281	22.672
VIII. Resultado neto del ejercicio	5.489	3.583	14.321	14.321	6.490	13.799	18.281	22.672

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

2 Datos disponibles: octubre de 2014.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013	2014	II	III	IV ²
				IV	I			
I. Margen de intereses	682	733	667	667	174	125	443	495
II. Comisiones netas	7.988	7.879	9.362	9.362	2.202	4.635	7.182	8.051
Comisiones percibidas	18.477	17.887	18.603	18.603	2.753	5.861	9.553	10.904
Gestión de carteras	16.582	16.307	17.028	17.028	2.167	5.035	8.239	9.436
Diseño y asesoramiento	1.894	1.579	1.575	1.575	458	514	683	737
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	0	0	0	128	312	630	731
Comisiones satisfechas	10.489	10.008	9.241	9.241	551	1.226	2.371	2.853
III. Resultado de inversiones financieras	186	4	9	9	23	46	38	28
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-11	-1	-32	-32	-48	57	-238	-242
V. Margen bruto	8.845	8.615	10.006	10.006	2.351	4.863	7.425	8.332
VI. Resultado de explotación	1.526	1.406	3.554	3.554	1.088	1.930	3.328	3.775
VII. Resultado de actividades continuadas	1.042	953	2.472	2.472	770	1.380	2.367	2.648
VIII. Resultado neto del ejercicio	1.042	953	2.472	2.472	770	1.380	2.367	2.648

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

2 Datos disponibles: octubre de 2014.

	2011	2012	2013	2013		2014 ¹		
				III	IV	I ²	II ²	III ²
TOTAL								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	38,66	40,59	40,94
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.219.553	1.085.783	1.033.669	1.059.449	1.033.669	1.058.049	1.112.076	1.099.960
% exceso ⁴	321,37	300,76	322,58	315,41	322,58	383,20	407,36	411,73
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100% ⁵	36	37	34	32	34	17	15	21
>100-≤300%	23	24	22	28	22	32	31	28
>300-≤500%	19	17	17	19	17	12	14	14
>500%	22	15	14	13	14	25	25	23
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	39,20	41,35	41,63
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.134.406	1.017.597	960.624	977.300	960.624	961.362	1.015.707	1.016.996
% exceso ⁴	345,52	329,03	367,43	346,46	367,43	390,02	416,91	420,43
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100% ⁵	12	7	9	10	9	5	4	2
>100-≤300%	10	17	11	14	11	15	14	16
>300-≤500%	13	12	13	13	13	4	5	7
>500%	14	10	8	8	8	17	17	16
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	26,76	26,55	24,87
Exceso de recursos propios (miles de euros)	68.007	53.531	62.199	66.126	62.199	65.385	64.056	49.495
% exceso ⁴	189,22	161,23	164,46	175,77	164,46	234,50	231,87	210,87
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100% ⁵	21	27	22	20	22	12	11	19
>100-≤300%	12	6	10	12	10	15	15	10
>300-≤500%	5	4	3	5	3	8	9	7
>500%	7	4	6	5	6	5	5	4
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	152,19	156,03	157,61
Exceso de recursos propios (miles de euros)	17.140	14.655	10.846	16.023	10.846	31.301	32.314	33.469
% exceso ⁴	112,61	79,01	51,21	98,92	51,21	1.802,32	1.850,39	1.870,13
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100% ⁵	3	3	3	2	3	0	0	0
>100-≤300%	1	1	1	2	1	2	2	2
>300-≤500%	1	1	1	1	1	0	0	0
>500%	1	1	0	0	0	3	3	3

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 Datos provisionales.

3 El ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicho 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 a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

