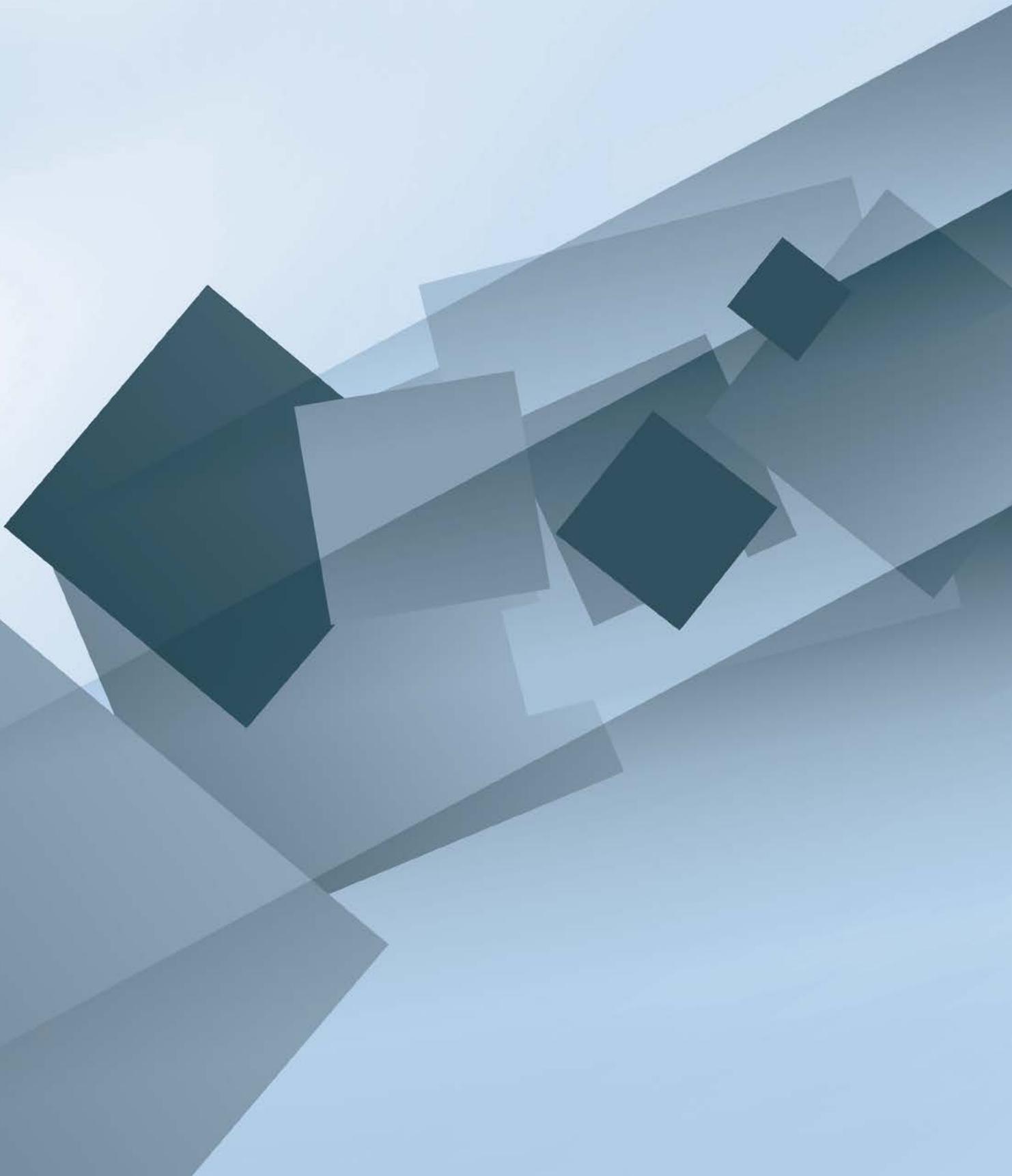




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre I  
2015





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre I  
2015**

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

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

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

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>9</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>65</b>
	Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2013	67
	Tania Astibia Rubio y Sergio Rodríguez Cuadrado	
	Las plataformas digitales de financiación participativa ( <i>crowdfunding</i> ): características, desarrollo reciente e iniciativas reguladoras	87
	María del Rosario Martín Martín y Sonia Vadillo Cortázar	
	Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color	109
	M. <sup>a</sup> Isabel Cambón Murcia	
	Comparación de la rentabilidad ofrecida por los fondos con objetivo concreto de rentabilidad de renta fija y los fondos garantizados de renta fija	123
	Silvia García González	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>133</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>147</b>



## Siglas y acrónimos

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

ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva
MTS	Market for Treasury Securities
MOU	Memorando de entendimiento / Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PRIIP	Productos de inversión minorista empaquetados y productos de inversión basados en seguros / Packaged retail investment products and insurance-based investment products
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital-riesgo
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
UCITS	Instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV

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



# Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
	2.1 La evolución económica y financiera internacional	16
	2.2 La evolución económica y financiera nacional	24
	2.3 Perspectivas	33
3	La evolución de los mercados nacionales	34
	3.1 Los mercados bursátiles	34
	3.2 Los mercados de renta fija	42
4	Los agentes de los mercados	48
	4.1 Vehículos de inversión	48
	4.2 Empresas de servicios de inversión	53
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	60
	4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo	61

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Resultados de las pruebas de evaluación global de las entidades de crédito	28
Recuadro 2:	Primer informe de ESMA sobre negociación de alta frecuencia (HFT, <i>High Frequency Trading</i> ) en Europa	41
Recuadro 3:	Consulta de la CNMV relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos	59
Recuadro 4:	La nueva ley de entidades de capital riesgo y la modificación de la ley de instituciones de inversión colectiva	63



# 1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico internacional de los últimos meses se ha caracterizado por el mantenimiento de diferentes ritmos de crecimiento de la actividad, que ha sido más intenso en las regiones emergentes y en EE. UU., y por el fuerte descenso de la inflación debido a la caída del precio del petróleo. Este escenario sigue cimentando los tonos marcadamente expansivos de las políticas monetarias emprendidas por los bancos centrales en las economías avanzadas, si bien desde hace meses se observan diferencias notables en el ámbito de las medidas no convencionales. Entre ellas, destacó sin duda el anuncio del BCE de extender el programa de compras de deuda en el mercado, por un importe mensual de 60 mil millones de euros, al menos hasta septiembre de 2016. Este anuncio, efectuado en enero, tuvo un efecto balsámico sobre los mercados financieros, que prácticamente no se vieron afectados por la incertidumbre asociada al cambio de Gobierno en Grecia y al proceso de renegociación de su deuda.
- Así, en los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo, que habían finalizado 2014 con niveles mínimos en la mayoría de las economías avanzadas, siguieron a la baja durante los primeros meses de 2015<sup>1</sup>. En la zona euro estas rentabilidades se situaban en varias economías por debajo del 0,5 %, descontando ya algunos de los efectos del programa de compra de deuda del BCE. Las primas de riesgo de crédito soberano también se redujeron hasta niveles similares o inferiores a los existentes antes del primer episodio de turbulencias de la crisis de deuda soberana, en mayo de 2010, y casi no se vieron afectadas por la incertidumbre originada en Grecia.
- Los principales índices de renta variable internacional mostraron revalorizaciones intensas durante el primer trimestre del año, excepto los índices estadounidenses, cuya tendencia fue más estable. Los aumentos de los precios fueron mucho más elevados en los índices de la zona euro, en contraposición con las fuertes caídas de los últimos meses de 2014, impulsados por la mejora de las perspectivas económicas en Europa (que se beneficiaron a su vez del fuerte descenso del precio del petróleo) y la extensión del programa de compras de activos anunciada por el BCE en enero. Cabe señalar que la incertidumbre asociada al cambio de Gobierno en Grecia y al proceso de renegociación de su deuda pública no tuvo un impacto relevante en los precios ni en la volatilidad de los mercados de renta variable, que solo mostró aumentos puntuales. La mayoría de los índices de la zona euro se revalorizó más de un 16 % en el primer trimestre del año.

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 13 de marzo.

- El PIB de la economía española creció un 0,7 % en el último trimestre de 2014 (2 % en términos anuales), elevando el avance medio del ejercicio hasta el 1,4 %. Este incremento, que rompe el patrón contractivo de los últimos años, fue superior al de la zona euro (1,1 %), algo que no ocurría desde 2008. También se observó un cambio de patrón en la composición del crecimiento, en el que destacó la contribución positiva de la demanda nacional (2,2 puntos porcentuales). La mejora de la actividad se tradujo en un ligero aumento del empleo (1,2 % de media en 2014) y en una leve caída de la tasa de paro (de dos puntos, hasta el 23,7 % de la población activa). En relación con la evolución de los precios, destaca la caída notable de la inflación anual hasta valores negativos como consecuencia del abaratamiento de los carburantes (la inflación subyacente se mantiene cerca de cero). En el ámbito de las AA. PP. el déficit de 2014 se aproximará al objetivo del Gobierno (5,5 % del PIB), según el consenso del mercado.
- El sistema bancario español, que superó de forma satisfactoria las pruebas de evaluación del sector previas al inicio del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), está desarrollando su actividad en un entorno algo más favorable, que supone mejoras en su cuenta de resultados y leves descensos de la morosidad. La financiación al sector privado de la economía continuó cayendo, aunque a ritmos cada vez menores, observándose una mayor predisposición de las entidades a la hora de conceder nuevos créditos.
- La recuperación de la actividad repercutió positivamente en los resultados de las sociedades cotizadas no financieras, que en términos agregados se situaron en 17.507 millones de euros en 2014, un 64,8 % más que en 2013. Por sectores, destacó la mejora de los resultados en el sector de la construcción y las sociedades inmobiliarias, tras las fuertes pérdidas de los últimos años. Además, disminuyó el nivel de deudas agregado, un 7 %, hasta los 255 mil millones, en línea con el proceso de desapalancamiento del sector privado de los últimos años.
- La evolución de los mercados nacionales de renta variable en el primer trimestre de 2015 se caracterizó por la revalorización de las acciones (el Ibex 35 avanzó un 7,3 %), en contraste con las pérdidas de los últimos meses de 2014. El comportamiento alcista de los mercados transitó por algunos momentos de mayor volatilidad pero, en general, reflejó la mejora de las perspectivas sobre la economía española y, también, anticipó algunos de los efectos del nuevo programa de compra de activos del BCE. Asimismo, se observó un incremento notable del volumen de emisiones de acciones, que superó los quince mil millones de euros en los tres primeros meses de 2015 (cerca de la mitad de todo lo emitido en 2014), y también de la negociación, cuyo importe se situó en 202,8 mil millones (un 33,4 % más).
- Los mercados de renta fija nacionales mantuvieron durante el primer trimestre del año la tónica observada en 2014 y apenas se vieron perturbados por la incertidumbre generada en Grecia. Así, se observaron descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda pública y de renta fija privada tanto a corto como a largo plazo, hasta nuevos mínimos históricos, anticipando en parte algunos de los efectos del nuevo programa de compras de deuda del BCE. Las primas de riesgo de crédito presentaron ciertos altibajos en los primeros

meses de 2015 pero en general acabaron el trimestre en valores inferiores a los de finales de 2014 (por debajo de los 100 p. b. tanto en el sector público como en el privado). La mejora de las condiciones de financiación de las entidades permitió un aumento significativo del volumen de emisiones de renta fija registradas en la CNMV, que en el primer trimestre del año se situó en 27.615 millones de euros (un 68,4 % más que en 2014<sup>2</sup>).

- La industria de la inversión colectiva experimentó un avance significativo en 2014, consolidándose el cambio de tendencia que comenzó en 2013. La escasa rentabilidad de productos tradicionales de inversión, como los depósitos bancarios, hizo que muchos inversores buscaran alternativas más atractivas en los fondos de inversión. Así, el patrimonio de estos productos aumentó un 26,8 % en 2014, hasta los 198,7 mil millones de euros, lo que repercutió positivamente en los beneficios de las sociedades gestoras de IIC, que crecieron un 20,4 %. También se observó un repunte significativo en el volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España, que quedó cerca de los 79 mil millones (más del 25 % del total comercializado en nuestro país).
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) mejoró notablemente durante el año 2014 debido al dinamismo de sus principales líneas de negocio, entre las que destacaron la comercialización de IIC y el aseguramiento y la colocación de emisiones. En términos agregados, los beneficios antes de impuestos de las ESI crecieron más de un 40 %, hasta los 306 millones de euros, y el número de entidades en pérdidas se redujo hasta ocho, cuatro menos que en 2013. El negocio de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) también evolucionó de forma favorable en 2014, con un incremento del 21,3 % del volumen de patrimonio asesorado, hasta los 21,4 mil millones de euros. Las condiciones de solvencia del sector, cuyo cálculo y obligaciones de información fueron modificados por el Reglamento UE 575/2013 y por la Circular 2/2014 de la CNMV, continuaron siendo satisfactorias.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
  - El primer recuadro describe los resultados de las pruebas de evaluación global de las entidades de crédito realizadas antes de la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), a finales de 2014.
  - El segundo recuadro resume las principales evidencias encontradas por el primer informe sobre negociación de alta frecuencia (HFT, *High Frequency Trading*) en Europa elaborado por ESMA.
  - El tercero expone las principales características de la consulta de la CNMV relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos.
  - Finalmente, el cuarto recuadro detalla la nueva ley de entidades de capital riesgo y la modificación de la ley de instituciones de inversión colectiva.

---

2 Este incremento disminuye hasta el 41,8 % si se excluyen las emisiones efectuadas por la SAREB.

## 2 Entorno macrofinanciero

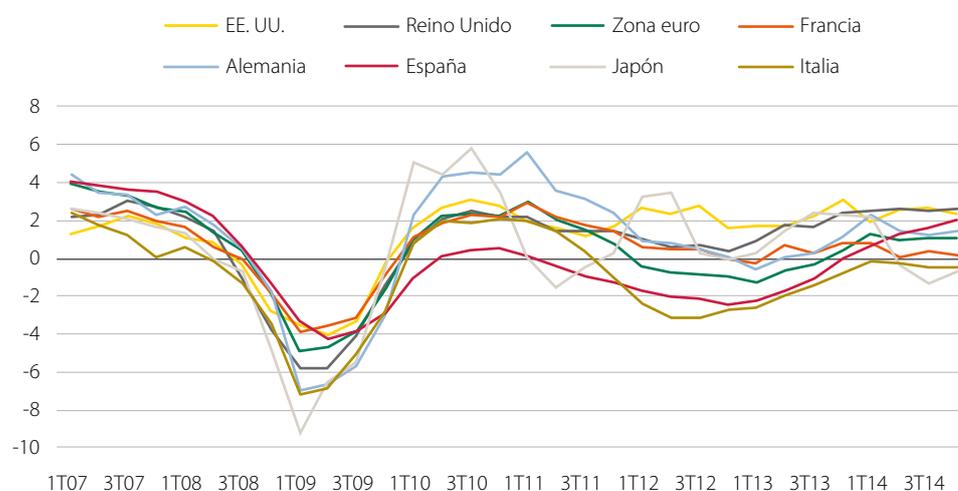
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*El PIB mundial creció un 3,3 % en 2014, igual que en 2013, debido al avance de las economías emergentes (4,4 %) y, en menor medida, al de las avanzadas (1,8 %).*

La economía mundial creció a un ritmo del 3,3 % en 2014, el mismo que en 2013, debido a un avance del 1,8 % en el conjunto de las economías avanzadas y del 4,4 % en el de las economías emergentes. En las primeras, destacó el crecimiento del PIB en el Reino Unido (2,6 %) y en EE. UU. (2,4 %), así como la leve recuperación de la actividad en la zona euro, que pasó de caer un 0,4 % en 2013 a incrementarse un 1,1 % en 2014. No obstante, como se observa en el gráfico 1, la senda y la intensidad de la recuperación fueron algo heterogéneas entre las economías del área del euro. Alemania y España mostraron los avances más elevados, cercanos al 1,5 % en media anual, mientras que en Francia esta media fue mucho más reducida (del 0,4 %) y en Italia negativa (-0,4 %). En el ámbito de las economías emergentes, el crecimiento del PIB continuó liderado por las economías asiáticas (6,5 %), a pesar de la leve desaceleración de la actividad en China (que pasó del 7,7 % en 2013 al 7,4 % en 2014). Otras economías emergentes mostraron una desaceleración mayor del crecimiento a causa de algunos conflictos geopolíticos y, en el tramo final del año, del descenso en el precio del petróleo. Este fue el caso de Rusia, cuyo crecimiento pasó del 1,3 % en 2013 al 0,6 % en 2014, y de algunas economías latinoamericanas.

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

*Fuerte caída de la inflación en la mayoría de las economías avanzadas por el retroceso del precio del petróleo...*

Las tasas de inflación han descendido con intensidad en la mayoría de las economías avanzadas desde mediados de 2014 como consecuencia, fundamentalmente, de la caída del precio del petróleo<sup>3</sup>. Los niveles de inflación más reducidos se observaban en la zona del euro, donde la tasa anual se situaba en valores negativos desde diciem-

<sup>3</sup> El precio del barril de petróleo se redujo desde niveles cercanos a 115 dólares a mediados de junio de 2014 hasta mínimos de 45 dólares a mediados de enero de 2015, lo que supone un descenso acumulado del 60 %. A mediados de marzo el precio del barril se situaba en niveles algo superiores, cercanos a los 60 dólares.

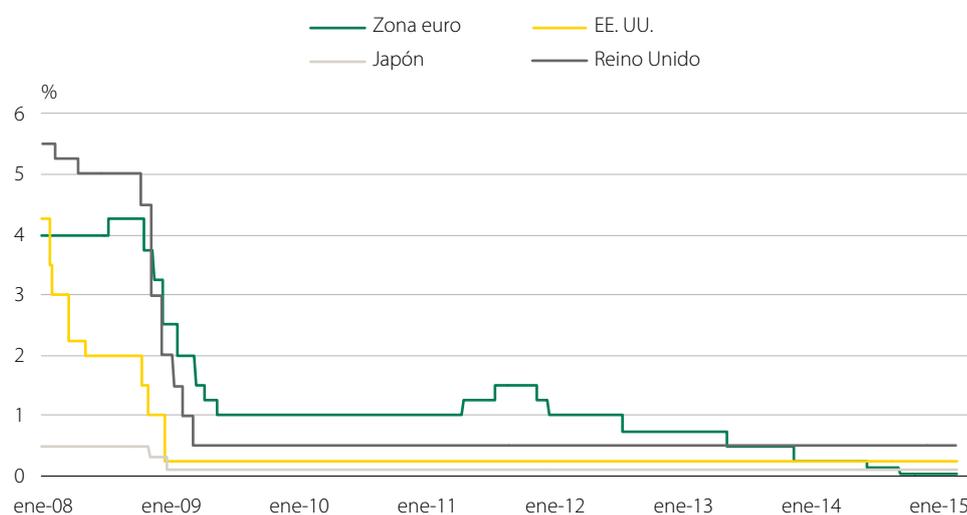
bre (-0,2 % en diciembre y -0,6 % en enero), y en EE. UU., donde la tasa anual también caía en terreno negativo en enero (-0,2 %). En el Reino Unido la inflación se situaba en niveles algo más elevados (0,3 %) y en Japón, donde había repuntado en abril de 2014 hasta el 3,4 % como consecuencia de un incremento del IVA, descendió en los meses posteriores hasta tasas del 2,4 %. La evolución de las tasas subyacentes, que descuentan la evolución de los componentes más volátiles, ha sido mucho más estable, aunque ligeramente descendente durante los últimos meses.

El tono de las políticas monetarias de las grandes economías avanzadas continuó siendo ampliamente expansivo, pero con diferencias notables en las decisiones de los bancos centrales, sobre todo en el ámbito de las medidas no convencionales. Estas diferencias se explican por situaciones también diferentes en relación con la actividad, el empleo y la inflación. En el caso de la zona del euro, donde se percibe un incremento del riesgo de deflación y la actividad no muestra aún el dinamismo deseado, el BCE realizó en enero de 2015 un anuncio que los mercados esperaban desde hacía varias semanas: la ampliación del alcance de las medidas adoptadas en 2014<sup>4</sup>, concretamente la extensión del programa de compras de activos a bonos emitidos por las administraciones centrales de la zona euro (bonos soberanos), las agencias y las instituciones europeas. Según la entidad europea, el importe mensual de las compras de activos ascenderá a 60 mil millones de euros desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016 como mínimo. El diseño de este programa de expansión cuantitativa (Quantitative Easing-QE), cuya naturaleza es similar a la de otros programas no convencionales adoptados en su momento por la Reserva Federal, está dirigido al cumplimiento del objetivo de estabilidad de precios.

... que sigue justificando los tonos expansivos de las políticas monetarias, aunque se observan diferencias en el ámbito de las medidas no convencionales. En esta parcela destacó el anuncio en enero por parte del BCE de un programa de compras de deuda de 60 mil millones de euros al mes hasta septiembre de 2016.

## Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

4 En 2014, el BCE redujo los tipos de interés oficiales en dos ocasiones hasta un mínimo histórico del 0,05 % (en junio y en septiembre) y adoptó un conjunto de medidas no convencionales, entre las que incluyó nuevos programas de compras de activos privados (cédulas y determinadas titulizaciones) y de financiación a largo plazo (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.

*Por su parte, la Reserva Federal dio por finalizado un programa similar a finales de 2014 y estudia el momento de subir los tipos de interés.*

*En los mercados internacionales de deuda las rentabilidades de la deuda a largo plazo, en mínimos históricos en muchas de las economías, se estabilizaron en EE. UU. y el Reino Unido pero siguieron descendiendo en la zona del euro.*

*Las primas de riesgo soberano no mostraron variaciones significativas, poniéndose de manifiesto el fuerte descenso del efecto contagio, tan presente en episodios anteriores de turbulencias.*

*En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo siguieron siendo reducidas pero se observó un cierto repunte en el segmento de bonos de peor calidad crediticia (high yield).*

En EE. UU., por el contrario, la Reserva Federal decidió finalizar su programa de compras de activos en la reunión del FOMC (Federal Open Market Committee) de finales de octubre de 2014. La Fed ha indicado que los tipos de interés oficiales, que vienen situándose entre el 0 % y el 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. Así pues, se abre una nueva etapa en la que el mercado estará pendiente de esa posibilidad. El consenso de los analistas espera ese incremento durante el segundo semestre de 2015.

En los mercados internacionales de deuda las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo, que finalizaron el año 2014 en niveles mínimos en la mayoría de las economías avanzadas, tendieron a estabilizarse en EE. UU. y el Reino Unido pero en la zona del euro prolongaron su tendencia descendente durante los primeros meses de 2015. La tendencia de las rentabilidades de los bonos europeos adelantó, al menos en parte, algunos de los efectos del nuevo programa de compras de deuda anunciado por el BCE en enero. Así, a mediados de marzo, las rentabilidades seguían siendo algo más elevadas en EE. UU. y en el Reino Unido (2,1 % y 1,7 % respectivamente), mientras que en los países de la zona del euro se situaban en niveles muy reducidos. De hecho, en varias economías europeas como Alemania, Francia, Holanda y Bélgica, estas rentabilidades se mantenían por debajo del 0,5 %, al mismo tiempo que en España e Italia se situaban en niveles inferiores al 1,2 % (véase panel superior del gráfico 3). Las condiciones de liquidez de estos instrumentos empeoraron ligeramente durante los primeros meses de 2015, pero no se observó un incremento significativo de su volatilidad (solo destacó en el bono griego), ni siquiera en los días de mayor incertidumbre, relacionados con el cambio de Gobierno en Grecia y el proceso de renegociación de la deuda de este país (véanse paneles inferiores del gráfico 3).

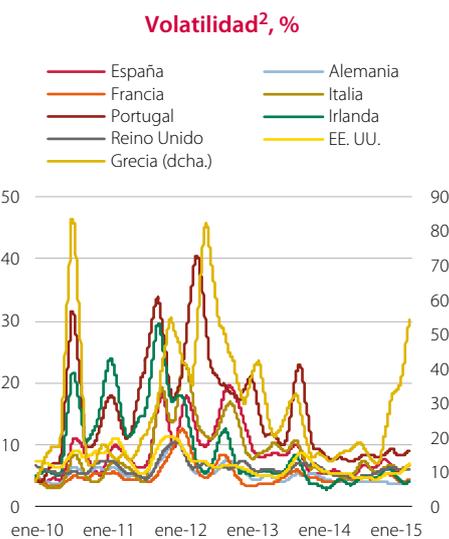
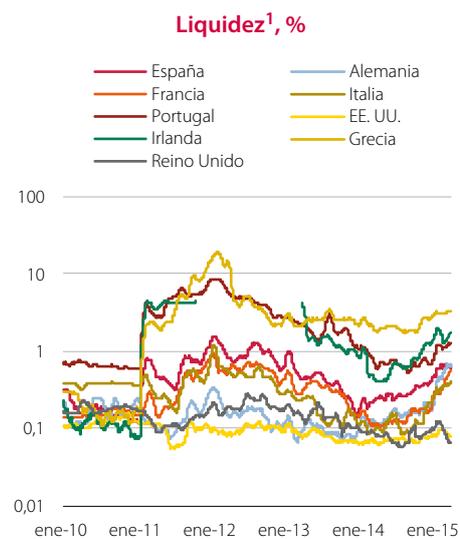
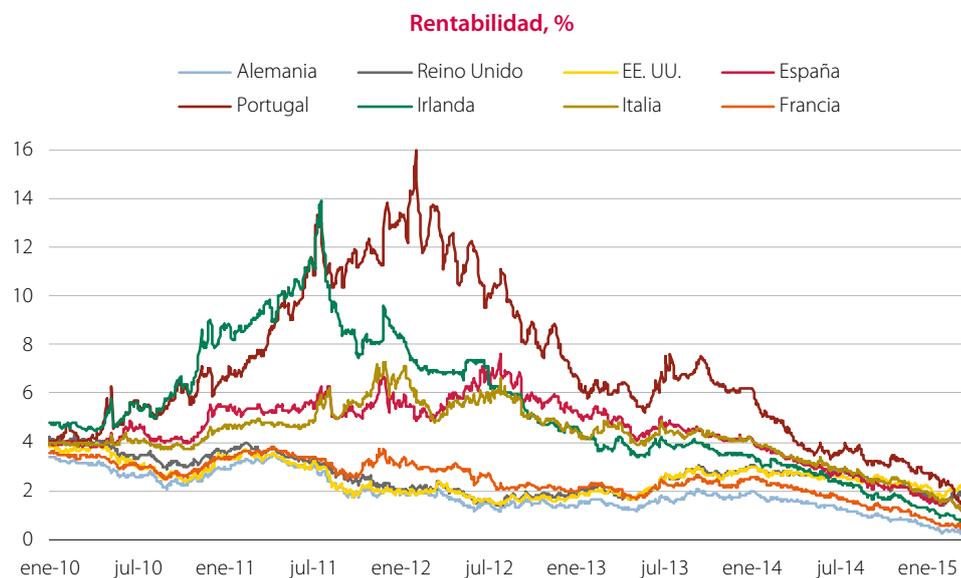
Las primas de riesgo de las economías europeas de la periferia, que habían descendido sensiblemente desde los máximos de mediados de 2012, no mostraron oscilaciones relevantes durante los primeros meses de 2015. La evolución reciente de las primas pone así de manifiesto una desvinculación entre los movimientos de las referencias de la deuda pública griega y los de las deudas soberanas emitidas en el resto de las economías europeas, al contrario de lo observado en episodios de turbulencias de años anteriores. En los primeros meses de 2015, la inestabilidad relacionada con el nuevo Gobierno griego y el proceso de renegociación de su deuda no se tradujo en incrementos de las rentabilidades ni de las primas de riesgo del resto de las economías europeas. Únicamente afectó a las referencias de la economía griega, donde la prima de riesgo soberano y la volatilidad del bono de deuda a largo plazo alcanzaron máximos de los últimos dos años (véanse gráficos 3 y 4).

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia (*high yield*) siguieron siendo reducidas por el predominio de las estrategias basadas en la búsqueda de mayor rentabilidad (*search for yield*). Sin embargo, sí se observó una cierta reversión de esta tendencia desde junio del año pasado, que fue retomándose durante el primer trimestre de 2015. Como se aprecia en los paneles del gráfico 5, el incremento acumulado de las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia se situó cerca de los 145 p. b. en EE. UU. y de los 180 p. b. en Europa. También se incrementó la prima de riesgo de la deuda

privada de calidad intermedia en EE. UU. (63 p. b.). Por el contrario, las primas de riesgo de los instrumentos de mayor calidad (AAA) permanecieron más estables, cerca de los 55 p. b. en EE. UU. y de los 45 p. b. en Europa.

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

GRÁFICO 3

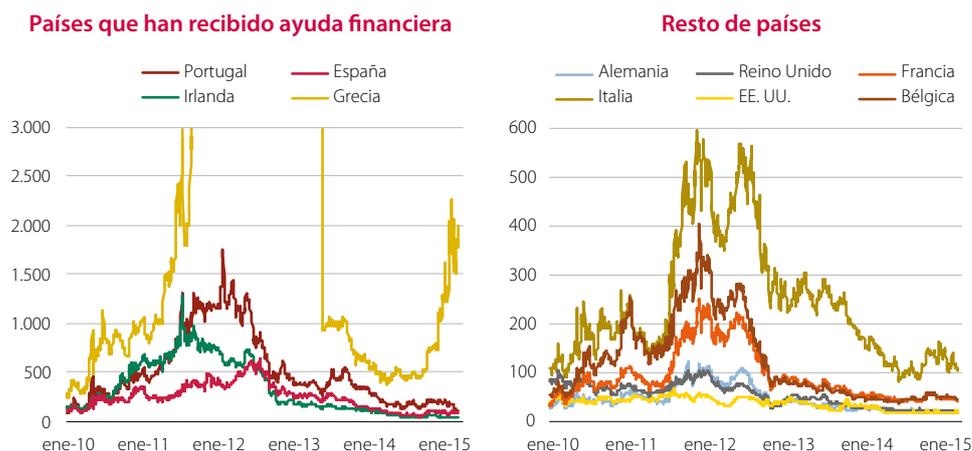


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo.

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

## Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a cinco años, p. b.)

GRÁFICO 4

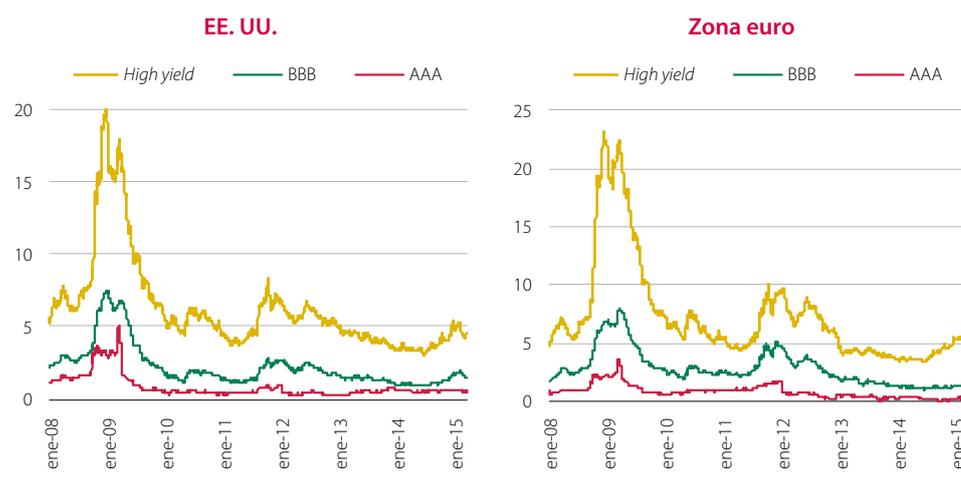


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

## Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

### Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales<sup>1</sup>



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

<sup>1</sup> En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

*Las emisiones netas de deuda están aumentando en los mercados internacionales, con estancamiento en las emisiones soberanas y mayor dinamismo en las emisiones del sector privado...*

*... especialmente en el conjunto de entidades no financieras.*

Las emisiones netas de deuda efectuadas en los mercados internacionales ascendieron a 3,26 billones de dólares en 2014, lo que supone un 8,9 % más que en 2013. Este avance se explica por el incremento de las emisiones del sector privado, ya que las emisiones netas de deuda soberana, que ascendieron a dos billones de dólares, permanecieron prácticamente en los mismos niveles de 2013 (-0,4 %). En general, la consolidación fiscal de las economías avanzadas más grandes ha dado lugar a descensos en las emisiones netas de deuda durante los últimos años. Estas emisiones habían alcanzado un máximo cercano a los seis billones de dólares en 2010.

En cuanto a las emisiones efectuadas por el sector privado, destacan por su volumen las procedentes de las sociedades no financieras (véanse paneles del gráfico 6). En términos netos estas emisiones se situaron en 756 mil millones de dólares en 2014 (el 23 % del total), prácticamente el mismo volumen que en 2013

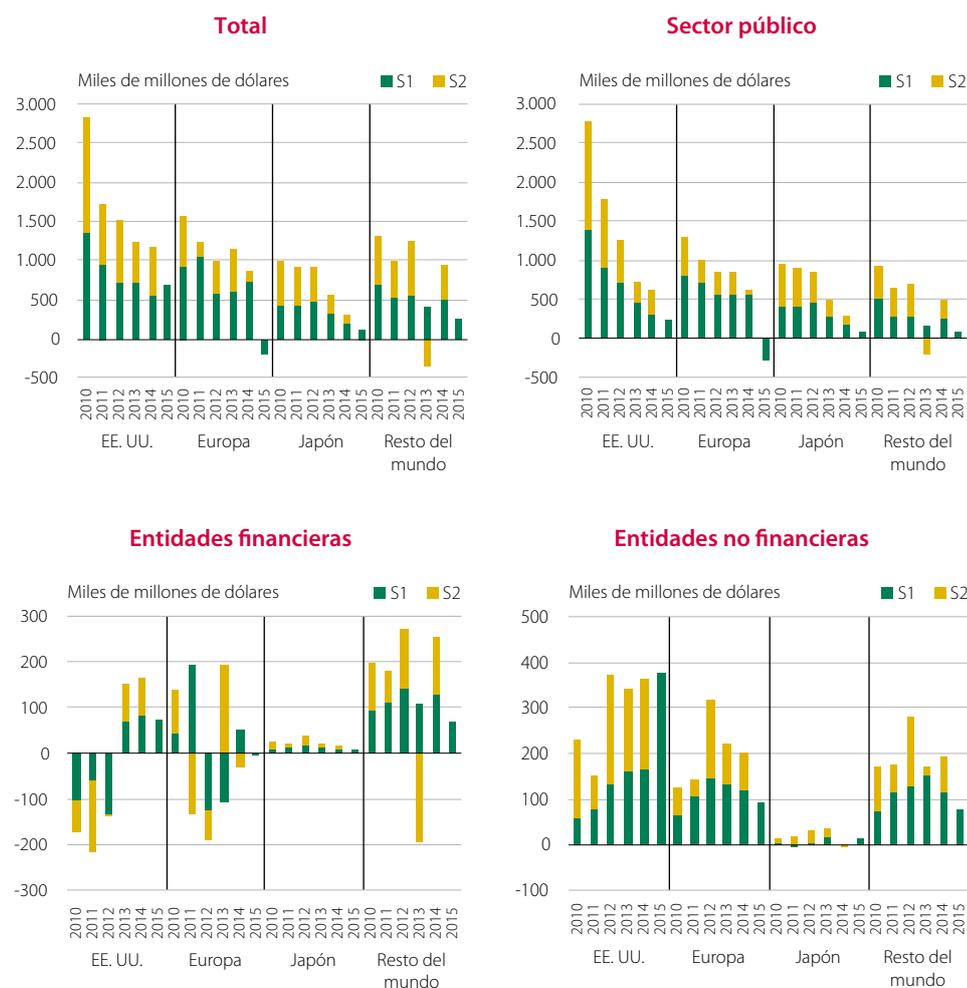
(766 mil millones). Las emisiones de deuda del sector no financiero fueron más elevadas en EE. UU., si bien su volumen también resultó significativo en Europa. En relación con las emisiones netas de las entidades financieras (un 14 % del total), continuó observándose un comportamiento diferente entre las de las entidades europeas y las del resto del mundo. En EE. UU. y en otras áreas económicas se observó un gran dinamismo emisor. Europa, donde el sector financiero está aún digiriendo las consecuencias de la crisis económica de los últimos años y todavía no presenta necesidades de financiación elevadas o puede financiarse por otras vías, fue una excepción.

Estas tendencias se mantuvieron durante los primeros meses de 2015, con la particularidad de que las emisiones de deuda corporativa en EE. UU. se incrementaron de forma significativa. El aumento de estas emisiones, mayoritariamente de deuda calificada como grado inversión (*investment grade*), respondió al deseo de las entidades de financiarse a tipos de interés muy reducidos, en un contexto de abundancia de liquidez exacerbado por las compras de deuda del BCE en los mercados secundarios desde marzo.

*En los primeros meses de 2015 se ha observado un crecimiento significativo de las emisiones de deuda corporativa de alta calidad en EE. UU.*

## Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

Los índices de renta variable se revalorizaron de forma notable en los primeros meses de 2015, sobre todo en Europa, por la mejora prevista de la actividad y el plan de estímulo del BCE.

También fue significativo el aumento de los índices japoneses de renta variable y la estabilidad de los estadounidenses, que están en sus valores máximos de los últimos años.

Los principales índices de renta variable internacional mostraron revalorizaciones intensas durante el primer trimestre del año, con la única excepción de los índices estadounidenses, cuya tendencia fue más estable. En los de la zona euro, los aumentos de los precios fueron mucho más elevados, en contraposición con las fuertes caídas de los últimos meses de 2014, debido al impulso que supusieron la mejora de las perspectivas económicas en Europa (a su vez beneficiadas por el fuerte descenso del precio del petróleo) y también la extensión del programa de compras de activos anunciada por el BCE en enero, que consolidaba las expectativas de tipos de interés muy reducidos. Cabe señalar que la incertidumbre asociada al cambio de Gobierno en Grecia y al proceso de renegociación de su deuda pública no tuvo un impacto relevante ni en los precios ni en la volatilidad de los mercados de renta variable. De hecho, la mayoría de los índices de la zona euro se revalorizó más de un 16 % en el primer trimestre del año (véase cuadro 1).

Los índices japoneses también mostraron avances relevantes durante el primer trimestre del año, superiores al 10 %, mientras que los estadounidenses presentaron un recorrido más limitado: los índices S&P 500 y Dow Jones descendían un 0,3 % y un 0,4 % respectivamente en el trimestre, aunque el índice Nasdaq se revalorizaba casi un 3 %. De todos modos, desde una perspectiva temporal más larga, las mayores revalorizaciones corresponden a estos índices.

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

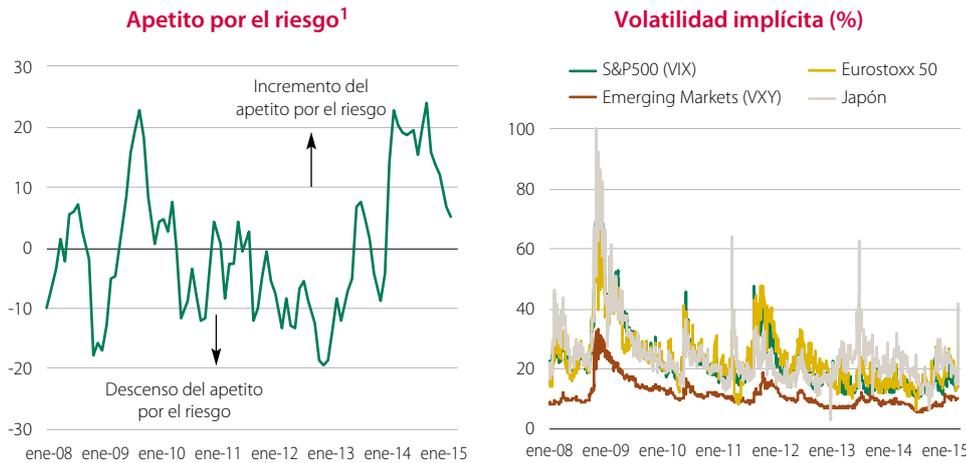
CUADRO 1

%	2011	2012	2013	2014	I-14	II-14	III-14	IV-14	I-15 (Hasta el 13 de marzo)	
									% s/ trim. ant.	% inter- anual <sup>2</sup>
<b>Mundo</b>										
MSCI World	-7,6	13,2	24,1	2,9	0,8	4,2	-2,6	0,7	0,6	4,1
<b>Zona euro</b>										
Eurostoxx 50	-17,1	13,8	17,9	1,2	1,7	2,1	-0,1	-2,5	16,2	21,1
Euronext 100	-14,2	14,8	19,0	3,6	2,7	1,1	0,4	-0,6	17,5	22,7
Dax 30	-14,7	29,1	25,5	2,7	0,0	2,9	-3,6	3,5	21,4	32,0
Cac 40	-17,0	15,2	18,0	-0,5	2,2	0,7	-0,1	-3,2	17,3	17,9
Mib 30	-24,0	10,2	18,8	-0,4	13,6	-2,2	-3,2	-7,4	20,1	9,5
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	4,3	5,6	-0,9	-5,0	7,3	10,9
<b>Reino Unido</b>										
FTSE 100	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-2,2	2,2	-1,8	-0,9	2,7	2,9
<b>Estados Unidos</b>										
Dow Jones	5,5	7,3	26,5	7,5	-0,7	2,2	1,3	4,6	-0,4	10,2
S&P 500	0,0	13,4	29,6	11,4	1,3	4,7	0,6	4,4	-0,3	11,2
Nasdaq-Composite	-1,8	15,9	38,3	13,4	0,5	5,0	1,9	5,4	2,9	14,3
<b>Japón</b>										
Nikkei 225	-17,3	22,9	56,7	7,1	-9,0	2,3	6,7	7,9	10,3	30,0
Topix	-18,9	18,0	51,5	8,1	-7,6	5,0	5,0	6,1	10,9	29,7

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

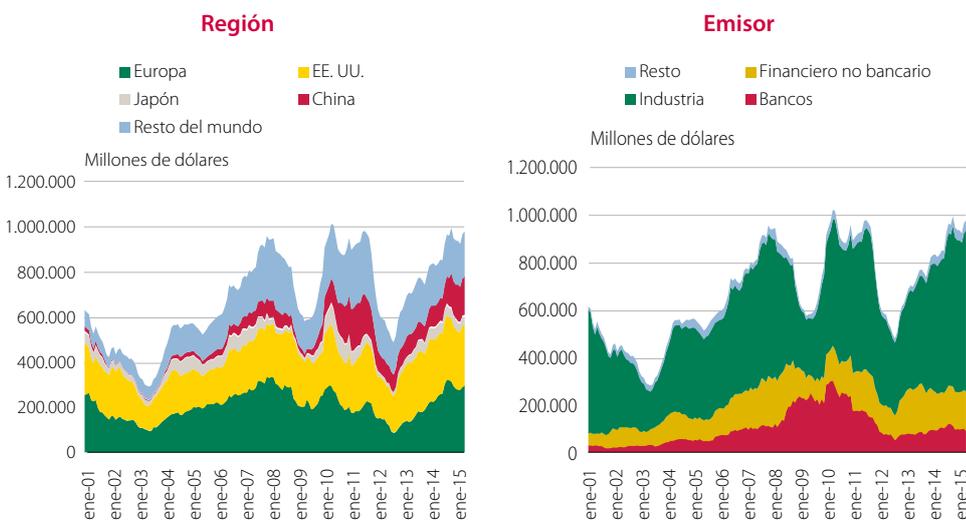
1 Indicador State Street.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados internacionales se situó en 936 mil millones de dólares en 2014, un 12,3 % más que en 2013. Por modalidad de la emisión, destacaron las OPS (ofertas públicas de suscripción), con un volumen de emisión que superó los 263 mil millones de dólares (un 52 % más que en 2013). El aumento del apetito por el riesgo de los inversores en momentos de buen tono en los mercados favoreció la emisión de acciones en detrimento de otros instrumentos de menor riesgo relativo, sobre todo en Europa y en China, donde los avances se situaron en el 22,7 % y en el 77,6 % respectivamente. Por sectores, destaca el crecimiento de las emisiones de renta variable de las empresas industriales (no *utilities*), que fue del 19,8 %, hasta situarse en 639 mil millones de dólares. La información de los primeros meses de 2015 indica que las emisiones de acciones continuaron en niveles muy elevados (véanse paneles del gráfico 8).

*Las emisiones de acciones crecieron un 12,3 % en 2014, hasta los 936 mil millones de dólares, destacando el dinamismo emisor en Europa y en China.*

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

*El PIB de la economía española creció un 2 % anual en el último trimestre del año y un 1,4 % en media, por encima del avance de la zona euro (1,1 %) y rompiendo la tendencia contractiva de los últimos ejercicios.*

*Por primera vez desde el inicio de la crisis, la contribución de la demanda nacional al crecimiento fue positiva (2,2 p.p.), mientras que la del sector exterior fue negativa.*

El PIB de la economía española se incrementó un 0,7 % en el último trimestre del año (2 % interanual), acelerándose su ritmo de avance en relación con los trimestres anteriores (0,3 % en el primer trimestre y 0,5 % en el segundo y en el tercero). En el conjunto de 2014 el crecimiento medio del PIB se situó en el 1,4 %, lo que supone un punto de inflexión en relación con el patrón descendente observado durante los últimos años (-1,2 % en 2013, -2,1 % en 2012 y -0,6 % en 2011). El avance de la actividad fue superior al de la media de los países de la zona euro (1,1 %), un hecho que no se producía desde 2008.

El comportamiento de los principales componentes del PIB en 2014 puso de manifiesto un cambio significativo en la composición del crecimiento. Por primera vez desde el inicio de la crisis, la contribución de la demanda nacional al crecimiento del PIB fue positiva (2,2 p.p.), mientras que la del sector exterior fue negativa (-0,8 p.p.). Como se aprecia en el cuadro 2, la mayoría de los componentes de la demanda experimentó avances significativos en el ejercicio, que contrastaron con las caídas de 2013. Así pues, el gasto en consumo privado y público se incrementó un 2,4 % y un 0,1 % respectivamente, en comparación con los descensos registrados en el año anterior (-2,3 % y -2,9 %). El avance de la formación bruta de capital (3,4 % frente al -3,7 % precedente) tuvo su origen tanto en el notable incremento de la inversión en bienes de equipo (12,3 % frente al 5,6 %) como en la menor contracción de la inversión en construcción (-1,4 % frente al -9,2 %). En cuanto al sector exterior, las exportaciones españolas avanzaron un 4,2 %, un ritmo muy parecido al de 2013, mientras que el crecimiento de las importaciones se situó en el 7,7 % (muy por encima del leve descenso anterior).

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

CUADRO 2

	2011	2012	2013	2014	CE <sup>1</sup>	
					2015P	2016P
<b>PIB</b>	-0,6	-2,1	-1,2	1,4	2,3	2,5
Consumo privado	-2,0	-3,0	-2,3	2,4	2,7	2,6
Consumo público	-0,3	-3,7	-2,9	0,1	0,3	0,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-6,3	-8,1	-3,7	3,4	4,7	5,2
Construcción	-10,6	-9,3	-9,2	-1,4	n. d.	n. d.
Bienes de equipo y otros	0,9	-9,1	5,6	12,3	7,9	8,7
Exportaciones	7,5	1,2	4,3	4,2	5,4	6,0
Importaciones	-0,7	-6,3	-0,4	7,7	6,9	6,7
Sector exterior (contribución al crecimiento, p. p.)	2,1	2,2	1,4	-0,8	-0,3	0,0
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	-2,6	-4,4	-3,2	1,2	1,8	2,0
<b>Tasa de paro</b>	21,4	24,8	26,1	24,4	22,5	20,7
<b>Índice de precios de consumo</b>	3,2	2,4	1,4	-0,1	-1,0	1,1
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	-3,2	-0,3	1,4	0,1	0,6	0,5
<b>Saldo de las AA. PP. (% PIB)<sup>3</sup></b>	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,5	-3,7
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	69,2	84,4	92,1	97,7	101,5	102,5
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)<sup>4</sup></b>	-81,4	-66,0	-78,9	-81,3	n. d.	n. d.

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

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

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2011, 2012 y 2013 por una cuantía del 0,5 %, 3,8 % y 0,5 % del PIB, respectivamente. La cifra de 2014, aún no disponible al cierre de este informe, corresponde a la previsión de la Comisión Europea.

4 Sin Banco de España. Datos de 2014 hasta el tercer trimestre.

n. d.: [dato] no disponible.

Desde el punto de vista de la oferta, el valor añadido de la mayoría de las ramas de actividad presentó tasas de variación positivas en 2014. Así, en el sector industrial y en los servicios el valor añadido bruto se incrementó en media anual un 1,5 % y un 1,6 % respectivamente (-1,1 % y -1,8 % en 2013), mientras que en las ramas primarias el aumento fue del 3,3 %. Únicamente el sector de la construcción presentó un retroceso, aunque más moderado que en años anteriores (-1,2 % en 2014 frente a -8,1 % en 2013).

*Todas las ramas de actividad, excepto el sector de la construcción, presentaron incrementos en su valor añadido en 2014.*

La tasa de inflación española, que se había mantenido en valores cercanos a cero durante la primera mitad del año pasado, descendió progresivamente durante la segunda parte hasta alcanzar un mínimo del -1,3 % en enero de 2015 (-1,1 % en febrero). El descenso de la inflación tuvo su origen principalmente en la fuerte caída del precio de los productos energéticos (-11,4 % interanual en enero, -10,2 % en febrero). La tasa de variación media anual del IPC en 2014 se situó en el -0,1 %, frente al 1,4 % de 2013. La evolución de la tasa subyacente, que descuenta los elementos más volátiles del índice, fue mucho más estable en 2014, al oscilar entre el -0,1 % y el 0,3 %. En promedio anual, su tasa de variación se situó en cero (1,5 % en 2013). El diferencial de inflación con la zona del euro continuó siendo negativo (lleva así desde mediados de 2013), finalizando el año en -1,0 puntos porcentuales (-0,9 p. p. en febrero).