5 Incluye las empresas de servicios de inversión dadas de alta que no han remitido información.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
TOTAL								
Media (%) ²	13,22	3,19	16,49	13,12	16,49	25,56	23,82	23,54
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	31	13	22	13	15	13	13
0-≤15%	44	33	37	41	37	32	29	31
>15-≤45%	14	24	22	21	22	23	26	27
>45-≤75%	5	3	9	4	9	8	9	7
>75%	5	2	6	4	6	8	8	8
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ²	13,79	2,97	16,39	12,98	16,39	25,96	23,73	23,87
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	14	5	12	5	5	2	3
0-≤15%	24	18	15	17	15	17	16	18
>15-≤45%	7	11	16	13	16	11	16	13
>45-≤75%	2	2	4	1	4	5	4	4
>75%	3	1	1	2	1	3	2	3
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ²	7,46	6,25	19,34	15,92	19,34	24,77	29,45	23,06
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	15	8	9	8	10	11	10
0-≤15%	16	11	18	21	18	12	10	11
>15-≤45%	6	13	5	7	5	10	8	11
>45-≤75%	3	1	5	3	5	3	5	3
>75%	2	1	5	2	5	5	6	5
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Media (%) ²	4,70	6,59	11,41	9,25	11,41	12,55	11,16	12,83
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	2	0	1	0	0	0	0
0-≤15%	4	4	4	3	4	3	3	2
>15-≤45%	1	0	1	1	1	2	2	3
>45-≤75%	0	0	0	0	0	0	0	0
>75%	0	0	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

	2011	2012	2013	2012		2013		2014	
				II	I	I	II	I	
Miles de euros									
PATRIMONIOS ASESORADOS¹									
Total	16.033.108	14.776.498	17.630.081	14.776.498	15.442.297	17.630.081	14.462.415		
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	3.267.079	3.975.400	4.991.653	5.488.399		
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.594.287	3.476.305	3.947.782	4.471.564		
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	7.915.132	7.990.593	8.690.646	4.502.452		
INGRESOS POR COMISIONES²									
Total	31.053	26.177	33.273	26.177	14.700	33.273	21.801		
Comisiones percibidas	30.844	26.065	33.066	26.065	14.676	33.066	21.359		
Otros ingresos	209	112	206	112	25	206	442		
PATRIMONIO NETO									
Total	12.320	13.402	21.498	13.402	15.119	21.498	23.068		
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.365	4.820	5.156	5.390		
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	4.798	7.251	9.453	9.902		
Resultado del ejercicio ²	7.474	4.239	6.890	4.239	3.048	6.890	7.775		

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ¹
Total IIC de carácter financiero	5.460	5.246	5.129	5.129	5.156	5.176	5.208	5.220
Fondos de inversión	2.341	2.205	2.043	2.043	2.049	2.012	1.973	1.952
Sociedades de inversión	3.056	2.981	3.035	3.035	3.058	3.114	3.182	3.214
IIC de IIC de inversión libre	27	24	22	22	21	20	20	18
IIC de inversión libre	36	36	29	29	28	30	33	36
Total IIC inmobiliarias	14	14	16	16	16	15	15	13
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	6	6	6	6	6	5
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	10	10	10	9	9	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	739	754	780	780	796	802	810	813
Fondos extranjeros comercializados en España	426	421	408	408	414	416	415	412
Sociedades extranjeras comercializadas en España	313	333	372	372	382	386	395	401
SGIIC	114	105	96	96	96	97	96	96
Depositarias IIC	97	84	77	77	76	74	75	71

1 Datos disponibles: noviembre de 2014.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III ¹	IV ²
Total IIC de carácter financiero	5.249.813	4.815.628	5.463.820	5.463.820	5.831.525	6.241.005	6.572.632	6.657.763
Fondos de inversión	4.835.193	4.410.763	5.050.556	5.050.556	5.409.951	5.813.853	6.134.260	6.217.687
Sociedades de inversión	414.620	404.865	413.264	413.264	421.574	427.152	438.372	440.076
Total IIC inmobiliarias	30.678	26.155	6.773	6.773	5.849	5.142	5.139	5.118
Fondos de inversión inmobiliaria	29.735	25.218	5.750	5.750	4.798	4.090	4.093	4.072
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	937	1.023	1.023	1.051	1.052	1.046	1.046
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	761.380	819.485	1.067.708	1.067.708	1.037.958	1.263.915	1.233.507	-
Fondos extranjeros comercializados en España	177.832	163.805	204.067	204.067	194.846	228.201	219.098	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	583.548	655.680	863.641	863.641	843.112	1.035.714	1.014.409	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2014. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III ¹	IV ²
Total IIC de carácter financiero	155.982,6	147.722,2	184.300,9	184.300,9	198.351,8	212.946,1	223.212,3	224.778,1
Fondos de inversión ³	132.368,6	124.040,4	156.680,1	156.680,1	169.513,6	182.735,8	192.199,6	193.785,4
Sociedades de inversión	23.614,0	23.681,8	27.620,8	27.620,8	28.838,2	30.210,3	31.012,7	30.992,7
Total IIC inmobiliarias	4.807,1	4.485,5	4.536,2	4.536,2	4.464,0	4.354,7	4.317,5	3.958,1
Fondos de inversión inmobiliaria	4.494,6	4.201,5	3.682,6	3.682,6	3.614,7	3.525,8	3.495,1	3.137,9
Sociedades de inversión inmobiliaria	312,5	284,1	853,7	853,7	849,3	828,9	822,4	820,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	29.969,5	38.075,3	54.727,2	54.727,2	60.859,6	68.004,5	72.631,0	-
Fondos extranjeros comercializados en España	6.382,9	6.271,5	8.523,2	8.523,2	9.151,9	9.613,9	10.344,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	23.586,6	31.803,8	46.204,0	46.204,0	51.707,6	58.390,6	62.286,3	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: octubre de 2014. Estos datos son de remisión trimestral para IIC extranjeras, por lo que los meses que no coinciden con fin de trimestre no hay dato disponible.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en septiembre de 2014, del orden de 5.200 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