*La inflación anual ha descendido significativamente como consecuencia de la fuerte caída del precio de los productos energéticos. En febrero se situaba en el -1,1 % anual. La subyacente se mantiene cerca de cero.*

La recuperación de la actividad económica en 2014 frenó el deterioro del mercado laboral de los últimos años, observándose incrementos en el número de empleados y un ligero descenso en la tasa de paro. De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional, el número de empleados a tiempo completo de la economía española empezó a crecer en términos anuales en el segundo trimestre de 2014, después de casi seis años de caídas. En el último trimestre del año, el empleo crecía a tasas del 2,4 % (1,2 % en media para el conjunto del año). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) revela que la tasa de paro prolongó la tendencia a la baja que comenzó tras el máximo histórico del 27 % en el primer trimestre de 2013. A finales de 2014, la tasa de paro se situaba en el 23,7 % de la población activa (5,46 millones de desempleados), dos puntos porcentuales menos que a finales de 2013. La EPA cifró el incremento de la población ocupada en 2014 en 434 mil personas (416 mil en el sector privado y 18 mil en el sector público). Cabe destacar que, por primera vez desde el inicio de la crisis en 2008, el número de hogares con todos sus miembros en situación de desempleo se redujo, a la vez que aumentó el número de hogares con todos sus miembros ocupados. En cuanto a los costes laborales unitarios, su caída continuó a lo largo de 2014, disminuyendo en promedio un 0,5 %. Este descenso se explica tanto por la disminución de la remuneración por asalariado (un 0,2 % en media anual) como por el incremento de la denominada «productividad aparente» del trabajo (un 0,2 % en media anual).

*La recuperación de la actividad empezó a notarse en el mercado laboral, con un avance del empleo del 1,2 % en 2014 y un descenso de la tasa de paro de dos puntos, hasta el 23,7 %.*

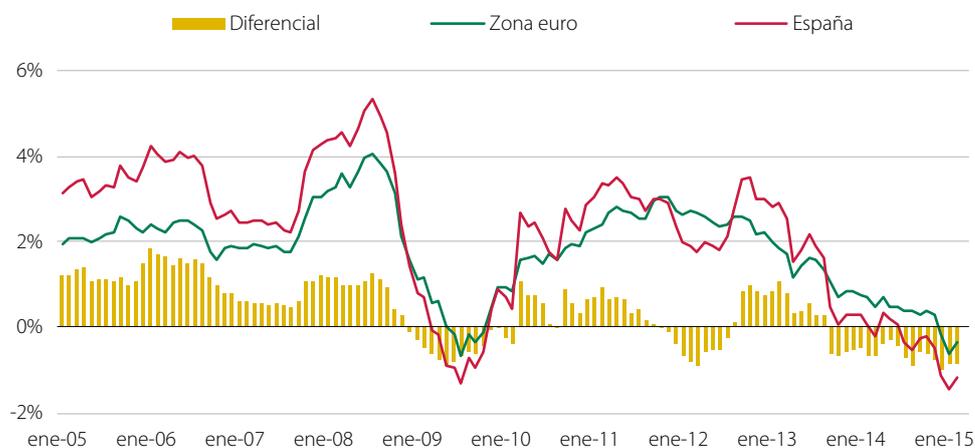
Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria revelan que el déficit de las administraciones públicas (excluyendo las corporaciones locales) se situó en el 4,62 % del PIB en noviembre, por debajo del 5,15 % registrado en el mismo periodo de 2013. Para el conjunto del año, las previsiones de los analistas sitúan el déficit del sector público en el 5,6 % del PIB, apenas una décima por encima del objetivo previsto por el Gobierno, e inferior al 6,8 % de 2013. La deuda agregada de las AA. PP. se situó en el 97,7 % del PIB a finales de 2014, 5,6 puntos porcentuales más que a finales de 2013. Los objetivos presupuestarios planteados para el periodo

*A falta de los datos de ejecución presupuestaria de diciembre, el consenso de los analistas espera un déficit público del 5,6 % del PIB para el conjunto de 2014, apenas una décima por encima de la previsión del Gobierno.*

2014-2017 prevén una reducción progresiva del déficit hasta niveles cercanos al 1 % del PIB en 2017 y un incremento de la ratio de deuda sobre el PIB en 2015, que descendería en años posteriores.

IPC armonizado: España versus zona euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

*El sector bancario, que superó de forma satisfactoria las pruebas de evaluación previas al inicio del MUS, comienza a operar en un entorno más favorable...*

En cuanto a la evolución del sector bancario, se produjeron varios acontecimientos relevantes durante el ejercicio pasado. En primer lugar, en 2014 comenzó la aplicación de los estándares de solvencia conocidos como Basilea III. Además, en enero finalizó con éxito el programa de asistencia financiera firmado entre las autoridades españolas y europeas. Y finalmente, la banca española obtuvo unos resultados satisfactorios en el análisis del sector bancario que realizó el BCE entre noviembre de 2013 y octubre de 2014 (véase recuadro 1), paso previo al inicio del Mecanismo Único de Supervisión (MUS). En este contexto, el negocio del sector bancario se desarrolló en una dinámica macroeconómica más favorable, que permitió reducir levemente la tasa de morosidad e incrementar los beneficios del sector. El saldo de crédito continuó retrocediendo, pero menos que en ejercicios anteriores, observándose una cierta flexibilización de las condiciones de acceso a la financiación bancaria.

*... que permite reducir levemente la elevada morosidad del sector y mejorar la cuenta de resultados.*

Así, la tasa de morosidad de los bancos descendió progresivamente desde los máximos históricos del 13,6 % en diciembre de 2013 hasta niveles del 12,5 % en diciembre de 2014, y la cuenta de resultados arrojó un beneficio acumulado hasta septiembre de 8.332 millones de euros, un 41,5 % más que en el mismo periodo de 2013. Este incremento de los beneficios se produjo gracias al fuerte descenso de las pérdidas por el deterioro de activos financieros (de un 31,2 %, hasta los 11.215 millones de euros). Por su parte, el margen bruto de las entidades descendió hasta los 41.599 millones de euros (43.075 millones de euros en 2013) como consecuencia de la disminución tanto del margen de intereses como de los rendimientos de los instrumentos de capital.

*La financiación bancaria a empresas y hogares continúa cayendo, pero a un ritmo menor que en años anteriores...*

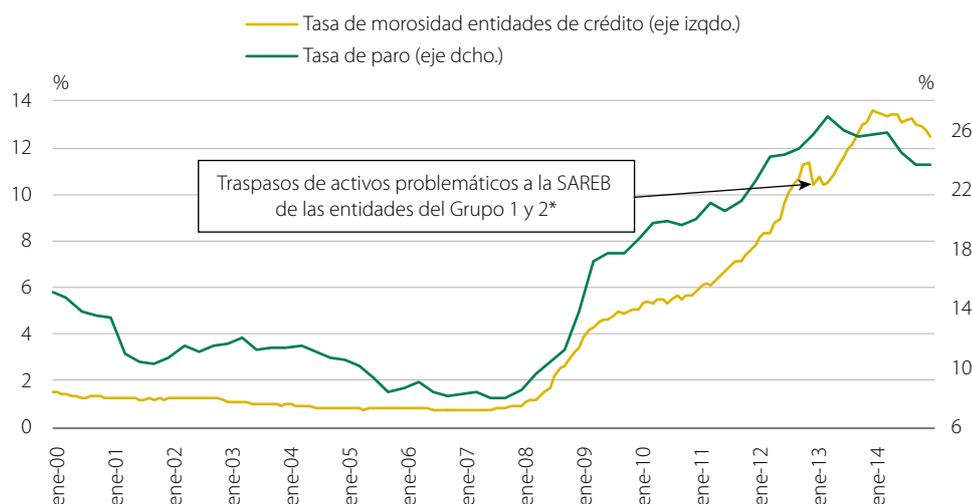
La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) siguió descendiendo en 2014 y en los primeros compases de 2015, aunque a un ritmo menor que en años anteriores. En diciembre de 2014 y enero de 2015, esta financiación caía un 4,1 % y un 4,2 % respectivamente en términos anuales (5,9 %

en 2013), debido a la contracción del saldo vivo de crédito. El retroceso de la financiación a las sociedades no financieras fue del 4,4 % en diciembre y del 4,8 % en enero (6,6 % en 2013) y el de la financiación a los hogares fue del 3,7 % en diciembre y del 3,5 % en enero (5,1 % en 2013). En el caso de las sociedades, la contracción del crédito fue algo mayor, pero el incremento de recursos por otras vías (principalmente deuda) hizo que el descenso total de su financiación fuera algo menos intenso. En la zona del euro, el crédito a las sociedades no financieras caía un 1,6 % interanual en noviembre, mientras que el crédito a hogares retrocedía en menor medida (un 0,4 %).

... ya que se observa una mayor predisposición de los bancos a conceder crédito.

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre de 2014.

<sup>1</sup> Sobre la población activa.

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

Las condiciones de financiación de las entidades de crédito españolas mejoraron sensiblemente durante el ejercicio pero el sector continuó la tendencia hacia el adelgazamiento de su balance<sup>5</sup>, con descensos en las principales vías de financiación ajena. Así, se observaron caídas del saldo de depósitos del sector privado (desde 1,31 billones de euros hasta 1,29 billones), del saldo vivo de deuda (desde 297 mil millones hasta 249 mil millones) y también de la financiación obtenida del Eurosistema, que a finales de 2014 se situaba en 141 mil millones de euros<sup>6</sup> (202 mil millones a finales de 2013).

A pesar de la mejora de las condiciones de financiación del sector, no se observa un incremento de su endeudamiento, más bien continúa el adelgazamiento del balance y el mayor peso del capital en el pasivo.

<sup>5</sup> Desde mediados de año, el tamaño del balance agregado del sector se reducía por debajo de los tres billones de euros, algo que no ocurría desde abril de 2008.

<sup>6</sup> En febrero de 2015, el saldo de esta financiación se reducía hasta los 132 mil millones de euros.

El Banco Central Europeo (BCE) comenzó a asumir competencias ligadas a la supervisión de las entidades de crédito europeas más relevantes en noviembre de 2014 con el fin de favorecer la integración y la transparencia del sistema financiero de la zona euro y la recuperación de la confianza de los agentes. Entre los meses de noviembre de 2013 y octubre de 2014, antes de la puesta en marcha del Mecanismo Único de Supervisión (MUS), se llevó a cabo un proceso de evaluación global de las entidades que posteriormente iban a ser objeto de supervisión por parte del BCE. Este proceso de evaluación integral (en inglés, Comprehensive Assessment) constó de dos componentes estrechamente relacionados entre sí: una primera evaluación de la calidad de los activos de las entidades, que permitió conocer la situación del sector, y una prueba de resistencia de las entidades financieras, a modo de ejercicio macroprudencial. En ambos procesos se partió de los balances consolidados de las entidades al cierre de 2013.

### **Pruebas de evaluación**

Mediante el ejercicio de evaluación de la calidad de los activos (AQR<sup>1</sup>), se realizó una revisión exhaustiva de los datos y balances (fundamentalmente los de mayor riesgo) de las entidades financieras europeas y se determinó una clasificación y valoración de sus instrumentos y activos financieros. Para ello, cada entidad seleccionó carteras que englobasen diversos tipos de riesgo y exposiciones, tanto a nivel europeo como a nivel internacional, para su posterior evaluación. Tras la realización del ejercicio de situación, se determinó el impacto que pudieran tener los resultados sobre el capital CET1<sup>2</sup> de las entidades, cuyo nivel mínimo se estableció en el 8 %. Este proceso se llevó a cabo de manera descentralizada.

Por otro lado, las entidades europeas fueron sometidas a una prueba de resistencia en términos de solvencia, también conocida como test de estrés (ST<sup>3</sup>). Los resultados obtenidos en el AQR fueron incorporados a esta prueba. El objetivo fundamental de los test de estrés era evaluar la capacidad de absorción o resistencia de los bancos frente a posibles pérdidas producidas bajo dos hipotéticos escenarios (escenario central o base y escenario adverso) y durante un periodo de tres años. Las pruebas de resistencia fueron diseñadas y realizadas por el BCE en colaboración con diversos organismos europeos, como la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) para la elaboración de la metodología, la Comisión Europea para diseñar el escenario macroeconómico base o la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS, o ESRB por sus siglas en inglés) para el escenario adverso. Además, las autoridades supervisoras nacionales formaron parte del proceso de recogida de datos y consolidación de resultados. Los ratios de capital CET1 mínimas requeridas se establecieron en el 8 % y el 5,5 % en los escenarios base y adverso de los ST respectivamente.

El número de entidades europeas evaluadas y supervisadas por el MUS asciende a ciento treinta, de las cuales quince son bancos españoles<sup>4</sup> (el 90 % del activo total del sector bancario nacional). Los bancos españoles, franceses, alemanes, italianos y holandeses concentran el 87 % de los activos incluidos en la supervisión. Un

primer análisis europeo comparativo realizado por el Banco de España<sup>5</sup> sitúa a la banca española entre los primeros puestos de la zona euro en 2013, tanto en términos de rentabilidad sobre los fondos propios (ROE) como de eficiencia. Los niveles de solvencia presentados por las entidades españolas se sitúan próximos a la media europea, a pesar de que el nivel de apalancamiento es ligeramente superior.

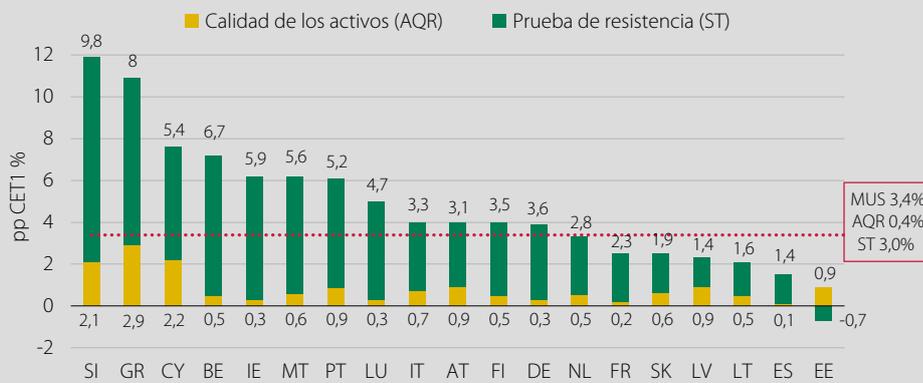
### Resultados del Comprehensive Assessment

En términos generales, y después de las operaciones de ampliación de capital llevadas a cabo a lo largo de 2014, solamente un 10 % de las entidades europeas analizadas presentaron un déficit neto de capital bajo alguno de los tres umbrales establecidos para el AQR, ST central o ST adverso. En el caso de los bancos españoles, ninguna de las quince entidades objeto de análisis se encontraba en situación de déficit de capital en ese periodo (véase gráfico R.1.1).

El impacto en el capital evaluado en el AQR de las entidades españolas fue muy leve, con pérdidas de 14 p. b. en la ratio de capital, frente a los 42 p. b. del conjunto de las entidades pertenecientes al MUS, de forma que son las que menos ajustes han tenido que realizar (aproximadamente un 0,2 % de los activos ponderados por riesgo). Todas las entidades superaron claramente el nivel de capital CET1 mínimo requerido, exceptuando Liberbank (sin tener en cuenta la ampliación de capital llevada a cabo en 2014), cuya ratio de capital se situó en el 7,8 %, dos puntos básicos por debajo de lo requerido.

### Impacto neto en el capital CET1 en escenario adverso

GRÁFICO R.1.1



Fuente: Banco de España y Banco Central Europeo.

En relación con los test de estrés, cabe señalar que el escenario central de las pruebas de resistencia se basó en las previsiones estimadas por la Comisión Europea<sup>6</sup> para cada país. Por otro lado, el escenario extremo más desfavorable para España se caracterizó por una caída acumulada de la tasa de variación del PIB del 1,2 % (2,1 % para el conjunto de la UE), una tasa de desempleo del 27,1 % en 2016 (13 % para la UE) y unos tipos de interés de la deuda pública a largo plazo en torno al 5,6 % (4,4 % de media en la UE) en el horizonte temporal 2014-2016. Los resultados obtenidos por la banca española fueron igualmente favorables, dado que las entidades nacionales presentaron, en su mayoría, un incremento de su ratio capital de 120 p. b. (30 p. b. para el conjunto del MUS) en el escenario más

favorable, mientras que el impacto del test de estrés en el escenario adverso fue de 144 p. b., notablemente por debajo de la reducción media de la ratio de capital en las entidades europeas (300 p. b.). Las ratios de capital de las entidades españolas se situaban así tres puntos y medio por encima del umbral mínimo de solvencia admisible (9 % frente al 5,5 % requerido), por lo que ninguna presentaba necesidades de financiación (exceptuando Liberbank, con una ratio de capital del 7,5 %, aunque pasa a ser un 8,2 % después de su ampliación de capital).

En general, los resultados obtenidos en la evaluación global de las entidades de crédito españolas muestran un menor impacto que en el conjunto europeo. La reducción de la ratio de capital CET1 se cifra en 3,4 puntos porcentuales para el conjunto del MUS, y solamente en 1,6 puntos en el sistema financiero español. Los amplios márgenes presentados por la banca española sobre los mínimos exigidos son el reflejo de los avances en el saneamiento del sector inmobiliario español (a consecuencia de las exigencias de los reales decretos-ley 2/2012 y 18/2012) y de las medidas de reestructuración del sistema bancario adoptadas en relación con el Programa de Asistencia solicitado a la Unión Europea a mediados de 2012. Sin embargo, a pesar de que los resultados de los ejercicios muestran que la banca española está en condiciones favorables para afrontar posibles futuras debilidades macroeconómicas, el trabajo de mejoras en la regulación y supervisión bancaria se halla en sus comienzos y debe tener continuidad.

- 1 El procedimiento y la metodología desarrollados para la ejecución del Asset Quality Review (AQR) han sido publicados en la página web del BCE. Para una información más detallada véase <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/assetqualityreviewphase2manual201403en.pdf>
- 2 El Capital de Nivel 1 ordinario o CET1 (Common Equity Tier 1) se define en la Regulación de Basilea III como aquel de máxima calidad.
- 3 Los Test de Estrés (ST, por sus siglas en inglés) aplican una metodología común para todas las entidades, elaborada y publicada por la EBA en su página web, donde aparece también la descripción de los posibles escenarios. Véase <https://www.eba.europa.eu/-/eba-publishes-common-methodology-and-scenario-for-2014-eu-banks-stress-test>
- 4 Las quince entidades financieras españolas evaluadas son: Banco Santander, BBVA, La Caixa, BFA/Bankia, Banco Popular, Sabadell, Kutxabank, Bankinter, Unicaja-CEISS, Abanca-NCG, Ibercaja, Catalunya Bank, BNM, Liberbank y Grupo Cajamar.
- 5 Véase en detalle el recuadro 2.5 del Informe de Estabilidad Financiera publicado por el Banco de España en noviembre de 2014: <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletines-Revistas/InformesEstabilidadFinanciera/14/IEF-Noviembre2014.pdf>
- 6 Las previsiones económicas de invierno de 2014 publicadas por la Comisión Europea son utilizadas para los escenarios centrales de 2014 y 2015, mientras que para 2016 se ha diseñado una modelización específica.

*El beneficio de las empresas cotizadas no financieras se situó en 17.507 millones de euros en 2014, un 64,8 % más que en 2013.*

El resultado agregado de las empresas cotizadas no financieras ascendió a 17.507 millones de euros a finales de 2014, un 64,8 % más que en el ejercicio anterior. Por sectores, es importante mencionar el crecimiento del beneficio de las empresas de la construcción e inmobiliarias, que, después de varios años con pérdidas sustanciales, en 2014 obtuvieron un resultado positivo, concretamente de 755 millones de euros. También contribuyó positivamente el sector energético, cuyos beneficios pasaron de 8.311 millones de euros en 2013 a 10.763 millones en 2014 (un 29,5 % más) y, en menor medida, el de las empresas industriales, con un resultado que aumentó desde los 412 hasta los 1.550 millones de euros. Tan solo en el sector del comercio y los servicios los beneficios fueron inferiores a los registrados en 2013, con una disminución del 24 %, hasta los 4.393 millones de euros (véase cuadro 3).

Millones de euros	EBITDA <sup>2</sup>		EBIT <sup>3</sup>		Resultado ejercicio	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
Energía	17.407	18.731	9.327	10.277	8.311	10.763
Industria	3.429	4.630	2.015	3.117	412	1.550
Comercio y servicios	28.868	26.393	15.023	13.399	5.780	4.393
Construcción e inmobiliario	3.210	4.898	354	2.586	-3.950	755
Ajustes	-58	-117	24	-40	72	47
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>52.855</b>	<b>54.535</b>	<b>26.742</b>	<b>29.338</b>	<b>10.626</b>	<b>17.507</b>

Fuente: CNMV.

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

2 Resultado bruto de explotación.

3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las empresas cotizadas no financieras se situó en 255 mil millones de euros a finales de 2014, lo que supone un descenso del 7 % respecto a la misma cifra del año anterior y de un 22 % con respecto a los valores máximos alcanzados en 2010. Por sectores, el mayor descenso se produjo en el de la energía, con una reducción del 14,2 %, hasta los 70.488 millones de euros, en el del comercio y los servicios, con 5.693 millones menos, y en el de la construcción y empresas inmobiliarias, con 2.173 millones menos (véase cuadro 4). El sector industrial fue el único en el que aumentó el endeudamiento, pero lo hizo de forma moderada, con un incremento del 1,6 %, hasta los 16.881 millones de euros. Así, parece que el apalancamiento de las sociedades cotizadas se va reduciendo progresivamente, aunque a un ritmo moderado, y es el sector de las empresas constructoras e inmobiliarias el que mantiene una ratio de apalancamiento más elevada.

*Y el nivel de deuda de las cotizadas no financieras cayó un 7 %, hasta los 255 mil millones, en un contexto de lento desapalancamiento de estas entidades.*

Los indicadores de posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro siguió descendiendo en 2014, hasta situarse en niveles del 9,1 % de su renta bruta disponible en el tercer trimestre, por debajo del 10,4 % de finales de 2013. En un contexto de práctica estabilidad de la renta disponible, esta caída de la tasa de ahorro tiene como contrapartida un incremento en el consumo por parte de los hogares que debe entenderse en el actual contexto de recuperación de la economía y del empleo. Las ratios de endeudamiento y de carga financiera de los hogares continuaron su retroceso hasta niveles algo superiores al 110 % y al 12,5 % de su renta bruta disponible respectivamente, mientras que su riqueza continuó creciendo debido tanto al aumento en el valor de sus activos como al ligero descenso de sus pasivos.

*La tasa de ahorro de los hogares descendió en 2014 debido a la decisión de incrementar su consumo, con una renta disponible prácticamente sin variaciones.*

Dentro de las inversiones financieras realizadas por los hogares, que ascendieron al 1,7 % del PIB en 2014<sup>7</sup>, fueron protagonistas de los fondos de inversión (2,6 % del PIB) y los medios de pago<sup>8</sup> (2 % del PIB). Por el contrario, se observaron fuertes desinversiones en depósitos e instrumentos de deuda a largo plazo (véase gráfico 11).

*En cuanto a sus decisiones de inversión financiera, destaca el protagonismo creciente de los fondos de inversión.*

7 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el tercero de 2014.