a En las referencias a los «Fondos de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
Patrimonio	132.368,6	124.040,4	156.680,1	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8	192.199,6
Cartera de inversiones financieras	126.370,0	118.446,5	149.343,3	137.908,9	149.343,3	161.847,5	174.368,0	181.660,6
Cartera interior	90.394,4	82.929,6	108.312,7	100.290,1	108.312,7	113.479,1	118.229,2	118.676,1
Valores representativos de deuda	72.076,1	65.999,1	79.480,4	74.392,1	79.480,4	82.222,1	84.391,7	83.033,9
Instrumentos de patrimonio	3.087,0	3.140,8	5.367,4	4.328,2	5.367,4	6.479,8	7.685,0	8.287,4
Instituciones de inversión colectiva	6.038,5	3.170,7	4.498,1	4.066,6	4.498,1	4.973,1	5.432,6	5.580,8
Depósitos en EECC	8.961,2	10.333,3	18.443,7	17.078,0	18.443,7	19.264,4	20.102,2	21.150,6
Derivados	231,5	285,7	523,0	425,1	523,0	523,3	602,4	609,3
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,3	15,2	14,1
Cartera exterior	35.968,1	35.512,7	41.029,5	37.616,5	41.029,5	48.367,5	56.138,0	62.983,2
Valores representativos de deuda	22.713,5	20.493,9	20.312,8	19.303,0	20.312,8	24.821,9	28.967,5	33.079,9
Instrumentos de patrimonio	7.037,3	7.668,6	11.034,2	9.531,3	11.034,2	12.343,9	13.379,4	13.201,6
Instituciones de inversión colectiva	6.061,6	7.112,3	9.286,0	8.461,8	9.286,0	10.747,8	13.266,4	16.032,9
Depósitos en EECC	23,0	45,8	45,6	36,2	45,6	37,6	37,9	238,8
Derivados	131,6	191,6	350,9	284,0	350,9	410,9	481,3	424,4
Otros	1,1	0,6	0,0	0,0	0,0	5,5	5,5	5,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,5	4,2	1,2	2,4	1,2	0,9	0,8	1,3
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	5.837,6	5.374,7	7.062,3	7.034,6	7.062,3	7.651,2	8.485,2	10.342,1
Neto deudores/acreedores	161,1	219,2	274,4	225,0	274,4	14,9	-117,3	196,8