8 Efectivo y depósitos transferibles.

## Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas<sup>1</sup>

CUADRO 4

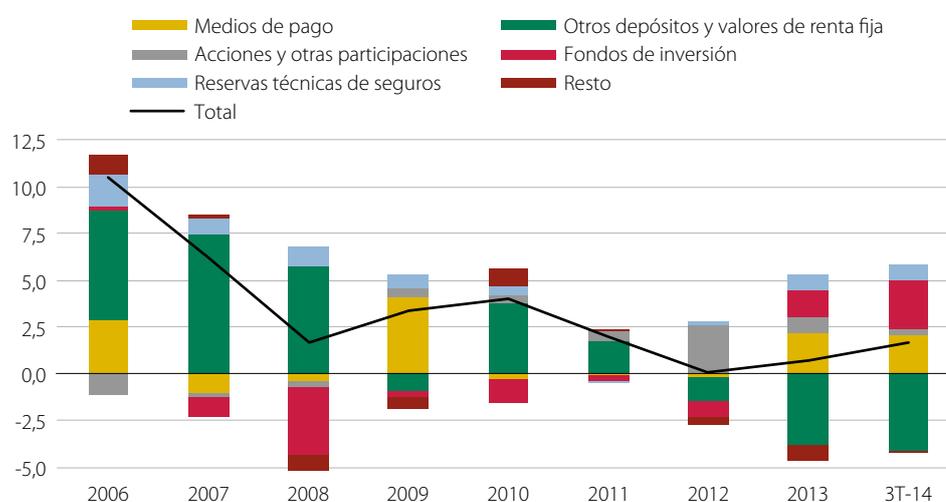
Millones de euros		2010	2011	2012	2013	2014
Energía	Deudas	98.283	95.853	91.233	82.146	70.488
	Deudas/patrimonio	0,95	0,92	0,85	0,75	0,73
	Deudas/EBITDA <sup>2</sup>	2,81	3,27	3,26	3,41	3,76
	EBIT <sup>3</sup> /carga financiera	4,15	3,30	3,14	2,90	2,97
Industria	Deudas	14.948	17.586	17.232	16.609	16.881
	Deudas/patrimonio	0,58	0,63	0,63	0,62	0,92
	Deudas/EBITDA	2,11	2,54	2,38	2,17	3,65
	EBIT/carga financiera	5,00	3,90	3,82	4,56	2,98
Comercio y servicios	Deudas	115.413	113.142	117.359	111.795	106.102
	Deudas/patrimonio	1,60	2,01	2,00	1,99	1,92
	Deudas/EBITDA	3,38	3,78	4,01	3,90	4,02
	EBIT/carga financiera	3,94	2,45	2,02	2,08	2,05
Construcción e inmobiliario	Deudas	99.917	83.716	76.236	65.066	62.893
	Deudas/patrimonio	3,42	2,98	3,51	4,46	3,44
	Deudas/EBITDA	11,18	15,00	15,17	18,87	12,84
	EBIT/carga financiera	0,98	0,52	0,32	0,09	0,64
Ajustes <sup>4</sup>		-1.792	-1.404	-1.429	-1.395	-1.381
<b>TOTAL AGREGADO</b>	<b>Deudas</b>	<b>326.769</b>	<b>308.893</b>	<b>300.633</b>	<b>274.221</b>	<b>254.983</b>
	Deudas/patrimonio	1,43	1,44	1,41	1,33	1,36
	Deudas/EBITDA	3,84	4,29	4,32	4,29	4,68
	EBIT/carga financiera	3,12	2,30	2,06	1,99	1,96

Fuente: CNMV.

- 1 La información ofrecida hasta 2013 (incluido) corresponde a todas las empresas cotizadas no financieras, mientras que la de 2014 corresponde a las empresas que habían remitido información antes del cierre del informe.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultado antes de intereses e impuestos.
- 4 Para elaborar este cuadro se ha eliminado la deuda de las sociedades cotizadas que a su vez consolidan en otro grupo cotizado español. En la fila de ajustes se incluyen las eliminaciones correspondientes a las filiales cuya matriz pertenece a otro sector.

## Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

## 2.3 Perspectivas

Las previsiones más recientes del FMI indican que el crecimiento del PIB mundial pasará del 3,3 % en 2014 hasta el 3,5 % en 2015 y el 3,7 % en 2016, lo que supone una revisión a la baja de tres décimas con respecto a los últimos pronósticos efectuados por la institución (véase cuadro 5). Esta revisión se fundamenta exclusivamente en el empeoramiento de las perspectivas sobre las economías emergentes que, a pesar de todo, seguirán siendo las más dinámicas. Así, la institución prevé un avance para el conjunto de las economías emergentes del 4,3 % en 2015 y del 4,7 % en 2016, mientras que para las avanzadas espera un incremento del 2,4 % anual en ambos ejercicios.

*Según el FMI, el crecimiento mundial se acelerará levemente, desde el 3,3 % de 2014 hasta el 3,5 % en 2015 y el 3,7 % en 2016.*

### Producto interior bruto (% var. anual)

CUADRO 5

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

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en enero de 2015 respecto a octubre de 2014.

Entre los elementos que pueden modificar este escenario de crecimiento destaca, en primer lugar, el fuerte descenso del precio del petróleo, que favorecerá el crecimiento de las economías importadoras de esta materia prima. También es razonable esperar que la reciente expansión monetaria adoptada por el BCE tenga un impacto positivo sobre la actividad de la zona euro. Sin embargo, persisten otros riesgos que pueden influir negativamente sobre la actividad. El primero de ellos está relacionado con la posibilidad de nuevos rebotes de inestabilidad en los mercados financieros relacionados con la incertidumbre política en Grecia y el proceso de renegociación de su deuda, así como con otros conflictos geopolíticos. Otro riesgo relevante es el que se asocia a un posible adelanto del aumento de los tipos de interés en EE. UU. y al impacto alcista sobre las primas de riesgo que de ello se derivaría, perjudicial sobre todo para las economías emergentes fuertemente dependientes de la estabilidad de los flujos de capital. En Europa, persisten las dudas sobre la intensidad de la recuperación de la actividad, que se habrían atenuado tras las últimas decisiones del Banco Central, así como sobre el riesgo de deflación.

*Aunque existen elementos que pueden hacer que el crecimiento sea mayor en algunas regiones, siguen existiendo riesgos notables a la baja.*

*En cuanto a la economía española, el FMI prevé un crecimiento del 2 % para 2015, pero podría ser superior al 2,5 %, de acuerdo con las estimaciones de otras instituciones. Aunque la caída del precio del crudo tendrá un efecto positivo claro sobre la economía, persisten algunos riesgos relacionados con la consolidación fiscal y el deterioro del mercado de trabajo.*

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 2 % en 2015 (tres décimas más que en la última previsión) y del 1,8 % en 2016. Estas cifras están ligeramente por debajo de las previsiones de algunas instituciones y casas de análisis, sobre todo de cara a este ejercicio, para el que se manejan pronósticos más cercanos o incluso superiores al 2,5 %. A pesar del impacto positivo de la caída del precio del petróleo sobre la economía española y de la constatación de su mejora general, persisten riesgos relacionados con la necesidad de afianzar el proceso de consolidación fiscal y con el mantenimiento de una tasa de desempleo muy elevada a medio plazo. A estos riesgos se añadiría un tercero, asociado a la posibilidad de un escenario de deflación, igual que en la zona euro, que perjudicaría a los sectores más endeudados. No obstante, el mayor dinamismo del consumo privado que se espera en 2015, junto con el hecho de que la mayor parte de la caída del IPC tiene origen en el componente energético (petróleo), restaría probabilidad a la materialización de este último riesgo.

## 3 La evolución de los mercados nacionales

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Las acciones españolas se revalorizaron con intensidad en el primer trimestre de 2015, tras las caídas de finales de 2014 y a pesar de la incertidumbre de Grecia.*

La evolución de los mercados españoles de renta variable en el primer trimestre de 2015 se caracterizó por la revalorización de las acciones, en contraste con las pérdidas de los últimos meses de 2014. Este comportamiento alcista, que también se observó en otras plazas europeas, transitó por algunos momentos de mayor volatilidad pero, en general, reflejó la mejora de las perspectivas sobre la economía española y, también, anticipó algunos de los efectos del nuevo programa de compra de activos del BCE. El dinamismo de los mercados en el primer trimestre del año tuvo su reflejo en el incremento del volumen de emisiones de acciones, que superó los quince mil millones de euros (casi la mitad de todo lo emitido en 2014), y de la negociación, cuyo importe se situó en 202,8 mil millones (un 33,4 % más en términos anuales). En esta última materia, destaca el desplazamiento creciente de la contratación de acciones españolas desde el mercado de origen hacia otras plataformas, cuya cuota de mercado supera ya el 20 %<sup>9</sup>. Las condiciones de liquidez del Ibex 35 fueron satisfactorias durante el primer trimestre del año.

*El anuncio del plan de compras del BCE dio lugar a alzas notables en el valor de las acciones: el Ibex 35 avanzó un 7,3 % y otros índices nacionales lo hicieron aún más.*

En este contexto, el Ibex 35 se revalorizó un 7,3 % desde el inicio de 2015, en contraste con los retrocesos sufridos en la segunda mitad de 2014 (0,9 % y 5 % en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente). Otros índices de renta variable españoles mostraron incrementos incluso superiores: los índices referidos a las empresas de tamaño mediano y pequeño se revalorizaron un 18,1 % y un 28,5 % respectivamente (véase cuadro 6). En términos interanuales, todos estos índices presentaban incrementos superiores al 10 %, excepto el índice de empresas de capitalización pequeña, que cedía más de un 2 % debido a las elevadas pérdidas de la segunda mitad de 2014. En cambio, la tendencia de los índices representativos de valores latinoamericanos fue descendente en el primer trimestre de 2015, con una caída del 8 % en el índice FTSE Latibex All-Share y del 4,9 % en el índice FTSE Latibex Top.

<sup>9</sup> Estimación calculada a partir de datos de la CNMV y Bloomberg entre el 1 de enero de 2015 y el 13 de marzo de 2015.

Al contrario que en el último trimestre de 2014, la evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores fue más homogénea durante el primer trimestre de 2015, con revalorizaciones en todos ellos (véase cuadro 6). Los mayores incrementos se produjeron en los sectores relacionados con los materiales básicos, industria y construcción (19,4 %), los bienes de consumo (19,1 %), los servicios de consumo (16,7 %) y la tecnología y las comunicaciones (11,6 %). Por debajo del aumento medio del índice se situaron los sectores del petróleo y la energía (4,1 %) y los servicios financieros e inmobiliarios (1,5 %). En términos anuales todos los sectores mostraban avances, con la única excepción del sector de servicios financieros e inmobiliarios, que no ha presentado variación respecto al primer trimestre de 2014 debido a la caída de las cotizaciones del subsector de la banca.

*La evolución de las cotizaciones de los sectores fue más homogénea en los primeros meses de 2015, con incrementos en todos ellos, en algunos casos cercanos al 20 %.*

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

CUADRO 6

Índices	2011	2012	2013	2014	III-14 <sup>1</sup>	IV-14 <sup>1</sup>	I-15 (hasta el 13 de marzo)	
							% s/trim. ant.	% inter- anual
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-0,9	-5,0	7,3	10,9
Madrid	-14,6	-3,8	22,7	3,0	-1,0	-5,6	7,5	10,0
Ibex Medium Cap	-20,7	13,8	52,0	-1,8	-8,6	-1,7	18,1	10,2
Ibex Small Cap	-25,1	-24,4	44,3	-11,6	-13,6	-14,0	28,5	-2,3
FTSE Latibex All-Share	-23,3	-10,7	-20,0	-16,1	5,0	-20,8	-8,0	-7,5
FTSE Latibex Top	-17,1	-2,6	-12,4	-11,1	3,8	-14,7	-4,9	0,6
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-18,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>19,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-10,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>
Banca	-20,3	-4,8	18,8	1,6	1,3	-11,4	0,6	-0,7
Seguros	12,5	-2,0	47,3	-9,2	-6,0	1,0	12,3	2,6
Inmobiliarias y otros	-47,5	-14,4	38,3	36,3	-5,8	-8,2	17,2	14,5
<b>Petróleo y energía</b>	<b>-2,7</b>	<b>-16,0</b>	<b>19,0</b>	<b>11,8</b>	<b>1,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>4,1</b>	<b>12,2</b>
Petróleo	14,9	-35,4	19,5	-15,1	-2,4	-17,3	4,7	-7,6
Electricidad y gas	-10,8	-5,4	18,7	21,7	2,7	-4,1	3,9	18,4
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>-14,3</b>	<b>-8,0</b>	<b>28,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>-8,2</b>	<b>-9,7</b>	<b>19,4</b>	<b>9,8</b>
Construcción	-6,9	-9,3	26,5	8,9	-8,4	-3,7	14,1	13,4
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-12,2	-8,8	55,4	-18,3	-14,9	-7,2	30,3	7,0
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-33,7	-8,7	11,5	4,5	-1,3	-8,2	16,3	19,2
Ingeniería y otros	-29,0	3,8	7,6	-17,0	-7,0	-33,3	29,0	-7,4
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-20,9</b>	<b>-18,3</b>	<b>22,8</b>	<b>2,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>11,6</b>	<b>20,0</b>
Telecomunicaciones y otros	-20,8	-23,0	17,1	2,6	-1,1	-2,7	10,6	19,7
Electrónica y software	-21,3	39,4	56,8	2,3	-3,2	7,9	16,3	21,8
<b>Bienes de consumo</b>	<b>5,7</b>	<b>55,6</b>	<b>17,1</b>	<b>-1,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>19,1</b>	<b>28,0</b>
Textil, vestido y calzado	12,7	66,2	13,5	-1,1	-2,7	8,4	18,8	37,9
Alimentación y bebidas	-6,3	25,0	4,7	-5,2	-3,4	-3,1	26,9	29,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	-7,3	68,3	39,6	-1,0	-14,2	1,1	16,4	2,1
<b>Servicios de consumo</b>	<b>-24,2</b>	<b>12,7</b>	<b>58,9</b>	<b>10,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>12,6</b>	<b>16,7</b>	<b>26,6</b>
Autopistas y aparcamientos	-3,7	5,7	36,5	6,8	-6,9	5,1	-0,5	6,4
Transporte y distribución	-34,9	29,7	116,4	27,9	1,8	31,3	28,3	53,0

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

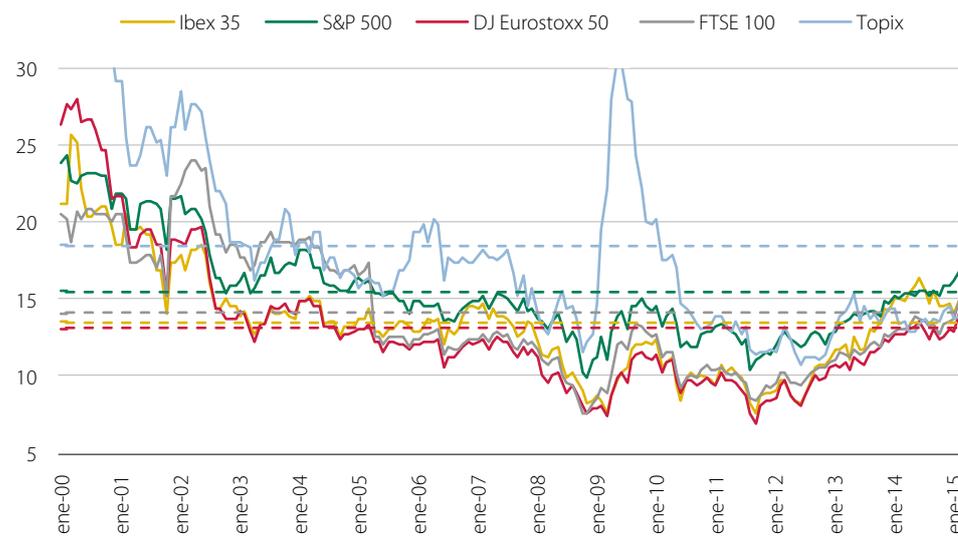
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) se incrementó ligeramente durante el primer trimestre de 2015, hasta niveles algo superiores a la media histórica de este indicador.

En línea con la revalorización de las acciones españolas, la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 se incrementó ligeramente durante el primer trimestre del año, desde 14,8 hasta 15,7, tras seguir una senda descendente durante el último semestre de 2014 (desde 16,3 en junio hasta 14,8 en diciembre). Como se observa en el gráfico 12, con excepción del índice japonés Topix, todas las ratios PER de los índices de renta variable más relevantes superaban a finales del primer trimestre de 2015 los valores medios de este indicador para el periodo 2000-2015.

Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

1 Con beneficios previstos a doce meses.

La incertidumbre generada en Grecia dio lugar a rebotes puntuales de volatilidad en el mercado en enero, hasta valores cercanos al 35 %. Después volvió a caer por debajo del 20 %.

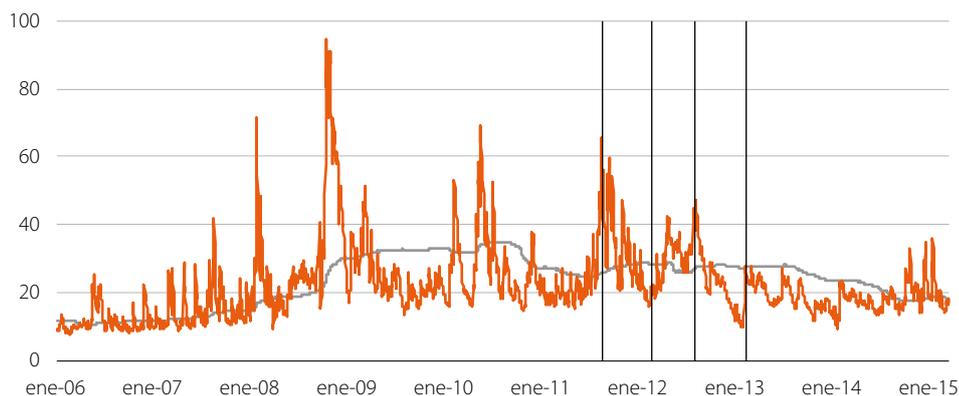
El Ibex 35 mostró rebotes puntuales de volatilidad en las primeras semanas del ejercicio como consecuencia de la incertidumbre política en Grecia, justo antes del anuncio del programa de expansión cuantitativa del BCE el 22 de enero. La volatilidad se incrementó transitoriamente hasta niveles algo superiores al 35 %, pero posteriormente descendió hasta valores inferiores al 20 % (véase gráfico 13), en línea con la media de este indicador en 2014 (18,2 %). Esta evolución fue relativamente parecida a la de otros índices europeos y también a la de algunos índices estadounidenses. Sin embargo, se observaron diferencias notables en relación con los niveles de volatilidad, mucho más reducidos en las bolsas de EE. UU. (por debajo del 20 % incluso en los momentos de mayor inestabilidad).

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

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, que habían mejorado sensiblemente hasta finales de noviembre del año pasado, se deterioraron ligeramente hasta enero, pero volvieron a mejorar con posterioridad (véase gráfico 14). Así, el diferencial de precios *bid-ask* de este índice, que había alcanzado mínimos del 0,056 % en noviembre, fue incrementándose hasta valores del 0,09 % a finales de enero, para retroceder posteriormente hasta el 0,07 % a mediados de marzo. La media histórica de este indicador se sitúa en el 0,10 %.

## Volatilidad histórica del Ibex 35

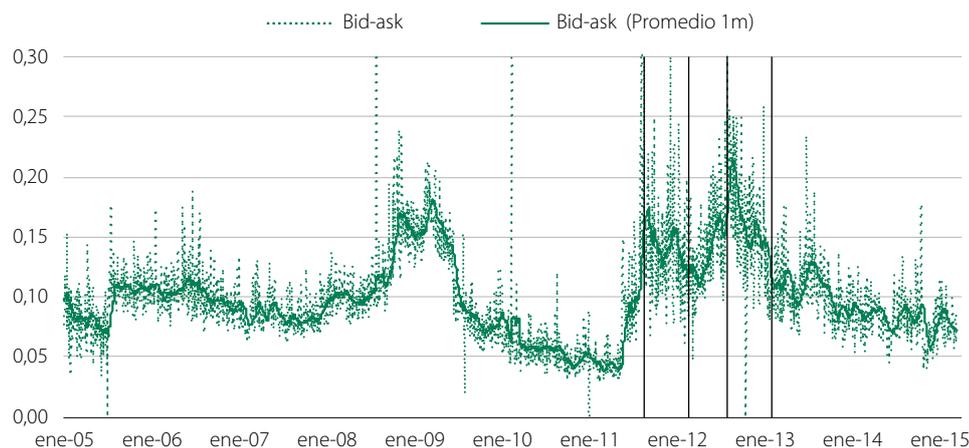
GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

## Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread (%)

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo. Se presenta información sobre el bid-ask spread del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

El volumen de contratación en el mercado bursátil español superó los 864 mil millones en el conjunto de 2014<sup>10</sup>, lo que supone un incremento del 24,7 % en relación con las cifras del año anterior. El aumento de la contratación, que también se produjo en otras bolsas de referencia, se vio favorecido por el descenso de las rentabilidades. Esta tendencia se prolongó en los primeros meses de 2015, con un volumen de negociación superior a los 202 mil millones de euros en el primer trimestre, un 33,4 % más que en el mismo periodo del año anterior. En términos diarios, la contratación en el mercado continuo se situó de media en 3.385 millones de euros en 2014

*... mientras que los volúmenes de contratación de acciones españolas se incrementaron significativamente, tanto en los mercados españoles...*

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

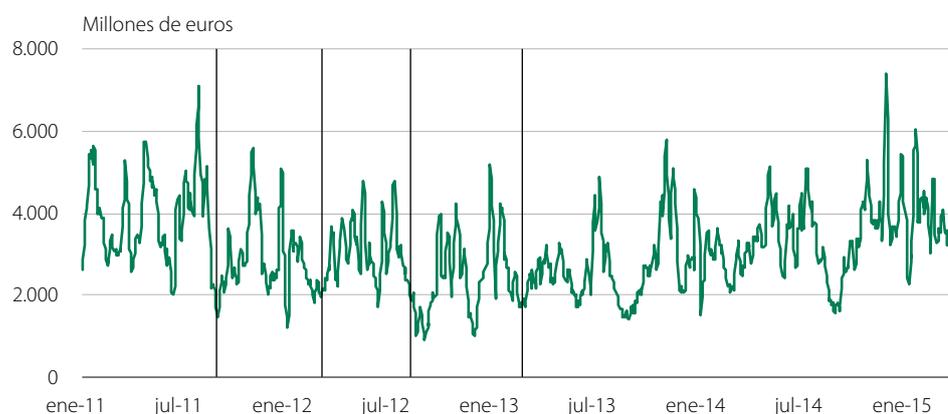
y en 4.056 millones de euros en el primer trimestre de 2015, significativamente por encima de los 2.718 millones de euros de 2013 y de los 2.701 millones de 2012 (véase gráfico 15).

... como en otros mercados regulados y SMN europeos.

Por otra parte, continuó aumentando la contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y SMN europeos. En lo que va de año, la contratación en estos mercados exteriores superó los 55 mil millones de euros<sup>11</sup>, destacando la negociación de valores españoles en la plataforma Chi-X, con más de 31 millones de euros (véase cuadro 7). El importe de la negociación de valores españoles en los mercados exteriores durante el primer trimestre del año representó más del 20 % de la contratación total de estos valores (15,2 % en 2014 y 10,1 % en 2013).

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

GRÁFICO 15



Fuente: CNMV. Datos hasta el 13 de marzo. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Las emisiones de acciones fueron muy elevadas durante el primer trimestre del año, situándose en 15.096 millones de euros (casi la mitad del total registrado en 2014).

Las emisiones de renta variable efectuadas en los mercados nacionales domésticos durante el primer trimestre del año fueron muy elevadas, situándose en 15.096 millones de euros, casi la mitad de todo lo emitido en 2014 (véase cuadro 8). El volumen de emisiones alcanzó un importe de 11.412 millones, superior al del mismo periodo de 2014. A su crecimiento contribuyeron tanto las ampliaciones de capital (7.102 millones más) como las ofertas públicas de venta (4.310 millones más). Aunque la actividad emisora fue generalizada entre los diferentes tipos de empresas, es significativa la magnitud de las emisiones de dos operaciones efectuadas por un banco español de gran tamaño, que representaron el 61 % del importe total del trimestre. En cuanto a la composición de las emisiones, cabe señalar que disminuyó la importancia relativa de las realizadas bajo la modalidad dividendo-elección (17 % del total en el primer trimestre de 2015, frente al 38 % en el conjunto de 2014), y que aumentó la de las ampliaciones de capital sin negociación de derechos de suscripción y la de las OPV.