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	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Patrimonio	23.614,0	23.681,8	27.620,8	26.103,4	27.620,8	28.838,2	30.210,3	31.012,7
Cartera de inversiones financieras	22.521,9	22.512,4	26.105,6	24.596,6	26.105,6	27.223,3	28.425,9	28.549,7
Cartera interior	12.385,3	11.568,0	12.118,9	12.370,8	12.118,9	12.081,9	12.086,1	11.564,1
Valores representativos de deuda	7.460,8	6.021,4	6.304,3	6.342,6	6.304,3	6.253,8	5.964,2	5.286,4
Instrumentos de patrimonio	2.508,5	2.271,7	3.005,5	2.696,3	3.005,5	3.184,6	3.372,5	3.457,5
Instituciones de inversión colectiva	667,4	701,0	1.134,9	1.031,8	1.134,9	1.317,5	1.462,4	1.486,0
Depósitos en EECC	1.721,7	2.531,9	1.645,4	2.258,6	1.645,4	1.298,4	1.256,8	1.306,6
Derivados	-5,2	7,7	1,4	9,9	1,4	-1,8	-1,5	-3,3
Otros	32,2	34,3	27,4	31,6	27,4	29,3	31,8	30,9
Cartera exterior	10.131,1	10.940,2	13.985,1	12.223,4	13.985,1	15.137,9	16.337,0	16.982,7
Valores representativos de deuda	3.070,6	2.489,2	2.613,7	2.154,8	2.613,7	2.963,3	3.352,8	3.568,2
Instrumentos de patrimonio	3.384,3	3.587,8	5.085,5	4.372,5	5.085,5	5.476,2	5.822,3	6.004,4
Instituciones de inversión colectiva	3.516,3	4.700,2	6.119,8	5.536,6	6.119,8	6.559,8	7.026,6	7.285,8
Depósitos en EECC	10,8	14,0	5,5	8,6	5,5	6,3	4,7	0,8
Derivados	145,1	147,1	152,5	144,7	152,5	124,2	122,4	115,7
Otros	3,9	1,8	8,1	6,2	8,1	8,1	8,2	7,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,5	4,3	1,5	2,4	1,5	3,5	2,7	2,9
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	854,6	959,7	1.302,0	1.300,3	1.302,0	1.408,3	1.605,4	2.153,9
Neto deudores/acreedores	237,4	209,6	213,1	206,4	213,1	206,5	178,9	309,0

1 Datos provisionales.

	2011	2012	2013	2013	2014		III	IV ²
				IV	I	II		
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.310	2.185	2.045	2.045	2.037	2.023	1.959	1.971
Renta fija ³	508	454	384	384	374	375	367	366
Renta fija mixta ⁴	140	125	122	122	119	119	117	120
Renta variable mixta ⁵	128	117	128	128	127	126	125	127
Renta variable euro	148	127	108	108	103	104	103	104
Renta variable internacional	220	211	193	193	190	190	186	187
Garantizado renta fija	351	398	374	374	355	336	303	297
Garantizado renta variable ⁶	420	361	308	308	307	297	275	278
Fondos globales	203	192	162	162	160	163	165	168
De gestión pasiva	59	85	169	169	205	217	222	225
Retorno absoluto	133	115	97	97	97	96	96	99
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	5.050.719	5.410.205	5.814.175	6.134.711	6.218.102
Renta fija ³	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.508.009	1.612.002	1.712.748	1.818.308	1.861.032
Renta fija mixta ⁴	206.938	188.574	240.676	240.676	314.879	425.424	506.220	542.509
Renta variable mixta ⁵	145.150	138.096	182.223	182.223	211.810	252.255	313.796	329.842
Renta variable euro	237.815	220.450	293.193	293.193	323.474	347.335	384.252	380.230
Renta variable internacional	448.539	398.664	457.606	457.606	531.270	601.531	651.495	666.235
Garantizado renta fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.002.458	871.622	796.983	744.545	712.531
Garantizado renta variable ⁶	912.298	727.880	608.051	608.051	613.296	602.530	577.616	571.155
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	128.741	146.223	168.796	195.290	202.504
De gestión pasiva	100.416	125.003	441.705	441.705	575.262	673.166	692.827	692.420
Retorno absoluto	229.097	173.297	188.057	188.057	210.367	233.407	250.362	259.644
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	156.680,1	169.513,6	182.735,8	192.199,6	193.785,4
Renta fija ³	46.945,5	40.664,6	55.058,9	55.058,9	59.381,8	62.740,7	66.841,2	68.736,7
Renta fija mixta ⁴	5.253,6	5.500,9	8.138,0	8.138,0	10.600,2	15.666,0	19.917,0	21.448,9
Renta variable mixta ⁵	2.906,1	3.179,9	6.312,4	6.312,4	7.648,6	9.242,9	11.668,9	12.162,3
Renta variable euro	4.829,2	5.270,2	8.632,8	8.632,8	7.753,1	8.601,7	8.693,6	8.479,5
Renta variable internacional	6.281,2	6.615,0	8.849,0	8.849,0	11.693,7	12.426,8	12.151,9	11.687,6
Garantizado renta fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	31.481,2	27.529,5	24.920,1	23.122,1	21.899,1
Garantizado renta variable ⁶	18.014,5	14.413,2	12.503,8	12.503,8	12.810,3	12.940,7	12.497,2	12.277,2
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.528,1	5.007,9	5.650,3	6.255,6	6.450,3
De gestión pasiva	1.986,2	2.991,2	16.515,9	16.515,9	21.847,0	24.898,6	24.971,5	24.489,2
Retorno absoluto	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.659,9	5.241,5	5.648,0	6.080,4	6.154,6

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

2 Datos disponibles: octubre de 2014.

3 Desde el tercer trimestre de 2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Hasta el segundo trimestre de 2011 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y monetarios.

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

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

6 Incluye Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

	2011	2012	2013	2013	2014			
				IV	I	II	III	IV ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	5.050.719	5.410.205	5.814.175	6.134.711	6.218.102
Personas físicas	4.706.193	4.293.071	4.906.380	4.906.380	5.254.889	5.649.064	5.964.341	6.045.176
Residentes	4.645.384	4.237.534	4.848.184	4.848.184	5.194.854	5.587.276	5.900.929	5.981.034
No residentes	60.809	55.537	58.196	58.196	60.035	61.788	63.412	64.142
Personas jurídicas	129.000	117.700	144.339	144.339	155.316	165.111	170.370	172.926
Entidades de crédito	490	473	521	521	589	590	608	620
Otros agentes residentes	127.765	116.589	143.083	143.083	153.950	163.695	168.950	171.494
Entidades no residentes	745	638	735	735	777	826	812	812
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	156.680,1	169.513,6	182.735,8	192.199,6	193.785,4
Personas físicas	106.627,6	101.963,8	125.957,2	125.957,2	135.612,9	145.852,7	153.655,2	154.778,6
Residentes	105.088,0	100.515,7	124.175,3	124.175,3	133.674,6	143.752,0	151.456,3	152.545,8
No residentes	1.539,6	1.448,0	1.781,9	1.781,9	1.938,3	2.100,7	2.198,9	2.232,8
Personas jurídicas	25.741,1	22.076,6	30.722,9	30.722,9	33.900,7	36.883,2	38.544,3	39.006,7
Entidades de crédito	1.446,7	1.075,4	547,6	547,6	519,0	524,5	528,3	577,1
Otros agentes residentes	23.880,7	20.657,1	29.743,3	29.743,3	32.922,7	35.871,5	37.486,3	37.901,8
Entidades no residentes	413,7	344,1	431,9	431,9	459,0	487,1	529,8	527,8

1 Datos disponibles: octubre de 2014.

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.8

Millones de euros	2011	2012	2013	2013	2014			
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	58.145,0	51.006,7	91.115,7	19.197,3	29.650,2	34.856,3	32.927,4	31.564,2
Renta fija	27.206,2	32.924,2	50.154,7	10.626,0	14.459,2	16.218,9	15.222,9	15.127,6
Renta fija mixta	1.332,4	1.440,2	4.569,8	766,6	2.009,3	3.126,7	5.853,9	5.919,4
Renta variable mixta	815,7	590,0	3.021,8	656,0	1.473,2	1.615,8	1.973,9	2.856,4
Renta variable euro	2.085,0	1.257,5	4.082,8	793,8	1.722,5	1.921,3	1.665,8	1.536,4
Renta variable internacional	3.835,1	1.693,8	3.697,4	826,5	1.187,7	1.425,9	1.323,2	1.325,8
Garantizado renta fija	13.965,7	7.976,3	5.964,0	908,8	335,4	287,2	125,2	141,2
Garantizado renta variable	2.570,7	1.420,7	1.937,5	524,5	441,0	1.141,2	966,6	697,3
Fondos globales	3.261,6	1.270,9	2.175,2	439,0	738,7	766,5	836,4	939,5
De gestión pasiva	924,7	1.402,2	13.627,5	3.274,0	6.693,8	7.394,1	4.087,3	2.083,0
Retorno absoluto	2.147,7	1.031,0	1.885,0	382,0	589,5	958,7	872,3	937,7
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	68.983,6	63.744,4	66.982,7	13.330,5	20.845,9	24.786,4	22.161,4	22.735,9
Renta fija	37.633,9	38.767,8	36.371,6	7.187,6	10.072,8	12.585,6	12.265,9	11.449,0
Renta fija mixta	3.258,1	2.215,4	2.510,5	572,2	867,0	803,2	952,2	1.815,7
Renta variable mixta	1.136,2	973,1	1.139,9	236,2	441,0	407,0	534,8	506,7
Renta variable euro	1.933,0	1.421,2	2.352,5	466,1	696,7	966,3	882,9	1.075,8
Renta variable internacional	4.652,7	2.114,4	2.797,2	629,2	757,7	1.003,1	946,7	1.471,4
Garantizado renta fija	6.737,4	8.829,3	10.433,2	1.864,9	4.041,7	4.050,6	2.787,9	1.848,7
Garantizado renta variable	5.632,3	4.944,2	4.007,7	836,3	784,0	1.164,9	1.010,0	1.263,3
Fondos globales	2.316,3	1.278,4	1.327,8	260,7	450,0	352,8	301,9	362,9
De gestión pasiva	1.199,2	830,1	4.089,3	847,5	2.175,2	3.036,8	2.002,4	2.426,8
Retorno absoluto	4.484,7	2.370,4	1.952,8	429,8	559,6	416,0	476,7	515,5