11 Según información extraída de Bloomberg.

**Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas<sup>1</sup>**

CUADRO 7

Importes en millones de euros	2011	2012	2013	2014	III-14	IV-14	I-15 <sup>2</sup>
<b>Total</b>	<b>926.873,7</b>	<b>709.902,0</b>	<b>764.986,6</b>	<b>1.002.189,0</b>	<b>221.436,2</b>	<b>308.216,9</b>	<b>255.953,0</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>926.828,6</b>	<b>709.851,7</b>	<b>764.933,4</b>	<b>1.002.095,9</b>	<b>221.396,8</b>	<b>308.191,3</b>	<b>255.944,5</b>
BME	912.176,9	687.456,1	687.527,6	849.934,6	188.289,5	260.645,9	199.980,0
Chi-X	11.120,3	16.601,3	53.396,7	95.973,0	19.414,9	31.253,0	31.718,3
Turquoise	707,7	3.519,6	11.707,9	28.497,5	8.321,7	9.576,8	9.999,6
BATS	1.276,4	2.261,9	10.632,1	18.671,0	4.202,0	5.142,8	7.454,0
Otros <sup>2</sup>	1.547,3	12,8	1.669,2	9.019,8	1.168,7	1.572,8	6.792,6
<b>Corros</b>	<b>42,8</b>	<b>49,9</b>	<b>51,4</b>	<b>92,4</b>	<b>39,1</b>	<b>25,6</b>	<b>8,0</b>
Madrid	16,1	3,0	7,3	32,7	27,1	0,8	0,7
Bilbao	0,1	8,5	0,1	14,3	0,0	0,1	2,8
Barcelona	26,4	37,7	44,1	45,2	12,0	24,6	4,4
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>2,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera <sup>3</sup>	5.206,0	4.102,0	5.640,0	14.508,9	3.681,8	5.123,2	2.800,1
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	7.723,2	1.704,3	1.828,7	1.483,2
Latibex	357,7	313,2	367,3	373,1	76,6	82,5	67,6
ETF	3.495,4	2.736,0	4.283,9	9.849,4	2.476,1	2.781,9	2.303,3
Total contratación BME	925.661,3	698.987,5	703.768,7	882.482,3	196.267,6	270.487,8	206.642,7
% RV española en BME respecto al total RV española	98,4	96,8	89,9	84,8	85,0	84,6	78,1

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.
- 2 Datos hasta el 13 de marzo.
- 3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2012	2013	2014	II-14	III-14	IV-14	I-15
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>39</b>	<b>55</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
Ampliaciones de capital	30	39	53	27	24	21	20
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	4	2	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	2	1	1	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>95</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>43</b>	<b>39</b>	<b>33</b>	<b>28</b>
Ampliaciones de capital	92	145	140	40	37	31	26
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	4	2	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	3	2	2	2
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Total</b>	<b>29.521,6</b>	<b>39.126,2</b>	<b>32.762,4</b>	<b>9.069,9</b>	<b>5.863,5</b>	<b>13.009,8</b>	<b>15.095,8</b>
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	7.833,7	5.345,8	9.876,9	10.786,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	1.650,0	401,5	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	2.439,6	3.008,7	4.335,0	2.616,2
De las cuales dividendo elección <sup>2</sup>	8.357,9	9.869,4	12.573,8	2.439,5	2.931,7	4.335,0	2.616,2
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	10.982,4	7.478,8	3.757,9	1.470,0	1.227,5	35,1	411,5
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	1.867,5	231,6	2.814,5	0,5	314,7	2.497,3	242,4
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	1.738,2	50,5	1.002,1	6,2
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	535,4	342,9	2.007,4	7.509,8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.231,4	0,0	4.886,9	1.236,2	517,7	3.132,9	4.309,5
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	9	7	10	3	5	1	4
Número de emisiones	11	14	15	3	5	4	4
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	130,1	43,4	53,3	23,5	7,6
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	130,1	43,4	53,3	23,5	7,6
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	5,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo.

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

A finales de 2014, la Autoridad Europea de Valores (ESMA) hizo públicos los resultados de un estudio sobre la actividad de la negociación de alta frecuencia en los mercados europeos, que recoge en el documento de trabajo «High-frequency trading activity in EU equity markets»<sup>1</sup>.

Uno de los aspectos clave para realizar el análisis de la actividad de alta frecuencia es definir qué operaciones se consideran adscritas a ella. En la literatura académica se utilizan dos aproximaciones: i) la directa, que consiste en identificar a las empresas de inversión cuya actividad es la negociación de alta frecuencia y/o que utilizan servicios asociados a esta actividad, como el denominado *co-location* (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), y ii) la indirecta, en la que a partir de datos de negociación de los participantes (como el tiempo de mantenimiento de las posiciones, número de órdenes remitidas al mercado, ratio de órdenes sobre el número de ejecuciones) se presupone que su actividad se puede considerar como negociación de alta frecuencia. ESMA ha utilizado una aproximación mixta: directa, mediante el análisis de la actividad de las empresas de inversión identificadas como negociadores de alta frecuencia, e indirecta, utilizando el tiempo en que las órdenes permanecen en el sistema de negociación antes de ser canceladas o ejecutadas.

La muestra de acciones está compuesta por cien valores, de los cuales doce cotizan en mercados españoles. El periodo de negociación analizado corresponde al mes de mayo de 2013. Las acciones que se incluyen en cada país han sido seleccionadas mediante criterios estadísticos (*stratified sampling*). ESMA intenta evaluar la actividad de alta frecuencia en los mercados europeos de acciones en términos de volumen de acciones, número de órdenes y número de transacciones.

En términos globales, y de acuerdo con la aproximación directa, las empresas de inversión dedicadas a la actividad de alta frecuencia agrupan el 24 % de la negociación en el periodo analizado en la muestra. Utilizando la aproximación indirecta, basada en el plazo de vida de las órdenes, la actividad de alta frecuencia alcanzaría el 43 % del volumen negociado y coincidiría con los resultados de estudios similares, aunque circunscritos a países individuales.

Atendiendo al número de negociaciones, los resultados alcanzarían el 30 % para la aproximación directa y el 49 % para la indirecta. Mucho mayores son las cuotas de mercados de la negociación de alta frecuencia medida utilizando el número de órdenes, que se situarían en el 58 % y el 76 % según se utilizase la aproximación directa o indirecta.

Una de las conclusiones del análisis es que el tamaño de las operaciones de alta frecuencia es inferior al del resto de las operaciones, mientras que la utilización masiva de órdenes (una de las características de este tipo de negociación) también se manifiesta en una cuota de mercado mucho más alta cuando se utilizan estas como elemento comparador con el resto de operadores.

De acuerdo con el estudio, la actividad de alta frecuencia varía de manera significativa en función del tipo de plataforma de negociación analizada. Es mayor en los nuevos SMN, como BATS Europe, Chi-X Europe y Turquoise, que en los mercados regulados tradicionales. Otra de las características que se desprenden del estudio es que las empresas de inversión dedicadas a la actividad de alta frecuencia son miembros de más plataformas de contratación que el resto de participantes, lo que indica que muchos de ellos efectúan arbitraje de precios entre diferentes mercados.

ESMA tiene previsto emprender nuevos estudios para determinar los siguientes aspectos:

- La contribución real de la negociación de alta frecuencia a la liquidez de los mercados.
- La identificación de los factores que contribuyen a la aparición y desarrollo del HFT.
- El análisis de los potenciales riesgos y beneficios de la negociación de alta frecuencia.

1 [http://www.esma.europa.eu/system/files/esma20141\\_-\\_hft\\_activity\\_in\\_eu\\_equity\\_markets.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf)

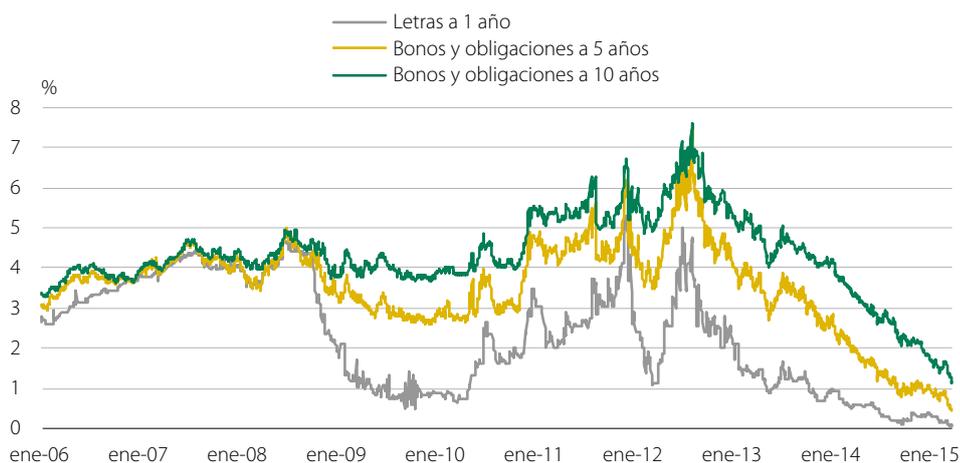
### 3.2 Los mercados de renta fija

*Los mercados de renta fija nacionales mantuvieron durante los primeros meses de 2015 la misma tónica del año anterior y apenas se vieron afectados por la incertidumbre de Grecia.*

Los mercados de renta fija nacionales mantuvieron durante el primer trimestre del año la tónica observada en 2014 y apenas se vieron perturbados por la incertidumbre generada en Grecia. Así, se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda pública y de renta fija privada, tanto a corto como a largo plazo, que adelantaron en parte algunos de los efectos del nuevo programa de compras de deuda del BCE. A mediados de marzo, la mayoría de estas rentabilidades se situaba en mínimos históricos y generaba un entorno favorable para las entidades a la hora de tomar decisiones de inversión. Las primas de riesgo de crédito presentaron ciertos altibajos en los primeros meses de 2015 pero en general acabaron el trimestre en valores inferiores a los de finales de 2014: cerca de los 90 p. b. tanto en el sector público<sup>12</sup> como en el privado (promedio de las primas de entidades financieras y no financieras). La mejora de las condiciones de financiación de las entidades permitió un aumento significativo del volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV, que en el primer trimestre del año se situó en 27.615 millones de euros (un 68,4 % más que en 2014<sup>13</sup>).

12 Existen pequeñas diferencias entre la prima de riesgo soberano evaluada a través de la diferencia de rentabilidades entre el bono español a diez años y el alemán y la prima de riesgo del CDS a cinco años del bono soberano español.

13 El avance se reduce al 41,8 % si se descuentan las emisiones efectuadas por la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 13 de marzo.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo de la deuda pública descendieron durante el primer trimestre de 2015 hasta niveles inferiores a los mínimos del pasado mes de septiembre. A mediados de marzo, las rentabilidades de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaban en el 0,02 %, 0,06 % y 0,07 % respectivamente, con caídas que oscilaron entre los 10 y los 27 p. b. En el caso de la renta fija privada a corto plazo, las rentabilidades también experimentaron descensos notables durante los primeros meses del año, que se situaron entre los 16 y los 54 p. b. Los tipos de interés de los pagarés a tres, seis y doce meses en el momento de la emisión descendían hasta niveles del 0,39 %, 0,37 % y 0,64 % respectivamente en el promedio de marzo (véase cuadro 9).

*Se observaron nuevos descensos en las rentabilidades de los instrumentos de deuda a corto plazo...*

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

CUADRO 9

%	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15 <sup>2</sup>
<b>Letras del Tesoro</b>						
3 meses	1,14	0,54	0,12	0,05	0,12	0,02
6 meses	1,68	0,70	0,25	0,10	0,25	0,06
12 meses	2,23	0,91	0,34	0,17	0,34	0,07
<b>Pagarés de empresa<sup>3</sup></b>						
3 meses	2,83	1,09	0,55	0,83	0,55	0,39
6 meses	3,58	1,36	0,91	1,25	0,91	0,37
12 meses	3,80	1,59	0,91	0,99	0,91	0,64

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 13 de marzo.

3 Tipos de interés de emisión.

Las rentabilidades de medio y largo plazo de la deuda pública descendieron en el conjunto del primer trimestre del año de forma similar a las referencias a corto plazo, con caídas entre los 42 y los 51 p. b. A mediados de marzo las rentabilidades de la deuda pública a tres, cinco y diez años se situaron en el 0,23 %, 0,51 % y 1,26 %

*... y a largo plazo. La rentabilidad del bono de deuda pública a diez años se situaba por debajo del 1,2 % a mediados de marzo.*

respectivamente (véase cuadro 10), registrándose nuevos mínimos históricos. Por su parte, la disminución de las rentabilidades de la renta fija privada también fue significativa durante los primeros meses del año, especialmente en los plazos más largos. A mediados de marzo, estas rentabilidades eran del 0,69 %, 1,68 % y 1,99 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente.

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

CUADRO 10

%	dic-12	dic-13	dic-14	sep-14	dic-14	mar-15 <sup>2</sup>
<b>Renta fija pública</b>						
3 años	3,40	2,00	0,65	0,52	0,65	0,23
5 años	4,22	2,68	0,96	0,94	0,96	0,51
10 años	5,35	4,15	1,77	2,23	1,77	1,26
<b>Renta fija privada</b>						
3 años	4,19	2,63	0,84	0,96	0,84	0,69
5 años	4,66	2,84	1,88	1,80	1,88	1,68
10 años	6,79	4,46	2,32	2,77	2,32	1,99

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos a 13 de marzo.

*Con algunos altibajos, las primas de riesgo tanto del sector público como del privado tendieron a estabilizarse en los primeros meses de 2015...*

Las primas de riesgo de los diferentes sectores de la economía mostraron algunos altibajos durante el primer trimestre de 2015 debido a la incertidumbre originada en Grecia pero, en general, finalizaron el mismo en niveles inferiores a los de diciembre de 2014 (excepto las entidades financieras). En el caso del sector público, el diferencial entre el tipo de interés del bono soberano español a diez años y el bono alemán, que finalizó 2014 en 107 p. b., se incrementó transitoriamente hasta los 135 p. b. en febrero para luego descender hasta los 90 p. b. a mediados de marzo. La prima de riesgo del CDS del bono soberano español mostró una evolución similar, al pasar desde los 96 p. b. a finales de 2014 hasta los 114 p. b. a mediados de febrero y retroceder después hasta los 84 p. b. a mediados de marzo (véase panel izquierdo del gráfico 17).

### Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo.

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

En cuanto a las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado, destaca la estabilización del promedio de la prima de las entidades financieras, en contraste con el descenso de la de las no financieras desde finales de 2014. Como se observa en el panel derecho del gráfico 17, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a mediados de marzo en 102 p. b., prácticamente el mismo nivel de finales de 2014 (101 p. b.), mientras que la media de los CDS de las entidades no financieras disminuía desde los 92 p. b. en diciembre de 2014 hasta los 73 p. b. en marzo.

... en niveles similares (o inferiores en algunos casos) a los existentes antes de la crisis de deuda soberana en Europa.

El análisis de los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano desde Grecia hacia otros países de la zona euro, que resulta relevante debido a la incertidumbre existente desde hace varios meses como consecuencia del cambio de Gobierno en aquel país y del resultado de la negociación de su programa de asistencia financiera, revela que los niveles de contagio han aumentado ligeramente en 2015. Sin embargo, como se observa en el gráfico 18, se puede considerar residual en comparación con los niveles alcanzados en periodos anteriores de turbulencias en el contexto de la crisis de deuda soberana en Europa.

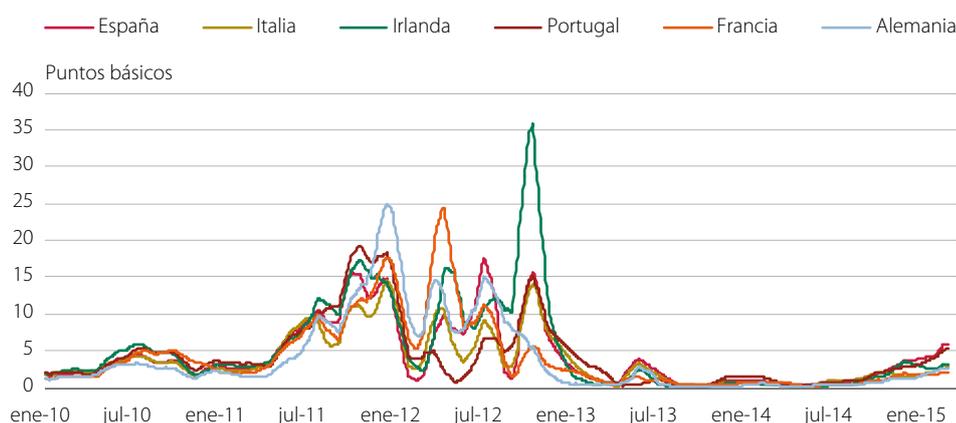
El impacto de la incertidumbre originada en Grecia sobre el resto de las economías europeas ha sido muy reducido de acuerdo con los indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre de 2015 (hasta el 13 de marzo) se situaron en 27.615 millones de euros, muy por encima de los 16.399 millones del mismo periodo del año anterior. En este repunte jugaron un papel muy importante las emisiones efectuadas por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que pasaron de 4.085,3 millones de euros en el primer trimestre de 2014 a 10.152,8 millones en 2015. Descontando estas emisiones, el volumen total de emisiones de renta fija registrado en la CNMV se incrementó un 41,8 %, hasta los 17.462 millones de euros.

El importe de las emisiones de renta fija registradas en la CNMV fue muy elevado en el primer trimestre de 2015, superando los 27.600 millones de euros.

### Indicadores de contagio de riesgo de crédito soberano en la zona euro: shocks desde Grecia<sup>1</sup>

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 13 de marzo de 2015.

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

Por tipo de instrumento, es llamativo el dinamismo de las emisiones de cédulas hipotecarias, que pasaron de 2.250 millones de euros en 2014 a 4.300 millones en 2015, y de bonos y obligaciones no convertibles, que lo hicieron desde 5.647 millones

Una parte notable del incremento tuvo su origen en las emisiones de la SAREB...

... aunque también se observaron repuntes en las emisiones de otros instrumentos como, por ejemplo, las cédulas hipotecarias.

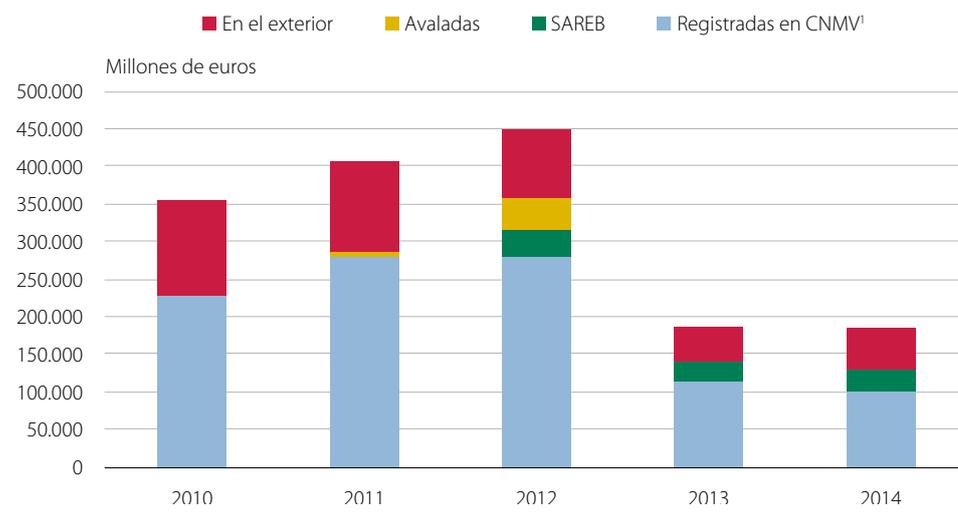
Las emisiones de renta fija efectuadas en el exterior siguen ganando en importancia en relación con el volumen total emitido por las entidades españolas.

hasta 13.637 millones (véase cuadro 11). En este último segmento, debe tenerse en cuenta la primera emisión por parte de una entidad financiera de bonos de internacionalización, por un importe de 460 millones de euros. Estos bonos están garantizados por créditos concedidos para la financiación de contratos de exportación o internacionalización de empresas; su figura, así como la de las cédulas de internacionalización<sup>14</sup>, fue concebida en el contexto de la última crisis económica para paliar las dificultades de acceso a la financiación bancaria de las empresas que desarrollan su negocio en el mercado exterior<sup>15</sup>.

En cuanto a las emisiones en el exterior, destacan tanto su aumento como su creciente importancia relativa en el conjunto de las emisiones efectuadas por los emisores españoles en 2014. En dicho ejercicio, estas emisiones alcanzaron los 56.736 millones de euros, lo que supone un 30 % del total, frente al 25,6 % en 2013 o el 20,4 % en 2012 (véase gráfico 19). Los datos del primer mes de 2015 indican que el volumen de las emisiones en el exterior fue superior a los 6.000 millones de euros. El 61 % de este importe correspondió a emisiones de pagarés y el resto a emisiones de bonos y obligaciones (véase cuadro 11).

### Emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Emisiones registradas en la CNMV descontando las emisiones avaladas y las efectuadas por la SAREB.

14 Las cédulas de internacionalización son instrumentos de renta fija garantizados por la cartera de préstamos y créditos concedidos previamente por el emisor, vinculados a la financiación de contratos de exportación o a la internacionalización de empresas que cumplan ciertos requisitos de calidad crediticia. Los bonos de internacionalización, a diferencia de las cédulas, están garantizados únicamente por aquellos que han sido afectados a la emisión mediante escritura pública.

15 Véase Real Decreto 579/2014, de 4 de julio, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización.



## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero<sup>16</sup>

*El patrimonio de los fondos de inversión creció un 27 % en 2014, hasta casi los 200 mil millones de euros, consolidándose la tendencia expansiva iniciada en 2013. El aumento se produjo fundamentalmente por las entradas de dinero en estos productos.*

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 26,8 % durante 2014, hasta alcanzar los 198.719 millones de euros, de forma que se consolida la senda expansiva iniciada el año anterior (véase cuadro 13). Este avance sitúa el nivel de patrimonio del sector en valores similares a los existentes a mediados de 2008. Este notable crecimiento fue consecuencia, especialmente, de las suscripciones netas realizadas durante el año, que alcanzaron casi los 36.000 millones de euros (véase cuadro 12). Por categorías, las mayores entradas de recursos se produjeron en los fondos de renta fija mixta (15.712 millones de euros), renta fija (13.493) y renta variable mixta (6.568). Por otro lado, los reembolsos netos más cuantiosos se produjeron, con diferencia, en los fondos garantizados de renta fija (10.454). Este comportamiento de los flujos de inversión es similar al observado en 2013, con reembolsos en las categorías de fondos garantizados, pero mientras que ese año las suscripciones se producían en su mayoría en los fondos de renta fija, en 2014 también se han dirigido a los fondos mixtos, cuyo nivel de riesgo es ligeramente superior.

#### Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2012	2013	2014	2014			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>-12.737,7</b>	<b>24.133,0</b>	<b>35.972,7</b>	<b>10.069,9</b>	<b>10.766,0</b>	<b>8.828,3</b>	<b>6.308,5</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-5.843,6	13.783,1	13.492,7	3.633,3	2.957,0	3.678,6	3.223,8
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-775,2	2.059,3	15.712,0	2.323,5	4.901,7	4.103,7	4.383,1
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-383,1	1.881,9	6.567,7	1.208,8	1.439,1	2.349,7	1.570,1
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-163,7	1.730,3	2.184,9	955,0	782,9	460,6	-13,6
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-420,6	900,2	531,8	422,8	376,5	-145,6	-121,9
Gar. rta. fija	-853,0	-4.469,2	-10.453,6	-3.763,4	-2.662,7	-1.707,5	-2.320,0
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-3.523,5	-2.070,2	-909,5	-23,7	-43,4	-566,0	-276,4
Fondos globales	-7,5	847,4	2.182,3	413,7	534,5	576,6	657,5
De gestión pasiva <sup>7</sup>	572,1	9.538,2	4.970,9	4.357,3	2.084,9	-343,8	-1.127,5
Retorno absoluto <sup>7</sup>	-1.339,4	-67,8	1.693,9	542,7	395,6	422,2	333,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

<sup>16</sup> Las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre son instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, pero por sus características propias se describen en un subepígrafe específico.

Número	2012	2013	2014	2014			
				I	II	III	IV
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>2.185</b>	<b>2.045</b>	<b>1.951</b>	<b>2.037</b>	<b>2.023</b>	<b>1.959</b>	<b>1.951</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	454	384	359	374	375	367	359
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	125	122	123	119	119	117	123
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	117	128	131	127	126	125	131
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	127	108	103	103	104	103	103
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	211	193	191	190	190	186	191
Gar. rta. fija	398	374	280	355	336	303	280
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	361	308	273	307	297	275	273
Fondos globales	192	162	162	160	163	165	162
De gestión pasiva <sup>7</sup>	85	169	227	205	217	222	227
Retorno absoluto <sup>7</sup>	115	97	102	97	96	96	102
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>124.040,4</b>	<b>156.680,1</b>	<b>198.718,8</b>	<b>169.513,6</b>	<b>182.735,8</b>	<b>192.199,6</b>	<b>198.718,8</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	40.664,6	55.058,9	70.330,9	59.381,8	62.740,7	66.841,2	70.330,9
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	5.500,9	8.138,0	24.314,3	10.600,2	15.666,0	19.917,0	24.314,3
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	3.179,9	6.312,4	13.570,4	7.648,6	9.242,9	11.668,9	13.570,4
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	5.270,2	8.632,8	8.401,5	7.753,1	8.601,7	8.693,6	8.401,5
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	6.615,0	8.849,0	12.266,4	11.693,7	12.426,8	12.151,9	12.266,4
Gar. rta. fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	27.529,5	24.920,1	23.122,1	20.417,0
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.810,3	12.940,7	12.497,2	12.196,4
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	5.007,9	5.650,3	6.255,6	6.886,3
De gestión pasiva <sup>7</sup>	2.991,2	16.515,9	23.837,5	21.847,0	24.898,6	24.971,5	23.837,5
Retorno absoluto <sup>7</sup>	4.601,9	4.659,9	6.498,1	5.241,5	5.648,0	6.080,4	6.498,1
<b>Partícipes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>4.410.771</b>	<b>5.050.719</b>	<b>6.409.806</b>	<b>5.410.205</b>	<b>5.814.175</b>	<b>6.134.711</b>	<b>6.409.806</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.612.002	1.712.748	1.818.308	1.941.567
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	188.574	240.676	603.099	314.879	425.424	506.220	603.099
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	138.096	182.223	377.265	211.810	252.255	313.796	377.265
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	220.450	293.193	381.822	323.474	347.335	384.252	381.822
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	398.664	457.606	705.055	531.270	601.531	651.495	705.055
Gar. rta. fija	1.075.852	1.002.458	669.448	871.622	796.983	744.545	669.448
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	727.880	608.051	557.030	613.296	602.530	577.616	557.030
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	146.223	168.796	195.290	223.670
De gestión pasiva <sup>7</sup>	125.003	441.705	686.526	575.262	673.166	692.827	686.526
Retorno absoluto <sup>7</sup>	173.297	188.057	264.324	210.367	233.407	250.362	264.324
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos inversión</b>	<b>5,50</b>	<b>6,50</b>	<b>3,67</b>	<b>1,71</b>	<b>1,41</b>	<b>0,43</b>	<b>0,08</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	3,54	2,28	2,41	0,89	0,67	0,55	0,28
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	4,95	4,16	3,67	1,57	1,34	0,71	0,01
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	7,83	10,85	4,70	1,69	1,89	0,77	0,28
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	12,31	28,06	2,09	5,01	3,04	-2,35	-3,38
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	13,05	20,30	6,61	2,22	2,92	-0,91	2,27
Gar. rta. fija	4,85	4,96	2,54	1,56	0,71	0,39	-0,14
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	5,07	6,15	2,64	1,26	1,59	0,38	-0,60
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	1,65	1,69	0,68	0,54
De gestión pasiva <sup>7</sup>	7,10	8,88	7,74	3,45	2,64	1,49	-0,02
Retorno absoluto <sup>7</sup>	3,84	2,46	1,98	0,82	0,75	0,18	0,22

Fuente: CNMV.

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

7 Nuevas categorías desde el segundo trimestre de 2009. Todos los fondos de retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

8 Rentabilidad anual para 2012, 2013 y 2014. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

*La revalorización de la cartera (3,7 %) también tuvo un papel positivo. A pesar de la expansión del sector, el número de fondos continuó disminuyendo en 2014...*

El rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo a lo largo de 2014 (3,7 %), con valores inferiores a los de los dos años anteriores y un mejor comportamiento durante el primer semestre de 2014 que durante el segundo. Las categorías con una mayor rentabilidad fueron la de gestión pasiva, con un 7,7 %, y la de renta variable internacional, con un 6,6 %. Cabe destacar que esta última categoría de fondos y los fondos de renta variable euro habían experimentado rentabilidades superiores al 20 % en 2013, mientras que en 2014 fueron mucho menores (6,6 % y 2,1 % respectivamente) debido al comportamiento irregular de los mercados de renta variable, especialmente en la segunda mitad del año. A pesar de la expansión del sector durante los dos últimos años, las sociedades gestoras continuaron con el proceso de racionalización de productos, por lo que redujeron su oferta de fondos, aunque con menor intensidad que en periodos anteriores. Así, a finales de diciembre el número de estas instituciones era de 1.951, 94 menos que en 2013, y fueron los fondos garantizados de renta fija los que experimentaron un mayor descenso (94 menos), seguidos por los garantizados de renta variable (36 menos). La vocación de gestión pasiva fue, como en 2013, la que experimentó el aumento más relevante en el número de fondos, incrementándose en 58, hasta alcanzar los 227 a finales de año.

*... pero no el de partícipes, que se incrementó en más de 1,3 millones hasta superar los 6,4 millones.*

En línea con el buen comportamiento que está experimentando esta industria, el número de partícipes en fondos de inversión creció en más de 1,3 millones de euros, hasta situarse por encima de los 6,4 millones al finalizar el año. El aumento más destacado se produjo en los fondos de renta fija y renta fija mixta, con 434 mil y 362 mil partícipes más, respectivamente. Únicamente los fondos garantizados mostraron un descenso, con una reducción conjunta de 384 mil.

*Los datos preliminares de enero de 2015 indican que la tendencia expansiva del sector continúa.*

Los datos disponibles correspondientes al primer mes de 2015 sugieren que la tendencia expansiva iniciada en 2013 no ha concluido. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 2,8 %, hasta los 204,4 mil millones de euros en enero, mientras que el número de partícipes se habría incrementado en unos 160 mil, hasta los 6,57 millones. El número de fondos, por su parte, parece haberse estabilizado.

*Los valores de menor liquidez de la cartera de los fondos apenas representaban el 1 % del patrimonio total de estas instituciones a finales de 2014.*

Siguiendo la tendencia de los últimos años, las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada mejoraron a lo largo de 2014. El volumen de activos de liquidez reducida descendió en casi 1.200 millones de euros (-35 %), la mayor parte en el primer semestre, hasta alcanzar los 2.157 millones de euros (véase cuadro 14). El peso de estos activos en el patrimonio total se redujo en un punto porcentual, pasando del 2,1 % en 2013 al 1,1 % en 2014. Cabe destacar el descenso de activos de baja liquidez emitidos por entidades financieras, tanto con calificación AAA como inferior, que pasó del 15,3 % al 5,6 %.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	jun-14	sep-14	dic-14	jun-14	sep-14	dic-14
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	202	112	29	18 %	10 %	3 %
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.214	1.469	1.177	6 %	7 %	6 %
Renta fija no financiera	280	320	328	6 %	6 %	5 %
Titulizaciones	554	555	623	21 %	21 %	19 %
Titulización AAA	40	41	97	100 %	100 %	100 %
Resto de titulizaciones	514	514	526	20 %	18 %	18 %
<b>Total</b>	<b>2.249</b>	<b>2.457</b>	<b>2.157</b>	<b>8 %</b>	<b>8 %</b>	<b>7 %</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>			

Fuente: CNMV.

### IIC inmobiliarias

La actividad de las IIC inmobiliarias siguió reflejando en 2014 el fuerte ajuste del sector de los últimos años. Los fondos de inversión inmobiliaria fueron los que más sufrieron la situación del sector, con dos bajas durante el año, que se produjeron después de que dos fondos se escindieran en mayo, provocando la segregación parcial de su patrimonio hacia fondos de carácter financiero. En febrero, otro fondo acordó su escisión y se segregó también a un fondo de inversión financiero, dándose finalmente de baja en enero de este año<sup>17</sup>. Todas estas modificaciones provocaron una drástica contracción patrimonial de los FII en 2014, con una reducción del 88,6 %, hasta los 420 millones de euros. El número de partícipes, por su parte, experimentó un descenso del 30,1 %, hasta poco más de cuatro mil en diciembre de 2014. La rentabilidad de los fondos siguió en terreno negativo (-5,9 % a lo largo del año), pero la magnitud de la caída fue menor que la de años anteriores. Además, como consecuencia de un cierto estancamiento en los precios del sector inmobiliario, la caída de la segunda mitad del año (-2,1 %) fue inferior a la de la primera (-3,9 %).

*La evolución de las IIC inmobiliarias siguió lastrada por el fuerte ajuste del sector de la construcción e inmobiliario de los últimos años. El segmento de fondos de inversión inmobiliaria registró varias bajas durante el año que dieron lugar a una caída del 88,6 % de su patrimonio.*

Las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) también experimentaron retrocesos en sus magnitudes más relevantes. El número de SII a finales de 2014 era de siete, tres menos que en 2013, tras haberse producido un alta y cuatro bajas. Como consecuencia, su patrimonio se contrajo a lo largo del año, pero no lo hizo de una forma sustancial, concretamente en un 5,5 %, hasta los 806,5 millones de euros. El número de accionistas era de 845 a finales de diciembre, un 17,4 % menos que el año anterior.

*El número y el patrimonio de las sociedades de inversión inmobiliaria también retrocedieron en 2014, pero con menos intensidad.*

### IIC de inversión libre

Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (denominación en la normativa española de los fondos conocidos como *hedge funds*) registraron, en su con-

*Expansión de las IIC de inversión libre en 2014...*

17 A pesar de no haberse dado de baja hasta enero de 2015, el mencionado fondo ya no remitió estados a la CNMV en diciembre del año anterior, por lo que en la información que se describe referente al cierre de 2014 ya no se incluye este fondo.

junto, un incremento patrimonial durante los once primeros meses de 2014 del 24,1 %, situándose a finales de noviembre en 1.722 millones de euros. El número de instituciones a finales de año era de 55, frente a las 51 de 2013.

... más intensa en el segmento de instituciones puras, con un avance del patrimonio del 31,8 %...

En el caso de las instituciones puras de inversión libre (IIC de inversión libre), 2014 supuso la consolidación de la tendencia expansiva de los últimos años. De esta forma, el patrimonio se incrementó un 31,8 %, hasta los 1.366 millones de euros de finales de noviembre, debido tanto a la revalorización de la cartera como a las suscripciones netas efectuadas por los inversores (véase cuadro 15). Así, la rentabilidad en el periodo enero-noviembre fue del 5,1 %, a pesar de que en la última parte del año se volvió negativa (-1,1 % entre julio y noviembre). Las suscripciones netas, por su parte, ascendieron a 278,4 millones de euros durante los once primeros meses de 2014.

... que en el segmento de fondos de fondos, aunque en estos últimos se apreció un cambio de tendencia respecto al patrón contractivo de los últimos años.

En el caso de los fondos de fondos (IIC de IIC de inversión libre) el ligero avance patrimonial de 2014 se podría interpretar como un cambio respecto a la tendencia contractiva de los últimos años. Así, a pesar de las cuatro bajas producidas durante el año, el patrimonio de estas instituciones se situó en 356 millones de euros en noviembre de 2014, un 1,5 % superior al volumen del cuarto trimestre de 2013. El número de partícipes, en cambio, descendió un 9,2 %, hasta situarse en los 2.743 en noviembre, mientras que la rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue del 7,2 %, una cifra muy superior a la de los años precedentes.

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

CUADRO 15

	2012	2013	2014	2014			
				I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	24	22	18	21	20	20	18
Partícipes	3.338	3.022	2.743	2.994	2.972	2.737	2.743
Patrimonio (millones de euros)	540	350,3	355,7	352,1	354	367,5	355,7
Rentabilidad (%)	0,88	4,39	7,21	0,66	1,42	4,42	0,57
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	36	29	37	28	30	33	37
Partícipes	2.427	2.415	2.605	2.513	2.631	2.627	2.605
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.366	1.172,4	1.261,5	1.353	1.366
Rentabilidad (%)	7,17	16,48	5,06	4,21	1,97	-1,0	-0,15

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta noviembre de 2014, excepto en el número de entidades, con datos a diciembre del mismo año.

### IIC extranjeras comercializadas en España

Fuerte aumento de las IIC extranjeras en 2014, cuyo volumen de inversión quedó cerca de los 79 mil millones de euros, un 44 % superior al de 2013.

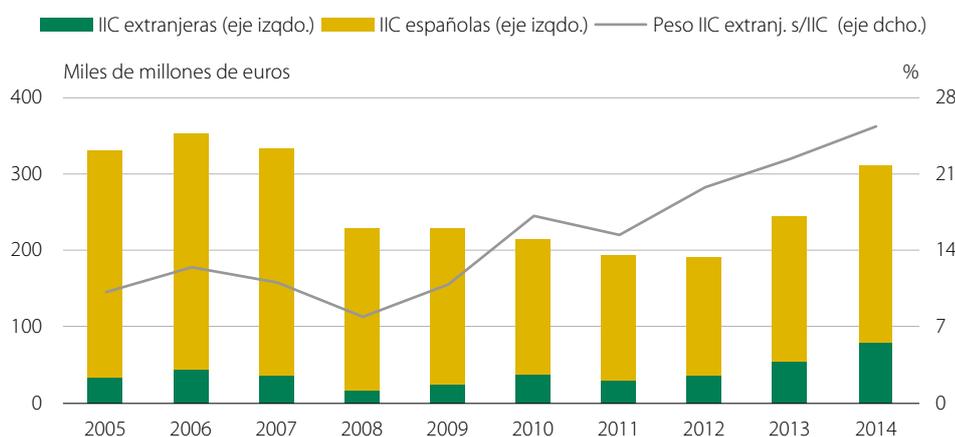
Desde mediados de 2012, el segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España está experimentando una importante expansión, con un aumento del volumen de inversión acumulado entre 2011 y 2014 del 163 %. Este último año, concretamente, creció un 44,2 %, hasta alcanzar prácticamente los 79 mil millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 20, este volumen representa el 25,3 % del patrimonio total de las IIC comercializado en España, un porcentaje que se ha ido incrementando paulatinamente desde el 8 % del ejercicio 2008, al inicio de la crisis.

El aumento de la inversión de las IIC extranjeras se ha canalizado tanto a través de fondos como de sociedades. Las segundas, que tienen un mayor peso en la inversión, aumentaron su patrimonio un 46,6 %, hasta los 67.738 millones de euros, mientras que los fondos lo hicieron un 31 %, hasta los 11.166 millones. Por su parte, el número de inversores en estos productos creció un 23,4 %, hasta un total de 1.317.674, y el número de instituciones pasó de 780 a 805.

*Tanto las sociedades como los fondos registraron avances en sus magnitudes más importantes.*

## Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

La industria de la inversión colectiva se está beneficiando fuertemente del entorno de tipos de interés históricamente reducidos, que incentiva la búsqueda de alternativas de inversión más rentables que el tradicional depósito bancario, poco atractivo en estos términos. La orientación de la política monetaria en Europa permite prever tipos de interés muy reducidos en los próximos años, por lo que este factor seguirá incidiendo positivamente en la evolución de la industria de fondos de inversión desde el punto de vista de la demanda de estos productos. Desde el punto de vista de la oferta, la gestión y comercialización de fondos de inversión continúa siendo un negocio muy rentable para las entidades financieras españolas, por lo que también es previsible que continúe el interés de estas entidades en la venta de estos productos de inversión<sup>18</sup>. El volumen de fondos que pueda captar esta industria a medio plazo dependerá de la evolución del ahorro del sector privado, que se ha visto limitado durante la crisis por el estancamiento de la renta disponible. A corto plazo, la recuperación económica y del empleo son factores que juegan a favor de la industria.

*El nivel mínimo de los tipos de interés y la recuperación de la renta del sector privado permiten ser optimistas de cara a la evolución futura de la industria de fondos.*

## 4.2 Empresas de servicios de inversión

La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) experimentó un avance significativo en 2014 gracias al entorno favorable de los mercados financieros. Los beneficios antes de impuestos del sector ascendieron a 306 millones de euros, lo que representó un aumento del 41 % en relación a la cifra obtenida en 2013 (véase gráfico 21).

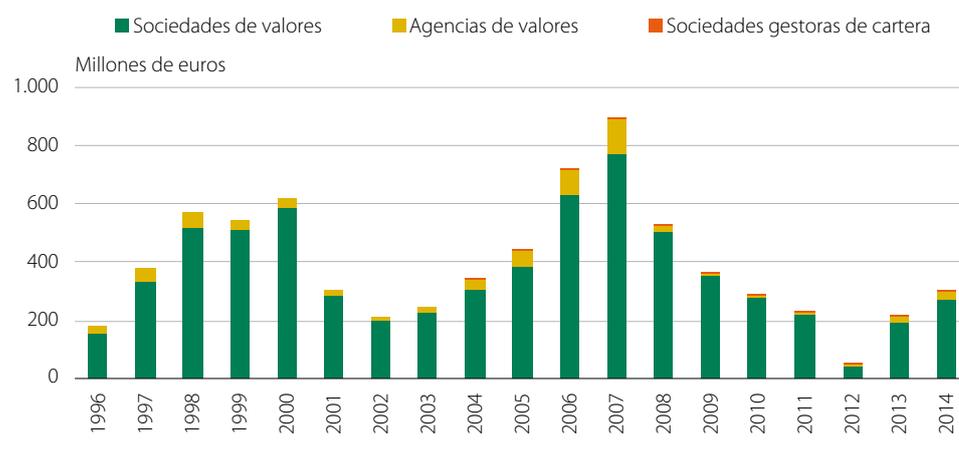
*El buen tono de los mercados en 2014 permitió un aumento significativo de los beneficios de los intermediarios financieros registrados en la CNMV.*

18 Véase el artículo de Ramiro Losada «El poder de mercado de las gestoras de fondos de inversión en el mercado minorista español», publicado en el Boletín Trimestral de la CNMV correspondiente al cuarto trimestre de 2014.

La mejora de los resultados fue generalizada en los distintos grupos de intermediarios: sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. Por su parte, el número de empresas de servicios de inversión registrado en la CNMV a finales de 2014 era de ochenta y tres<sup>19</sup>, cuatro menos que a finales de 2013. Del total de entidades, seis poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE bajo la modalidad de presencia física (sucursal) y cuarenta y una lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios (una más que a finales de 2013).

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

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

*En el caso de las sociedades de valores, los beneficios se incrementaron un 42 %, debido al aumento de las comisiones percibidas y a la reducción de los gastos de explotación.*

En el caso de las sociedades de valores (SV), el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 275,6 millones de euros en 2014, un 42 % más que en 2013. Este importe representa el 90 % de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). El incremento de los beneficios tuvo su origen en el aumento de los ingresos por comisiones, en la mejora de otras partidas del margen bruto y en la reducción de los gastos de explotación. Los ingresos por comisiones crecieron un 11,9 %, hasta los 633,3 millones de euros. Las comisiones que más se incrementaron en términos absolutos fueron aquellas originadas por la colocación y el aseguramiento de emisiones, que superaron los 21,4 millones de euros, y también las obtenidas por la comercialización de IIC, que quedaron cerca de los 63 millones de euros. Las comisiones asociadas al depósito y anotación de valores así como a la gestión de carteras superaron igualmente los 21 millones de euros. Cabe reseñar que se produjo un ligero retroceso (1,5 %) de las comisiones percibidas en el servicio de inversión que reporta más ingresos a estas entidades, la tramitación y la ejecución de órdenes, a pesar del aumento de los volúmenes mediados en los mercados en 2014. El retroceso se debió al descenso de la comisión media por corretaje.

*El resultado de explotación alcanzó los 265 millones de euros a finales de 2014, un 43,5 % más, gracias a la mejora del margen bruto y a la reducción de los gastos.*

El margen bruto de las SV se situó a finales de 2014 en 645 millones de euros, un 12,7 % más que en 2013. Además del avance de las comisiones, se observó una mejora del margen de intereses y se redujeron las pérdidas asociadas a las diferencias de cambio netas. Por el contrario, el resultado de las inversiones financieras se contrajo un 13,3 %, hasta los 222 millones de euros. El avance del margen bruto del

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

sector, junto con la reducción de los gastos de explotación, de un 3,3 %, hasta los 372 millones de euros, permitió un incremento del 43,5 % en el resultado de explotación de las SV, que se cifró en 265,6 millones de euros.

### Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic-14)

CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	dic-13	dic-14	% var.	dic-13	dic-14	% var.	dic-13	dic-14	% var.
1. Margen de intereses	67.333	74.177	10,2	1.799	1.119	-37,8	667	574	-13,9
2. Comisiones netas	387.216	445.317	15,0	110.422	120.634	9,2	9.362	11.104	18,6
2.1. Comisiones percibidas	565.787	633.263	11,9	130.738	147.137	12,5	18.603	15.411	-17,2
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	347.522	342.462	-1,5	40.196	41.745	3,9	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	4.824	21.414	343,9	4.715	8.129	72,4	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	17.987	22.347	24,2	505	567	12,3	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	15.581	21.046	35,1	16.267	15.062	-7,4	17.028	13.572	-20,3
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	10.500	10.638	1,3	5.707	7.260	27,2	1.575	849	-46,1
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	8.659	4.367	-49,6	55	0	-100,0	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	22	0	-100,0	11	0	-100,0	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	51.766	62.948	21,6	35.823	46.565	30,0	0	0	-
2.1.9. Otras	108.926	148.041	35,9	27.459	27.809	1,3	0	990	-
2.2. Comisiones satisfechas	178.571	187.946	5,3	20.316	26.503	30,5	9.241	4.307	-53,4
3. Resultado de inversiones financieras	256.110	222.077	-13,3	5	775	15.400	9	-6	-
4. Diferencias de cambio netas	-149.033	-110.808	-	-237	498	-	-24	132	-
5. Otros productos y cargas de explotación	10.566	14.383	36,1	-1.396	604	-	-8	-369	-4.512,5
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>572.192</b>	<b>645.146</b>	<b>12,7</b>	<b>110.593</b>	<b>123.626</b>	<b>11,8</b>	<b>10.006</b>	<b>11.435</b>	<b>14,3</b>
6. Gastos de explotación	384.638	372.003	-3,3	89.726	96.616	7,7	6.388	5.530	-13,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	-609	6.197	-	2.420	2.630	8,7	64	45	-29,7
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	3.123	1.437	-54,0	25	13	-48,0	0	0	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>185.040</b>	<b>265.509</b>	<b>43,5</b>	<b>18.422</b>	<b>24.366</b>	<b>32,3</b>	<b>3.554</b>	<b>5.860</b>	<b>64,9</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	9.529	10.120	6,2	854	466	-45,4	9	0	-100,0
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>194.569</b>	<b>275.629</b>	<b>41,7</b>	<b>19.276</b>	<b>24.832</b>	<b>28,8</b>	<b>3.563</b>	<b>5.860</b>	<b>64,5</b>
10. Impuesto sobre beneficios	53.764	83.162	54,7	4.955	4.910	-0,9	1.091	1.725	58,1
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>140.805</b>	<b>192.467</b>	<b>36,7</b>	<b>14.321</b>	<b>19.922</b>	<b>39,1</b>	<b>2.472</b>	<b>4.135</b>	<b>67,3</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>140.805</b>	<b>192.467</b>	<b>36,7</b>	<b>14.321</b>	<b>19.922</b>	<b>39,1</b>	<b>2.472</b>	<b>4.135</b>	<b>67,3</b>

Fuente: CNMV.

El negocio de las agencias de valores (AV) también experimentó mejoras durante 2014, que repercutieron positivamente en la cuenta de resultados de estas entidades. Así, los beneficios agregados antes de impuestos se incrementaron un 28,8 % en 2014, hasta los 24,8 millones de euros. Este resultado fue producto del aumento de los ingresos por las comisiones percibidas, de un 12,5 %, hasta los 147,1 millones de euros (véase cuadro 16). En valor absoluto, los mayores incrementos se produjeron en las comisiones asociadas a la comercialización de IIC (10,7 millones de euros más), a la colocación y el aseguramiento de emisiones (3,4 millones más) y al asesoramiento en materia de inversión (1,6 millones más). Por su volumen, las comisiones más importantes para las AV fueron las originadas por la comercializa-

*El beneficio agregado de las agencias de valores se incrementó casi un 29 % en 2014 debido al aumento de los ingresos por comisiones, destacando las de comercialización de IIC y las de colocación y aseguramiento de emisiones.*

ción de IIC (32 % del total) y por la tramitación y ejecución de órdenes (28 % del total). En términos agregados, el margen bruto aumentó un 11,8 %, hasta los 123,6 millones de euros. Los gastos de explotación superaron los 96,6 millones de euros, un 7,7 % más que en 2013.

*El beneficio agregado de las sociedades gestoras también aumentó, pero por la reducción de las comisiones satisfechas.*

En relación a la evolución de las sociedades gestoras de cartera (SGC), los beneficios agregados antes de impuestos crecieron un 64,5 % en 2014, hasta los 5,86 millones de euros (véase cuadro 16). Al contrario que el resto de los intermediarios financieros, la mejora de los resultados de las sociedades gestoras tuvo su origen en la reducción de las comisiones satisfechas a otras entidades (53,4 %) y de los gastos de explotación (13,4 %). Las comisiones percibidas experimentaron un descenso en sus principales partidas, un 20,3 % en las comisiones por gestión de carteras y un 46,1 % en las comisiones por asesoramiento en materia de inversión. Teniendo en cuenta que el volumen de patrimonio gestionado por estas entidades aumentó en 2014, el descenso de los ingresos debe atribuirse a la reducción de las comisiones aplicadas.

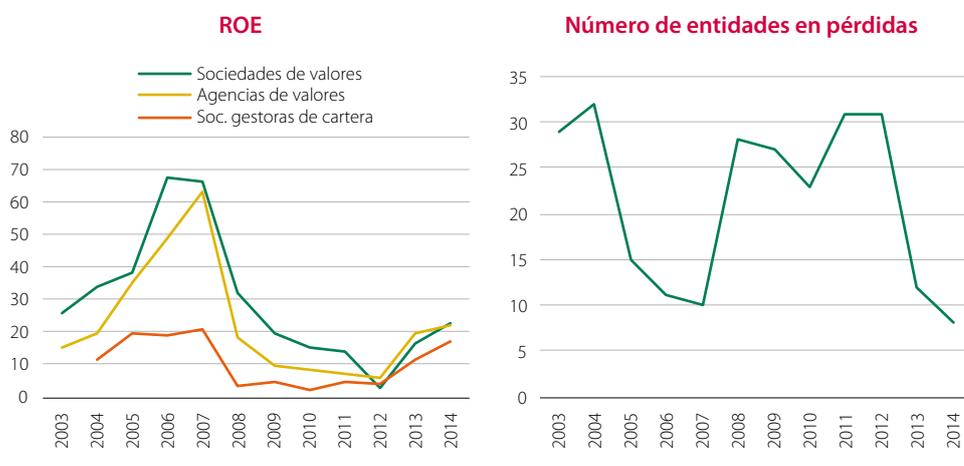
*La mejora de los beneficios dio lugar a un repunte notable de la rentabilidad de las ESI...*

En sintonía con los buenos resultados de las ESI, la rentabilidad antes de impuestos sobre los fondos propios (ROE) del conjunto del sector continuó la senda alcista iniciada en 2013 (véase panel izquierdo del gráfico 22). La rentabilidad de las sociedades de valores experimentó el mayor incremento, pasando del 16,4 % a finales de 2013 hasta el 23 % a finales de 2014. Por su parte, la rentabilidad de las agencias de valores pasó del 19,3 % al 22,2 % en el mismo periodo, mientras que la de las sociedades gestoras de carteras se incrementó en 5,5 puntos porcentuales, hasta el 17 %.