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	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-10.853,1	-14.597,3	24.086,2	5.847,4	8.808,9	10.082,0	10.766,6	8.666,6
Renta fija	-10.423,6	-7.739,7	13.405,0	3.329,4	4.411,2	3.831,2	2.955,3	3.746,7
Renta fija mixta	-1.980,4	-18,8	2.369,7	132,6	1.149,4	2.319,5	4.897,1	4.123,4
Renta variable mixta	-375,5	35,8	2.673,3	668,0	1.340,6	1.216,3	1.441,5	2.350,5
Renta variable euro	142,0	-115,4	1.733,5	328,0	1.025,9	-1.220,2	607,3	288,8
Renta variable internacional	-796,0	-425,3	865,9	175,4	434,9	2.605,7	389,7	-148,1
Garantizado renta fija	7.809,3	-338,8	-6.717,5	-2.334,0	-4.318,7	-4.399,8	-2.796,8	-1.889,9
Garantizado renta variable	-4.053,9	-4.225,9	-2.689,1	-593,3	-491,2	149,1	-72,9	-491,0
Fondos globales	972,2	-1.021,0	-176,7	42,0	40,2	400,7	554,9	563,3
De gestión pasiva	60,8	823,8	12.675,2	4.150,7	5.196,4	4.636,7	2.423,8	-299,1
Retorno absoluto	-2.207,9	-1.571,9	-53,2	-51,4	20,0	542,8	366,7	422,0
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-673,3	6.289,3	8.566,5	3.395,2	2.703,1	2.757,7	2.456,0	806,6
Renta fija	744,9	1.459,6	990,0	315,0	266,9	492,0	403,8	354,0
Renta fija mixta	-85,1	266,1	267,6	122,4	115,2	142,6	168,9	127,6
Renta variable mixta	-189,0	238,2	459,3	203,5	188,5	119,8	152,8	75,4
Renta variable euro	-666,9	558,8	1.629,1	825,7	585,5	340,4	241,4	-196,9
Renta variable internacional	-947,2	759,1	1.368,1	494,9	446,5	239,0	343,4	-126,8
Garantizado renta fija	1.070,4	1.727,4	1.754,3	522,7	295,3	448,1	187,4	92,0
Garantizado renta variable	21,8	624,5	779,8	328,4	227,8	157,5	203,3	47,6
Fondos globales	-307,8	274,9	346,2	153,5	135,1	79,1	87,5	42,0
De gestión pasiva	-163,9	196,8	861,0	380,7	393,0	700,3	627,8	381,3
Retorno absoluto	-150,5	184,1	111,1	48,4	49,4	38,9	39,8	10,4