*... y a una disminución del número de entidades en pérdidas, así como del volumen de dichas pérdidas.*

El número de entidades en pérdidas se redujo sustancialmente en relación con las registradas en 2012. A finales de 2014, solo ocho entidades presentaban pérdidas, frente a las doce de 2013 y las treinta y una de 2012 (véase panel derecho del gráfico 22). Por segundo año consecutivo, ninguna sociedad gestora de carteras incurrió en pérdidas, mientras que tanto el número de sociedades como de agencias de valores en pérdidas se redujo en dos, pasando de cinco a tres en el caso de las sociedades de valores, y de siete a cinco en el caso de las agencias de valores. El valor total de las pérdidas acumuladas a lo largo de 2014 continuó reduciéndose, hasta los 6,7 millones de euros (8,1 millones en 2013).

**ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas** GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

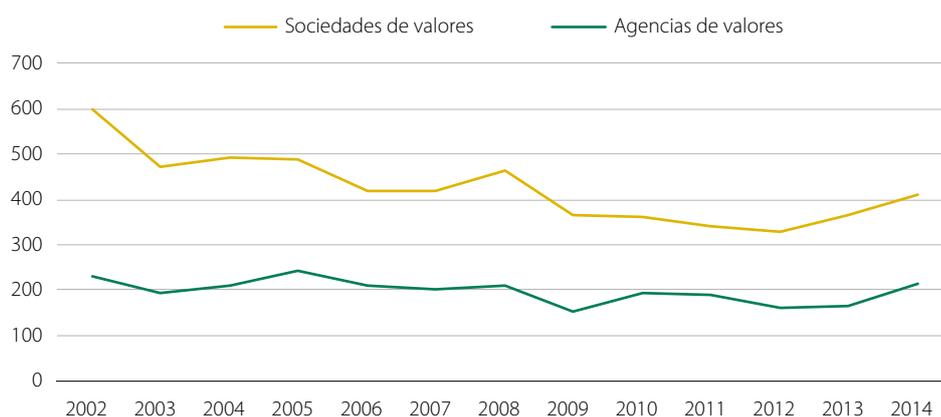
Las condiciones de solvencia de las empresas de servicios de inversión continuaron siendo satisfactorias en 2014. En esta parcela cabe destacar los cambios regulatorios implementados a lo largo de ese ejercicio, originados por la entrada en vigor el 1 de enero del Reglamento UE 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que modificó la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios de las ESI. También hubo cambios relevantes en cuanto a las obligaciones de remisión de información de solvencia por parte de las entidades. Si bien hasta 2013 todas las entidades estaban obligadas a remitir información de solvencia, a partir de 2014, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados. En este nuevo marco regulatorio, el margen de solvencia de las ESI<sup>20</sup>, calculado como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, se situó en 2014 en 4,1 para las sociedades de valores y en 2,1 para las agencias de valores (véase gráfico 23).

*Las condiciones de solvencia de las ESI siguieron siendo satisfactorias en 2014, un ejercicio de notables cambios regulatorios en esta parcela.*

## Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 23

(Exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles, %)



Fuente: CNMV.

El negocio de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) siguió creciendo en 2014: el volumen de patrimonio asesorado por estas entidades aumentó un 21,3 %, hasta los 21,4 mil millones de euros<sup>21</sup>, y sus ingresos por comisiones lo hicieron un 43,6 %, hasta los 47,8 millones de euros (véase cuadro 17). La distribución del patrimonio asesorado por tipo de cliente evolucionó de forma relativamente homogénea y en sintonía con el dinamismo de la actividad del sector. Así, el patrimonio asesorado de clientes minoristas y profesionales creció un 14,6 % y un 22,3 % respectivamente en relación con 2013, mientras que el correspondiente a contrapartes elegibles<sup>22</sup> (epígrafe

*El negocio de las EAFI siguió en expansión en 2014, con un volumen de patrimonio asesorado de 21,4 mil millones de euros, un 21,3 % más.*

20 Se incluye la información del 95 % de las sociedades de valores y del 93 % de las agencias de valores obligadas a remitir estados de solvencia a diciembre de 2014.

21 Esta cifra no incluye la información de cuatro EAFI (tres de ellas en proceso de baja o liquidación) por no disponerse de sus datos al cierre de este informe. Se expone, por tanto, la información del 97 % de las entidades.

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

«Otros») lo hizo un 24,8 %. El número de contratos de clientes minoristas continuó siendo mayoritario, al representar el 93 % de los contratos totales (la misma proporción que en 2013). Finalmente, el número de EAFI se incrementó en diecisiete, hasta las 143 a finales de 2014, de las cuales once estaban habilitadas para prestar servicios de asesoramiento en otros países de la UE bajo la modalidad de libre prestación de servicios.

## Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 17

Importes en miles de euros	2012	2013	2014	2013	2014	% var. año	
				S-2	S-1		S-2 <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE ENTIDADES</b>	<b>101</b>	<b>126</b>	<b>143</b>	<b>126</b>	<b>134</b>	<b>143</b>	<b>13,5</b>
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>2</sup></b>	<b>14.776.498</b>	<b>17.630.081</b>	<b>21.391.417</b>	<b>17.630.081</b>	<b>14.456.415</b>	<b>21.391.510</b>	<b>21,3</b>
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.199	4.991.653	5.488.399	5.719.292	14,6
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.947.782	4.465.564	4.828.459	22,3
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	8.690.646	4.502.452	10.843.759	24,8
<b>NÚMERO DE CONTRATOS<sup>2</sup></b>	<b>3.484</b>	<b>4.002</b>	<b>4.629</b>	<b>4.002</b>	<b>4.344</b>	<b>4.639</b>	<b>15,9</b>
Clientes minoristas	3.285	3.738	4.313	3.738	4.044	4.323	15,7
Clientes profesionales	175	235	276	235	264	276	17,4
Otros	24	29	40	29	36	40	37,9
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>	<b>26.177</b>	<b>33.273</b>	<b>47.746</b>	<b>33.273</b>	<b>21.513</b>	<b>47.767</b>	<b>43,6</b>
<b>Comisiones percibidas</b>	<b>26.065</b>	<b>33.066</b>	<b>47.167</b>	<b>33.066</b>	<b>21.071</b>	<b>47.188</b>	<b>42,7</b>
De clientes	20.977	26.530	37.930	26.530	17.322	37.943	43,0
De otras entidades	5.088	6.537	9.236	6.537	3.749	9.245	41,4
Otros ingresos	112	206	579	206	442	579	181,1
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>13.402</b>	<b>21.498</b>	<b>26.529</b>	<b>21.498</b>	<b>22.915</b>	<b>26.538</b>	<b>23,4</b>
Capital social	4.365	5.156	5.579	5.156	5.230	5.576	8,1
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	9.453	9.899	8.993	-4,9
Resultado del ejercicio <sup>3</sup>	4.239	6.890	11.956	6.890	7.787	11.969	73,7

1 Avance con datos del 97 % de las EAFI registradas en la CNMV (excepto el número de entidades).

2 Datos a final de periodo a valor de mercado.

3 Datos acumulados del periodo.

*Buenas perspectivas para las ESI debido al dinamismo de los mercados y a pesar de la competencia ejercida por las entidades de crédito.*

Las perspectivas para el conjunto de las empresas de servicios de inversión siguen siendo favorables debido al fortalecimiento de sus principales líneas de negocio, entre las que destacan la contratación en los mercados financieros, la comercialización de IIC, el negocio de gestión de carteras y el asesoramiento financiero. Sin embargo, como se viene apuntando en ediciones anteriores de este informe, la magnitud de la expansión previsible de este sector se ve condicionada por la creciente actividad de sus principales competidores: las entidades de crédito nacionales y extranjeras. Cabe recordar a este respecto que las entidades de crédito recibieron en 2014 el 80 % de las comisiones totales generadas por la prestación de servicios de inversión<sup>23</sup>, y que fueron dominantes en negocios como la comercialización de IIC, la administración y custodia de valores y la colocación y el aseguramiento de emisiones. El segmento donde las ESI continúan siendo más competitivas es el de la compraventa de valores (recordemos el descenso de los corretajes aplicados). Las ESI recibieron en 2014 el 53 % del total de las comisiones generadas por la prestación de este servicio.

23 Entre enero y septiembre.

La sofisticación de los instrumentos financieros ofrecidos a clientes minoristas ha aumentado de forma sustancial en los últimos años como consecuencia de los bajos tipos de interés. En este contexto, se han detectado casos de comercialización inadecuada de instrumentos financieros en nuestro mercado que han puesto de manifiesto deficiencias en la comprensión de su naturaleza y riesgos por parte de los clientes y que sugieren la necesidad de aumentar la transparencia informativa de estos productos cuando se dirigen a este tipo de inversores.

Así, en septiembre de 2014, y siguiendo las recomendaciones de la subcomisión sobre la transparencia en la información de los instrumentos financieros e hipotecarios de las entidades de crédito constituida en la Comisión de Economía del Congreso, la CNMV sometió a consulta pública una iniciativa al respecto, cuyo contenido se resume del modo siguiente:

- i) El establecimiento de un sistema sencillo y gráfico para que los inversores minoristas conozcan el riesgo y la complejidad de los productos financieros en los que pudieran tener interés en invertir. Con este objetivo, se propone utilizar un indicador sintético con una escala de cinco niveles de riesgo asociados a cinco colores, que iría, además, acompañado de alertas sobre el grado de liquidez y la complejidad del producto. La metodología sería sencilla y se utilizarían criterios como la existencia de un compromiso de devolución de capital a vencimiento, el plazo residual o la evaluación crediticia del emisor. Este indicador se incluiría en la información que las entidades facilitan a los clientes antes de la prestación de un servicio de inversión junto con otro tipo de información más detallada sobre las características y riesgos inherentes a los instrumentos financieros. Es importante mencionar que no se pretende sustituir los sistemas internos de clasificación utilizados por las entidades para la evaluación de idoneidad y conveniencia, ya que se persiguen objetivos distintos.
- ii) Este sistema de clasificación se aplicaría a todos los instrumentos financieros amparados por la Ley del Mercado de Valores, a excepción de las participaciones y acciones de instituciones de inversión colectiva, que ya cuentan con un documento estandarizado con su información fundamental.
- iii) Para determinados instrumentos financieros complejos y que, por tanto, pueden considerarse no recomendables para inversores no profesionales, se propone realizar una advertencia específica, indicando que no resultan adecuados para inversores minoristas. El cliente deberá hacer constar de su puño y letra que se da por enterado de la advertencia. Los instrumentos afectados por esta medida serían los siguientes: bonos convertibles susceptibles de computar como capital regulatorio adicional de nivel 1; instrumentos financieros estructurados que no cuenten con un compromiso de devolución de al menos el 90 % de la inversión inicial y que, además, incorporen estructuras complejas que dificulten al inversor minorista la comprensión de los riesgos, y los derivados OTC que no tengan finalidad de cobertura.

Otra preocupación que surge de la creciente sofisticación de los instrumentos financieros a los que tienen acceso los inversores minoristas es la elevada dificultad para estimar el valor razonable de los productos, tanto en el momento de la adquisición como durante la vida de los mismos. En relación con esta cuestión, la CNMV ya había recabado la opinión del sector, con anterioridad a la consulta de septiembre, sobre dos aspectos que consideraba relevantes. Por un lado, se considera que la entidad comercializadora debería estar obligada a informar sobre la estimación que realice del valor razonable de un instrumento financiero, especialmente para aquellos productos que por su naturaleza no resulten suficientemente transparentes en los costes que asume el inversor, como es el caso de instrumentos de deuda convertible contingente, productos estructurados o derivados OTC. Además, cuando exista una diferencia significativa entre el importe efectivo al que va a realizarse la transacción y el valor razonable estimado del instrumento, la CNMV considera que la entidad comercializadora debería advertir de ello al inversor de forma explícita. Por otro lado, resultaría conveniente que, para cierto tipo de productos complejos en los que la comprensión de su posible rendimiento futuro puede entrañar dificultades para inversores no profesionales, como es el caso de productos estructurados o derivados OTC, se proporcione a los clientes información cuantificada sobre el resultado estimado del producto en diferentes escenarios, junto con su probabilidad de ocurrencia, antes de su contratación.

Una vez recibidas y analizadas las respuestas de las entidades que prestan servicios de inversión, de sus asociaciones y de las asociaciones de consumidores, la CNMV redactó un proyecto de circular que fue sometido a consulta pública en enero de 2015.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

*Fuerte repunte en el negocio de las SGIIC en 2014, con un crecimiento del 24 % en el patrimonio gestionado y del 20 % en los beneficios antes de impuestos.*

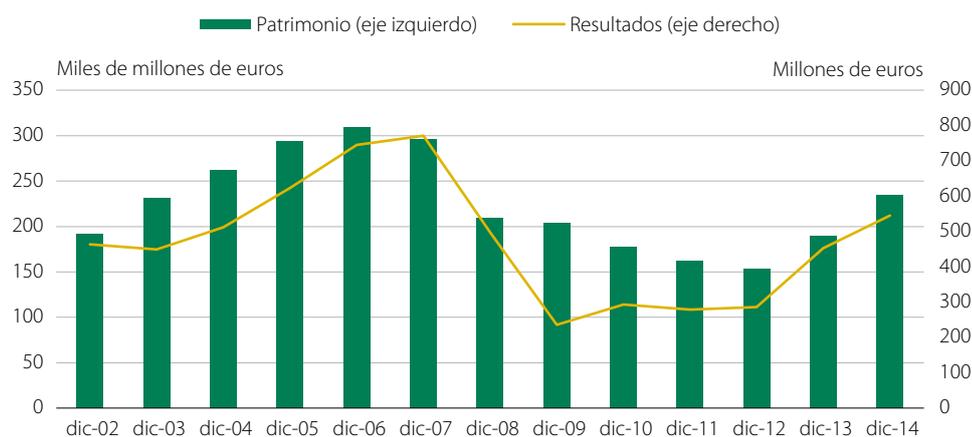
El negocio de las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) volvió a expandirse significativamente en 2014. El entorno de tipos de interés tan reducidos está favoreciendo las inversiones en productos como los fondos de inversión, en detrimento de otros instrumentos financieros como los depósitos a plazo de los bancos. Así, en 2014 el patrimonio gestionado por las SGIIC aumentó un 23,8 %, hasta alcanzar los 234,6 mil millones de euros, y los beneficios agregados antes de impuestos lo hicieron un 20,4 %, hasta los 545 millones de euros (véase gráfico 24). Estas magnitudes son las más elevadas desde que comenzó la crisis pero no alcanzan los niveles anteriores a la misma. El grado de concentración del sector siguió siendo muy alto: las tres gestoras de mayor tamaño mantenían una cuota conjunta del 36 % del patrimonio total.

*Los ingresos por comisiones de gestión crecieron un 25,7 %, hasta superar los dos mil millones de euros. La comisión media de gestión de IIC permaneció apenas sin cambios, en el 0,85 % del patrimonio.*

Las comisiones de gestión de IIC, que son las más importantes para las SGIIC, reportaron unos ingresos de dos mil millones de euros, un 25,7 % más que en 2013. La comisión media de gestión de IIC se situó en el 0,85 % del patrimonio, prácticamente el mismo nivel de 2013 (0,84 %). Las comisiones satisfechas a otras entidades por comercialización de IIC supusieron el 61,8 % de los ingresos por comisiones de gestión, un porcentaje similar al de 2013, pero por debajo del observado en los años previos a la crisis, más cercano al 70 %. A finales de 2014 catorce entidades registraban pérdidas, tres más que en 2013. El valor agregado de las pérdidas también aumentó, situándose en los 2.828 millones de euros.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

En diciembre de 2014 había un total de 96 SGIIC registradas en la CNMV, el mismo número que en 2013. Durante el año se produjeron dos bajas y dos altas. Todo ello indica que el sector habría alcanzado cierta estabilidad después de los movimientos que se produjeron como consecuencia del proceso de reestructuración acometido por el sistema financiero español en los últimos años.

*El proceso reorganizativo del sector de los últimos años parece haber llegado a su fin.*

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) <sup>1</sup>
2007	295.922	3.194	1,08	70,50
2008	208.861	2.302	1,10	70,80
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	234.588	2.004	0,85	61,80

Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.

### 4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de entidades de capital-riesgo (ECR) se incrementó durante 2014 en diez, hasta 344. Este aumento se produjo exclusivamente en los fondos de capital-riesgo, que pasaron de 126 a finales de 2013 a 145 a finales de 2014. Tanto el número de sociedades de capital-riesgo como el de sociedades gestoras de ECR disminuyó, desde 130 hasta 125 las primeras y desde 78 hasta 74 las segundas (véase cuadro 19).

*El número de entidades de capital-riesgo aumentó en diez, hasta 344, durante 2014 debido al incremento del número de fondos.*

	Situación a 31/12/2013	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2014
<b>Entidades</b>	<b>334</b>	<b>30</b>	<b>20</b>	<b>344</b>
Fondos de capital-riesgo	126	21	2	145
Sociedades de capital-riesgo	130	6	11	125
Sociedades gestoras de ECR	78	3	7	74

Fuente: CNMV.

*Según los datos de ASCRI, 2014 fue un año muy positivo para el capital-riesgo, con un fuerte aumento del volumen de inversión, de la captación de nuevos fondos y...*

Los datos preliminares facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) para 2014 confirman la recuperación del sector iniciada en el segundo semestre de 2013. Así, el volumen de inversión efectuado en 2014 se habría situado en 3.023 millones de euros, un 28 % más que en 2013. Los fondos internacionales fueron responsables del 78 % del volumen invertido, con sus 55 operaciones. Cabe señalar que aumentó el número de operaciones de gran tamaño (superior a los cien millones de euros), desde cinco en 2013 hasta nueve en 2014. Asimismo, se observó un fuerte aumento del volumen de captación de nuevos fondos, que se situó en 4.287 millones de euros, un 88,5 % más que el ejercicio anterior. Este incremento se produjo tanto por la mayor imputación de recursos de fondos internacionales como por las adjudicaciones de Fond-ICO Global.

*... también del volumen de desinversiones, que alcanzó máximos históricos.*

Destacó el número de operaciones de capital expansión (63,5 % del total), con un volumen de inversión cercano a los mil millones de euros, aunque también fue relevante el número de operaciones en etapas iniciales. Los sectores que más volumen de inversión recibieron fueron los de productos de consumo (24 %), hostelería y ocio (15 %), comunicaciones (9 %) y productos y servicios industriales (9 %). Finalmente, es significativo el cambio de tendencia de las desinversiones, cuyo volumen se situó en 4.666 millones de euros, un nivel jamás alcanzado por el sector. Esta cifra sugiere una mejora notable de las condiciones para efectuar desinversiones, tras los retrasos de los últimos años debidos a la caída de los precios de las compañías y a los procesos en curso de mejora y saneamiento impulsados por el sector en sus entidades participadas.

*En un entorno macroeconómico claramente más favorable, las perspectivas para el sector son optimistas en cuanto al volumen de captación de nuevos fondos y también a la actividad inversora.*

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo continúan siendo optimistas. En un contexto de clara mejora de la actividad económica, todo parece indicar que en 2015 se mantendrá la captación de nuevos fondos en niveles elevados, impulsados por el regreso de los fondos internacionales y por la actividad de Fond-ICO. También se espera un repunte de la actividad inversora, tanto en volumen como en número de operaciones, en todos los segmentos contemplados. Por otro lado, la Ley 22/2014, que entró en vigor en noviembre de ese año y regula, entre otras entidades, las de capital-riesgo, ha supuesto un nuevo marco de actuación para el sector, en el que ha introducido nuevas figuras, como la entidad de capital-riesgo pyme. El objetivo de este tipo de entidad es impulsar la financiación no bancaria de las empresas en las etapas tempranas de su desarrollo (véase recuadro 4).

El 14 de noviembre de 2014 entró en vigor la Ley 22/2014 por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado<sup>1</sup> y sus sociedades gestoras (en adelante, LCR). Con la aprobación de esta norma queda derogada la Ley 25/2005 de capital-riesgo y se modifican algunos aspectos de la Ley 35/2003 de IIC (en adelante, LIIC). De esta forma, se transpone a la legislación española la Directiva 2011/61/UE de gestoras de fondos de inversión alternativos (en adelante, AIFMD), a través de la LCR, que se centra en los vehículos de inversión cerrados, y la LIIC, que regula las instituciones de inversión colectiva de carácter abierto.

El objetivo de la AIFMD es la regulación y supervisión de las gestoras de fondos de inversión alternativos de tamaño elevado, concretamente las que gestionan activos por encima de quinientos millones de euros en el caso de los vehículos cerrados y no apalancados, o de cien millones para el resto de vehículos. Los requisitos que impone la directiva para estas grandes gestoras son bastante restrictivos en lo que se refiere a la dotación de recursos propios, valoración de activos, delegación de funciones, gestión de riesgos o control de liquidez. A su vez, se establecen límites a las políticas remunerativas para evitar la toma de riesgos inconsistentes con el perfil de riesgo establecido y se regula de forma detallada la responsabilidad del depositario en caso de pérdidas, debiendo nombrarse uno para cada uno de los fondos gestionados. Por otro lado, con el objetivo de llegar a crear un mercado único, la directiva ofrece a estas gestoras la posibilidad de acogerse a un pasaporte europeo para gestionar y comercializar sus fondos entre inversores profesionales, similar al existente en el caso de las UCITS para inversores minoristas.

La LCR es fiel a esta definición y reconoce dos tipos de gestoras: las que se encuentran por encima y por debajo de los umbrales establecidos en la AIFMD. Así, las que están por encima deben cumplir con los requisitos mencionados, aunque todas las gestoras están sujetas a la autorización de la CNMV y al mismo régimen de recursos propios. De esta forma, la gestión de fondos de inversión alternativos cerrados pasa a ser una actividad sujeta de forma obligatoria a la autorización y supervisión de la CNMV, mientras que la ley anterior contemplaba un régimen voluntario para las entidades de capital-riesgo (ECR). Es importante mencionar que la nueva ley amplía el abanico de vehículos considerados (antes solo las ECR), creándose una nueva categoría denominada «Entidades de Inversión Colectiva Cerradas» (EICC), en la que se integra cualquier vehículo de carácter cerrado que capte capital de una serie de inversores o partícipes para invertirlo con arreglo a una política de inversión que carezca de un objetivo comercial o industrial.

Con independencia de los cambios motivados por la transposición de la AIFMD, la entrada en vigor de esta nueva ley ha comportado la creación un nuevo tipo de ECR, denominado «ECR pymes», cuyo objetivo es impulsar la financiación no bancaria de las empresas en las etapas tempranas de su desarrollo. Por otro lado, se ha abierto la comercialización de las ECR a minoristas, siempre que estos inviertan un mínimo de cien mil euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos asociados a la inversión.

Respecto a la LIIC, se han modificado algunos artículos para adaptarlos a la AIFMD. Debe señalarse que estas modificaciones no comportarán cambios sustanciales para el sector, puesto que la regulación anterior ya exigía a las gestoras de IIC de carácter abierto, con independencia de su tamaño, unos requisitos similares a los de la AIFMD. Además de los cambios generados por la transposición de la AIFMD, se han modificado algunos puntos de la LIIC para transponer la Directiva UCITS V<sup>2</sup>, que establece unas políticas de remuneración y un régimen del depositario muy similares a lo establecido en la AIFMD.

Finalmente, es importante señalar que para completar la transposición tanto de la UCITS V como de la AIFMD, queda pendiente de modificar el Reglamento de IIC.

- 
- 1 De acuerdo con el artículo 2 de la ley, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado se definen como aquellas cuya política de desinversión cumple los dos requisitos siguientes: 1) que las desinversiones se produzcan de forma simultánea para todos los inversores o partícipes, y 2) que lo percibido por cada uno de ellos lo sea en función de los derechos que le corresponden de acuerdo con lo previsto en los estatutos o reglamentos aplicables a cada clase de acciones o participaciones.
  - 2 Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, que modifica la Directiva 2009/65/CE, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.

## II Informes y análisis



# Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas del ejercicio 2013

Tania Astibia Rubio y Sergio Rodríguez Cuadrado (\*)

(\*) Tania Astibia Rubio y Sergio Rodríguez Cuadrado pertenecen al Departamento de Informes Financieros y Corporativos de la CNMV. Este artículo está basado en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas (ejercicio 2013) publicado en enero de 2015 por la CNMV.