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,45	6,03	7,37	2,67	2,05	1,97	1,68	0,71
Renta fija	2,28	4,33	2,96	0,84	0,70	1,06	0,86	0,76
Renta fija mixta	-0,15	6,05	5,2	2,10	1,87	1,86	1,63	1,06
Renta variable mixta	-4,30	9,20	11,84	4,93	3,72	2,09	2,24	1,09
Renta variable euro	-10,77	12,84	28,36	13,16	7,93	5,32	3,54	-1,82
Renta variable internacional	-11,05	13,51	21,47	6,94	5,82	2,64	3,46	-0,52
Garantizado renta fija	3,77	5,30	5,8	1,66	1,09	1,81	0,95	0,63
Garantizado renta variable	1,29	5,26	7,34	2,89	2,05	1,60	1,94	0,71
Fondos globales	-4,55	7,80	9,86	4,03	3,51	2,01	1,99	1,01
De gestión pasiva	-6,27	7,99	9,84	4,20	2,99	3,79	2,87	1,73
Retorno absoluto	-0,90	4,93	3,61	1,35	1,39	1,07	1,02	0,49
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,93	0,94	0,98	0,25	0,25	0,24	0,24	0,25
Renta fija	0,64	0,66	0,68	0,17	0,16	0,17	0,17	0,18
Renta fija mixta	1,17	1,10	1,13	0,28	0,29	0,29	0,30	0,30
Renta variable mixta	1,59	1,51	1,51	0,40	0,36	0,36	0,36	0,35
Renta variable euro	1,80	1,77	1,85	0,50	0,47	0,47	0,44	0,44
Renta variable internacional	1,77	1,74	1,83	0,47	0,46	0,43	0,44	0,45
Garantizado renta fija	0,72	0,79	0,86	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Garantizado renta variable	1,24	1,23	1,25	0,31	0,32	0,30	0,30	0,30
Fondos globales	1,11	1,01	1,32	0,36	0,36	0,32	0,30	0,29
De gestión pasiva	0,75	0,81	0,72	0,17	0,19	0,16	0,16	0,16
Retorno absoluto	1,08	1,03	1,13	0,29	0,29	0,28	0,27	0,26
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	0,12	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,12	0,09	0,02	0,02	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	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	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III
Total fondos de inversión	-0,08	5,50	6,50	2,50	1,85	1,71	1,41	0,43
Renta fija	1,56	3,54	2,28	0,65	0,54	0,89	0,67	0,55
Renta fija mixta	-1,34	4,95	4,16	1,85	1,62	1,57	1,34	0,71
Renta variable mixta	-5,64	7,83	10,85	4,78	3,52	1,69	1,89	0,77
Renta variable euro	-11,71	12,31	28,06	13,71	7,99	5,01	3,04	-2,35
Renta variable internacional	-10,83	13,05	20,30	6,87	5,54	2,22	2,92	-0,91
Garantizado renta fija	3,28	4,85	4,96	1,46	0,89	1,56	0,71	0,39
Garantizado renta variable	0,14	5,07	6,15	2,62	1,83	1,26	1,59	0,38
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	3,80	3,25	1,65	1,69	0,68
De gestión pasiva	-7,33	7,10	8,88	4,13	2,58	3,45	2,64	1,49
Retorno absoluto	-1,87	3,84	2,46	1,07	1,04	0,82	0,75	0,18

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2.047	2.427	2.415	2.333	2.415	2.513	2.631	2.649
Patrimonio (millones de euros)	728,1	918,6	1.036,7	994,8	1.036,7	1.172,4	1.261,5	1.316,1
Suscripciones (millones de euros)	201,1	347,6	401,7	132,6	97,0	134,5	125,1	82,2
Reembolsos (millones de euros)	92,5	212,7	414,3	167,0	95,7	44,1	58,5	22,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	108,6	134,8	-12,6	-34,4	1,3	90,4	66,6	60,1
Rendimientos netos (millones euros)	-26,5	55,7	130,0	47,9	40,5	45,3	22,5	-5,5
Rentabilidad (en %)	-2,56	7,17	16,48	5,33	5,41	4,21	1,97	-0,34
Rendimientos de gestión (%) ²	-1,88	8,00	17,22	5,97	4,64	5,02	2,53	-0,06
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,66	1,38	2,87	0,98	0,74	0,94	0,50	0,30
Gastos de financiación (%) ²	0,06	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,09
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.805	3.338	3.022	3.218	3.022	2.994	2.972	2.744
Patrimonio (millones de euros)	573,0	540,0	350,3	418,3	350,3	352,1	354,0	359,4
Suscripciones (millones de euros)	10,6	23,6	4,9	0,0	0,4	1,5	1,5	-
Reembolsos (millones de euros)	120,1	74,3	215,2	50,8	76,3	2,0	4,5	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-109,6	-50,8	-210,3	-50,8	-75,9	-0,5	-3,0	-
Rendimientos netos (millones euros)	-12,3	17,6	20,6	1,2	7,9	2,3	4,9	-
Rentabilidad (en %)	-1,71	0,88	4,39	0,25	1,89	0,66	1,42	2,14
Rendimientos de gestión (%) ³	-0,47	4,56	5,78	0,59	2,28	1,00	1,73	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,25	1,28	1,28	0,31	0,33	0,27	0,28	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: agosto de 2014. Rentabilidad calculada para el periodo junio-agosto.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	2.341	2.205	2.043	2.043	2.049	2.012	1.973	1.959
Sociedades de inversión	3.002	2.922	2.975	2.975	3.000	3.053	3.119	3.135
IIC de IIC de inversión libre	27	24	22	22	21	20	20	-
IIC de inversión libre	35	35	29	29	27	28	31	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	10	10	10	9	9	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	156.680,1	169.513,6	182.735,8	192.199,6	193.785,4
Sociedades de inversión	23.037,6	23.011,0	26.830,1	26.830,1	28.007,0	29.395,0	30.149,9	30.149,2
IIC de IIC de inversión libre ⁴	573,0	539,9	350,3	350,3	352,1	354,0	359,4	-
IIC de inversión libre ⁴	694,7	881,4	1.036,6	1.036,6	1.138,4	1.221,1	1.276,1	-
Fondos de inversión inmobiliaria	4.494,6	4.201,5	3.682,6	3.682,6	3.614,7	3.525,8	3.495,1	3.137,9
Sociedades de inversión inmobiliaria	312,5	284,1	853,7	853,7	849,3	828,9	822,4	820,2

1 Se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otra/s distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: octubre de 2014.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2014: agosto de 2014.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	29.969,5	38.075,3	54.727,2	50.468,8	54.727,2	60.859,6	68.004,5	72.631,0
Fondos	6.382,9	6.271,5	8.523,2	8.284,4	8.523,2	9.151,9	9.613,9	10.344,7
Sociedades	23.586,6	31.803,8	46.204,0	42.184,4	46.204,0	51.707,6	58.390,6	62.286,3
Nº DE INVERSORES								
Total	761.380	819.485	1.067.708	1.002.131	1.067.708	1.037.958	1.263.915	1.233.507
Fondos	177.832	163.805	204.067	194.697	204.067	194.846	228.201	219.098
Sociedades	583.548	655.680	863.641	807.434	863.641	843.112	1.035.714	1.014.409
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	739	754	780	772	780	796	802	810
Fondos	426	421	408	409	408	414	416	415
Sociedades	313	333	372	363	372	382	386	395
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	297	310	320	317	320	325	326	332
Francia	284	272	260	274	260	274	276	274
Irlanda	87	90	102	97	102	109	109	113
Alemania	20	31	32	30	32	32	33	33
Reino Unido	19	22	22	22	22	24	26	26
Holanda	1	1	2	2	2	2	2	2
Austria	25	23	24	24	24	24	24	24
Bélgica	5	3	4	4	4	4	4	4
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	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

	2011	2012	2013	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV ²
FONDOS								
Número	6	6	6	6	6	6	6	6
Participes	29.735	25.218	5.750	5.750	4.798	4.090	4.093	4.072
Patrimonio (millones de euros)	4.494,6	4.201,5	3.682,6	3.682,6	3.614,7	3.525,8	3.495,1	3.137,9
Rentabilidad (%)	-3,23	-5,53	-11,28	-5,15	-1,59	-2,31	-0,85	-0,24
SOCIEDADES								
Número	8	8	10	10	10	9	9	9
Accionistas	943	937	1.023	1.023	1.051	1.052	1.046	1.046
Patrimonio (millones de euros)	312,5	284,1	853,7	853,7	849,3	828,9	822,4	820,2

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

2 Datos disponibles: octubre de 2014. En este caso, la rentabilidad es mensual.