# 1 Introducción

La CNMV publicó a comienzos de 2015 el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales<sup>1</sup>, a partir de la información publicada en los Informes Anuales de Gobierno Corporativo (IAGC) de dichas sociedades durante el ejercicio 2014. El presente artículo está basado en ese informe de la CNMV y presenta las principales características de las estructuras de gobierno corporativo durante el ejercicio 2013, centrándose exclusivamente en las sociedades cotizadas<sup>2</sup>.

La segunda sección de este artículo se centra en la estructura de la propiedad en relación con la participación en la junta general de accionistas, mientras que la tercera se refiere a los consejos de administración, en cuanto a su composición, funcionamiento y comisiones. En las secciones posteriores se estudian las políticas de gestión de riesgos y los sistemas de control de riesgos descritos por las sociedades en sus IAGC. La sección sexta analiza la aplicación del principio de cumplir o explicar, así como el seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado, y, por último, se ofrecen las conclusiones finales.

La Ley de Sociedades de Capital, de conformidad con el principio de «cumplir o explicar», obliga a las sociedades a informar en sus IAGC del grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, aprobado por la CNMV en 2006 y modificado en 2013. Conviene señalar que, el pasado 18 de febrero de 2015, el Consejo de la CNMV aprobó un nuevo código que sustituirá al referido y que será aplicable a partir de 2015. Así pues, los primeros reportes sobre su cumplimiento se producirán en el IAGC correspondiente a dicho ejercicio, que serán remitidos a la CNMV en 2016. El nuevo texto, que introduce importantes novedades, está disponible en la web de la CNMV.

## 2 Estructura de la propiedad y participación en la junta general de accionistas

Uno de los principales aspectos que determinan las prácticas de gobierno corporativo de una sociedad es su estructura de la propiedad, sobre todo en lo relativo a la composición de su consejo y comisiones delegadas. Este aspecto también es muy

---

1 Informe publicado en enero de 2015. Disponible en [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

2 La información se obtiene del análisis de los IAGC referidos al ejercicio 2013, publicados en 2014 por 142 sociedades cotizadas. Excepto para el capítulo relativo al SCIF, en el que parte de la información hace referencia a una muestra en la que están incluidos emisores de renta fija.

relevante porque los datos históricos muestran que el grado de participación de los accionistas en las juntas generales está directamente vinculado a la concentración de la propiedad.

Según los datos aportados en los IAGC, el capital social agregado de las sociedades cotizadas ha ascendido a 52.588 millones de euros al cierre del ejercicio 2013, lo que supone un incremento del 7,4 % respecto a 2012. El incremento se debe a que treinta y cuatro sociedades (diez del Ibex 35) han incrementado su capital en 9.809 millones de euros, frente a ocho sociedades que lo han disminuido en un total de 201 millones de euros.

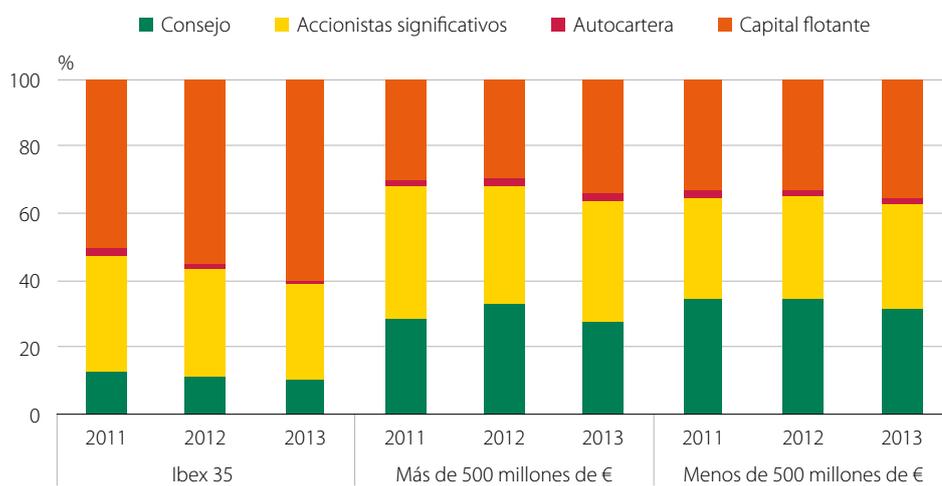
Al mismo tiempo, la capitalización bursátil de las sociedades cotizadas ha aumentado un 37,5 % respecto al cierre del ejercicio precedente, rompiéndose la tendencia decreciente de los últimos años. Un 79,5 % del total de este incremento corresponde a sociedades del Ibex 35.

A nivel agregado, el promedio de la distribución del capital por tipología de accionistas se ha mantenido sin cambios significativos respecto al ejercicio 2012. Los accionistas significativos no consejeros han disminuido ligeramente su participación, hasta el 31,5 % (31,6 % en 2012); el consejo de administración, hasta el 25,8 % del capital social (28,8 % en 2012), y la autocartera, hasta representar el 1,2 % (1,5 % en 2012). Así pues, el 41,5 % restante, que puede considerarse una aproximación al capital flotante, ha aumentado, respecto al 38,1 % registrado en 2012.

El gráfico 1 muestra la evolución de la distribución del capital, por grupos de capitalización bursátil<sup>3</sup>.

**Distribución porcentual del capital por grupos de capitalización**

GRÁFICO 1



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

3 Los datos representan la media aritmética de la distribución del capital de las sociedades cotizadas, tomando como base de cálculo los porcentajes correspondientes, para cada sociedad, de las diferentes categorías incluidas en el gráfico. El porcentaje representativo de los accionistas significativos no consejeros se ha obtenido una vez deducidos los paquetes accionariales en poder de los miembros del consejo de administración.

En él se observa un aumento del capital flotante en todos los grupos de capitalización, en detrimento del capital en manos de los accionistas significativos en las sociedades del Ibex 35, así como del capital en manos del consejo en el resto de sociedades.

En cuarenta de las sociedades —28,2 % del total— existe alguna persona, física o jurídica, que posee la mayoría de los derechos de voto o que ejerce o puede ejercer el control, frente a treinta y nueve compañías en 2012 (26,7 %).

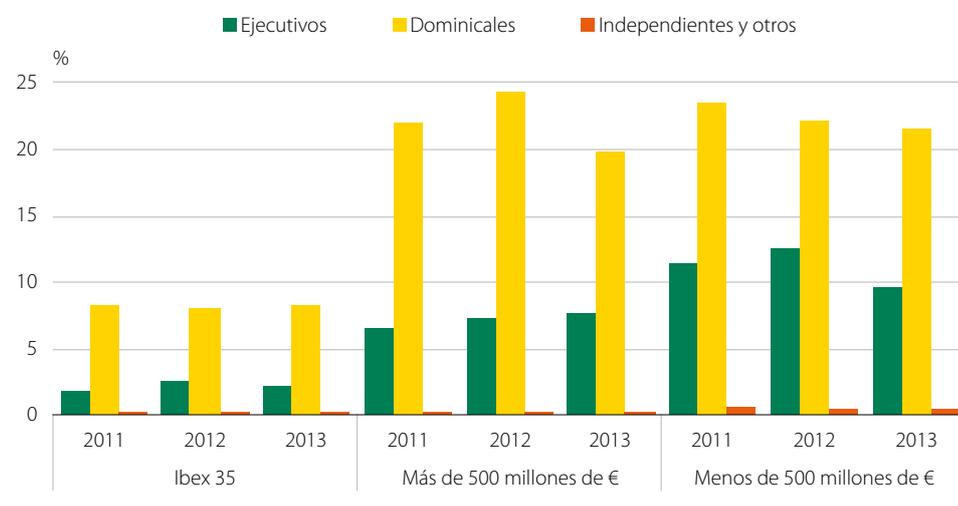
La suma de las participaciones significativas declaradas, incluyendo los paquetes accionariales en poder del consejo de administración, superan el 50 % del capital social en noventa y seis entidades —67,6 % del total—, de las cuales catorce corresponden al Ibex 35.

El 31,5 % del capital en poder de los accionistas significativos no consejeros se reparte de la siguiente forma: un 5,5 % corresponde a personas físicas (4,8 % en 2012); un 18,7 % a personas jurídicas residentes en España (20,4 % en 2012), y el 7,6 % restante a inversores no residentes (6,4 % en 2012). Destaca el incremento de participación de los inversores no residentes frente al descenso de las personas jurídicas residentes.

El gráfico 2 muestra, en porcentaje, la evolución de la distribución del capital en manos del consejo según la condición de sus miembros, agrupando las sociedades por capitalización bursátil.

### Distribución del capital por tipología de consejeros

GRÁFICO 2



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El 60,1 % de los consejeros ejecutivos mantienen alguna participación en el capital de las compañías en las que ejercen su actividad. De estos, seis superaban el 50 % y veintitrés declaraban participaciones entre el 10 % y el 50 %.

En el caso de los dominicales, el 47,2 % son titulares de participaciones en sociedades cotizadas (57,8 % en 2012), mientras que para los consejeros independientes, este porcentaje desciende al 31,4 % (53,9 % en 2012).

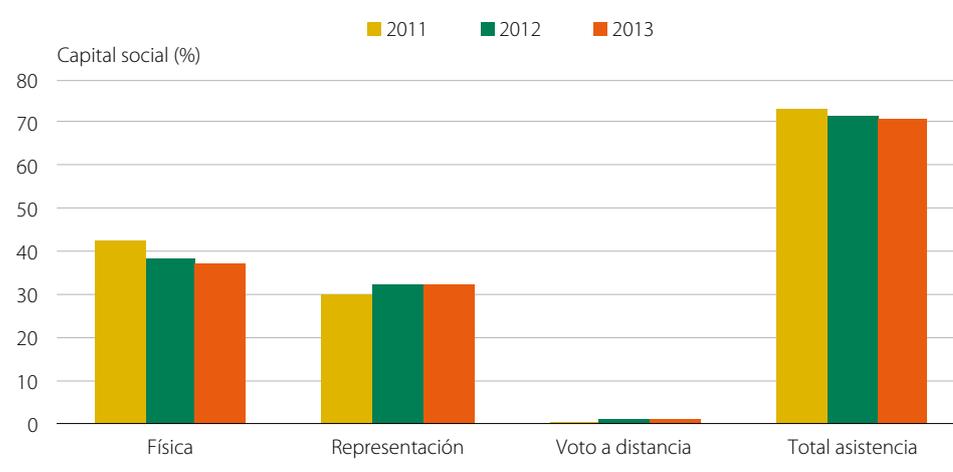
## Participación de los accionistas en las juntas generales

La mayor implicación de los accionistas, en particular los inversores institucionales, en el gobierno de las sociedades cotizadas a través de su participación en las juntas generales es uno de los aspectos de gobierno corporativo sobre el que algunos organismos internacionales como la OCDE y la Comisión Europea están incidiendo desde el inicio de la crisis financiera.

El gráfico 3 muestra la evolución del promedio de la participación de los accionistas de las sociedades cotizadas en las juntas generales celebradas durante el periodo comprendido entre 2011 y 2013, diferenciando la modalidad de asistencia a las mismas.

### Participación en las juntas generales

GRÁFICO 3



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El porcentaje medio de capital que participó en las juntas generales de accionistas durante 2013 se situó en el 70,6 % del capital social, una proporción similar a la del año anterior, respecto al que descendió en 0,6 puntos porcentuales. Este leve descenso, que modera la tendencia decreciente de años anteriores, viene motivado por el de la asistencia física en 0,8 puntos porcentuales, menor que el experimentado en 2012. Por otro lado, la asistencia por representación y el voto a distancia se mantienen estables con respecto al año anterior, incrementándose en 0,1 y 0,2 puntos porcentuales respectivamente.

En cuatro sociedades, la mitad que en el año 2012, la presencia física de accionistas en la junta superó el 90 % del capital. Ninguna de estas sociedades pertenece al Ibex 35 y en ningún caso el porcentaje de presencia física llega al 100 %.

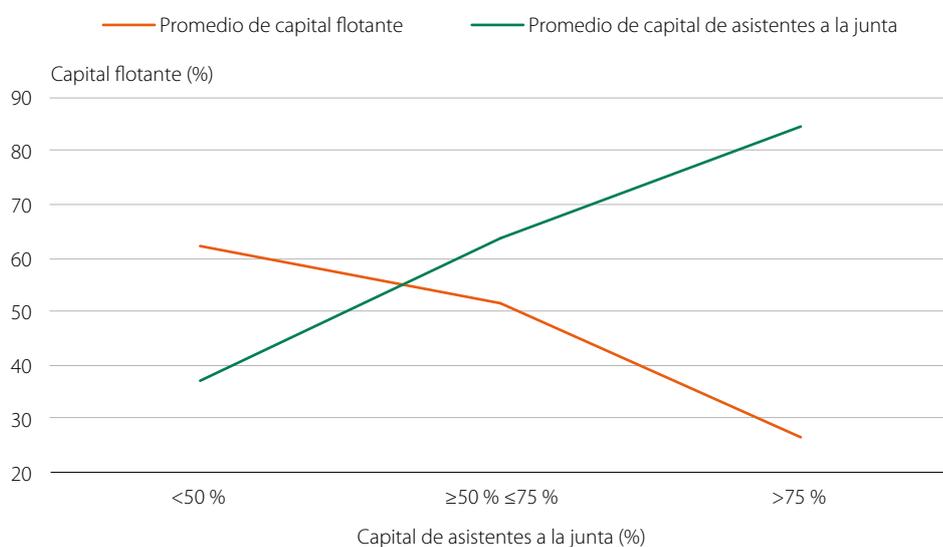
El gráfico 4 relaciona los datos medios de asistencia y el capital flotante, para cada uno de los tramos analizados de participación, en las juntas celebradas en el ejercicio 2013.

En los últimos años las sociedades han ido adoptando medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en la junta general. No obstante, tal como refleja el gráfico anterior, la existencia de mayor porcentaje de accionistas

minoritarios se traduce en una menor participación en las juntas, participación que aumenta a medida que disminuye el promedio de capital flotante.

### Asistencia a junta y capital flotante

GRÁFICO 4



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Con la modificación de la Ley de Sociedades de Capital aprobada en diciembre de 2014<sup>4</sup>, se reduce al tres por ciento del capital social el porcentaje mínimo para el ejercicio de los derechos de minoría en las sociedades cotizadas y se establece en mil el número máximo de acciones que los estatutos podrán exigir para asistir a la junta general.

## 3 Consejo de administración

### 3.1 Estructura del consejo de administración

En el ejercicio 2013, el tamaño medio del consejo desciende ligeramente hasta los 9,9 miembros, frente a los 10,2 de 2012. En las sociedades del Ibex 35 dicho promedio se sitúa en 13,7 consejeros.

El 83,1 % de los consejos están formados por un número de consejeros situado entre el mínimo de cinco y el máximo de quince que recomienda el Código Unificado. Como en años anteriores, los consejos de más de quince miembros pertenecen mayoritariamente a sociedades del Ibex 35, y los de menos de cinco a las sociedades de menor capitalización.

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

El cuadro 1 muestra la evolución de los porcentajes de cada tipología de consejeros en las sociedades cotizadas, agrupadas por capitalización bursátil:

**Porcentaje de representación de las distintas tipologías de consejeros** CUADRO 1

	Ejecutivos			Dominicales			Independientes			Otros externos		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Ibex 35	15,4	15,9	16,0	37,2	36,1	32,3	40,2	42,0	46,5	7,1	5,9	5,2
Más de 500 mill. €	17,6	16,7	19,5	52,0	49,8	48,9	25,8	27,6	26,1	4,7	5,9	5,5
Menos de 500 mill. €	17,4	17,6	18,0	46,8	46,6	46,4	29,3	30,7	29,8	6,6	5,1	5,8
<b>Total</b>	<b>16,8</b>	<b>16,9</b>	<b>17,6</b>	<b>44,6</b>	<b>43,7</b>	<b>42,1</b>	<b>32,2</b>	<b>33,9</b>	<b>34,8</b>	<b>6,4</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Al igual que en el ejercicio anterior, en 2013 la proporción de consejeros independientes se situó, a nivel agregado, por encima del mínimo del tercio que recomienda el Código Unificado (34,8 %). En el siguiente apartado se desarrolla la presencia y evolución de esta tipología de consejero.

### 3.2 Consejeros independientes

En el ejercicio 2013, los consejeros independientes representan la mayoría del consejo en el 17,6 % de las sociedades cotizadas (15,1 % en 2012), y se ha mantenido estable el número de sociedades que no cuentan con ningún independiente en su consejo, pasando a representar el 4,9 %, frente al 4,8 % en 2012, tratándose en parte de sociedades en concurso o liquidación.

En cuanto al cargo de presidente y vicepresidente del consejo, tan solo el 5,6 % (5,5 % en 2012) y el 23,1 % (21,7 % en 2012), respectivamente, están ocupados por consejeros independientes.

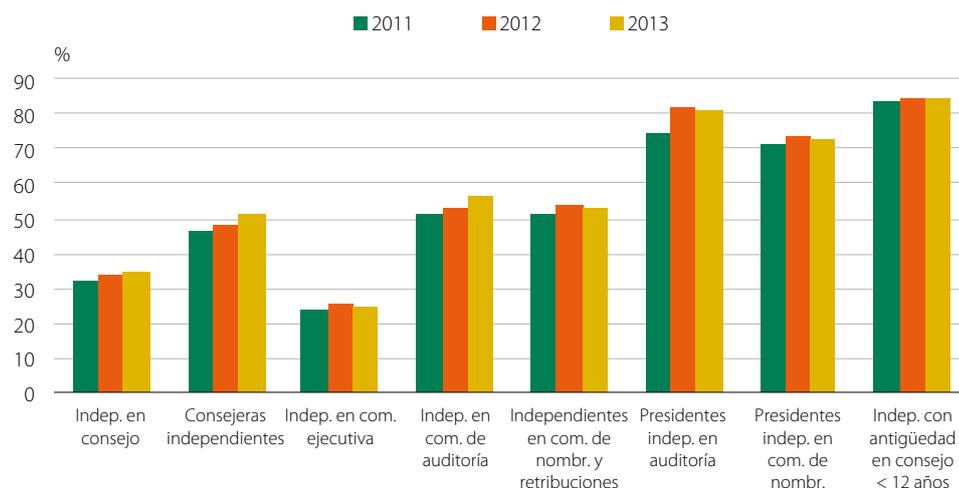
En relación con la presencia de consejeros independientes en las comisiones del consejo, la proporción de independientes en el comité de auditoría (55,8 %) y en la comisión de nombramientos y retribuciones (53,1 %) es superior a la del consejo (34,8 %), como ya sucedía en ejercicios anteriores. La comisión ejecutiva sigue siendo la que mantiene un menor peso de independientes (24,4 %).

El gráfico 5 muestra la evolución de los principales parámetros indicativos de la presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas.

En el ejercicio 2013 se reduce ligeramente el porcentaje de sociedades con un presidente independiente en el comité de auditoría y en la comisión de nombramientos: 81,3 % y 72,6 % en 2013, frente a 81,9 % y 73,4 % en 2012, respectivamente.

## Presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno

GRÁFICO 5



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

### 3.3 Diversidad de género

El Código Unificado considera la representación de la diversidad de género como un objetivo de eficiencia que las sociedades cotizadas deben plantearse, y recomienda que, cuando sea escasa la presencia de mujeres en los consejos, se promueva la búsqueda de posibles candidatas para cubrir plazas vacantes.

El porcentaje de mujeres en los consejos se ha incrementado desde 2011 en 1,6 puntos porcentuales, situándose en el 12 % en 2013 (10,4 % en 2012 y 2011). Por tipologías, destaca el incremento de 2,7 puntos porcentuales de consejeras independientes, que han pasado a representar un 17,6 % en 2013. También destaca el aumento de dominicales en ese año, hasta alcanzar el 11 %. En cambio, el porcentaje de otras consejeras externas disminuye 0,9 puntos porcentuales, hasta el 6,4 %, y el de ejecutivas se mantiene igual que en el ejercicio 2012 (5,2 %).

El cuadro 2 refleja la evolución, para el periodo 2011-2013, del número de puestos en los consejos ocupados por mujeres y del número de sociedades que contaban con representación femenina.

## Presencia de mujeres en los consejos

CUADRO 2

	N.º de consejeras			% sobre el total			N.º de sociedades con mujeres			% sobre el total		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Ibex 35	60	66	75	11,9	13,5	15,6	31	31	32	88,6	88,6	91,4
Más de 500 mill. €	30	23	23	10,8	9,6	8,5	17	14	14	68,0	66,7	58,3
Menos de 500 mill. €	72	66	71	9,3	8,7	10,8	51	46	48	57,3	51,1	57,8
<b>Total</b>	<b>162</b>	<b>155</b>	<b>169</b>	<b>10,4</b>	<b>10,4</b>	<b>12,0</b>	<b>99</b>	<b>91</b>	<b>94</b>	<b>66,4</b>	<b>62,3</b>	<b>66,2</b>

Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En relación con los cargos que desempeñan las consejeras en los órganos de gobierno de las sociedades cotizadas, destaca lo siguiente:

- El porcentaje de mujeres que ocupan el cargo del presidente del consejo se sitúa en 4,1 % (3,2 % en 2012).
- Del total de 169 consejeras que forman parte de los consejos de administración, un 16 % son miembros de la comisión ejecutiva (15,5 % en 2012), un 36,1 % del comité de auditoría (mismo porcentaje que en 2012) y un 32 % de la de nombramientos y retribuciones (32,9 % en 2012).
- En 2013 ha aumentado el número de consejeras que no pertenecen a ninguna comisión (39,1 % frente a 38,7 % en 2012).

### 3.4 Funcionamiento del consejo

El Código Unificado no se pronuncia sobre la conveniencia de separar o no los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo de la sociedad, reconociendo que ambas opciones suponen ventajas e inconvenientes. No obstante, recomienda que, en caso de que ambos cargos coincidan, se faculte a un consejero independiente para solicitar la convocatoria del consejo o la inclusión de nuevos puntos en el orden del día, para coordinar las preocupaciones de los consejeros externos y para dirigir su evaluación (recomendación 16 del Código Unificado). Esta recomendación, con la Ley 31/2014, ha pasado a ser obligatoria.

En los últimos tres años, se observa una tendencia decreciente en el número de sociedades cuyo presidente es el primer ejecutivo, con una disminución de su peso relativo en 5,1 puntos porcentuales.

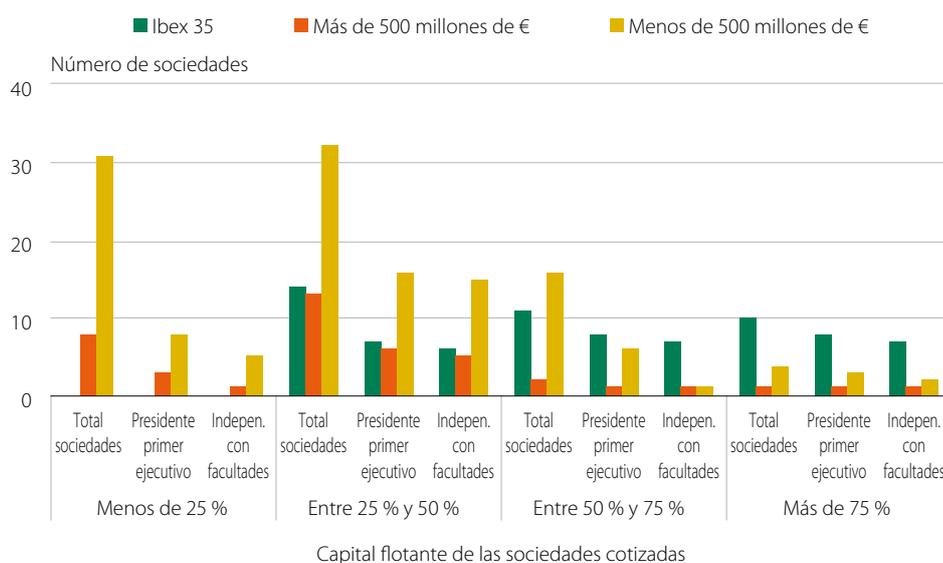
Por otro lado, en el mismo periodo también disminuyen 1,8 puntos porcentuales las compañías que tienen establecido un sistema de voto de calidad para dirimir los empates en las votaciones del consejo, y que representan el 60,6 %.

El gráfico 6 muestra las sociedades cuyo presidente asume funciones de primer ejecutivo y de las que otorgan a un independiente las facultades previstas en la mencionada recomendación 16. Su número se desglosa en función del capital flotante.

En cuanto al secretario del consejo, el Código Unificado no se pronuncia sobre la conveniencia de que sea miembro del consejo, pero recomienda que, para salvaguardar su independencia, imparcialidad y profesionalidad en el desempeño de sus funciones, su nombramiento y cese sean informados por la comisión de nombramientos y aprobados por el pleno del consejo.

## Presidente ejecutivo y consejero independiente con facultades contempladas en la recomendación 16

GRÁFICO 6

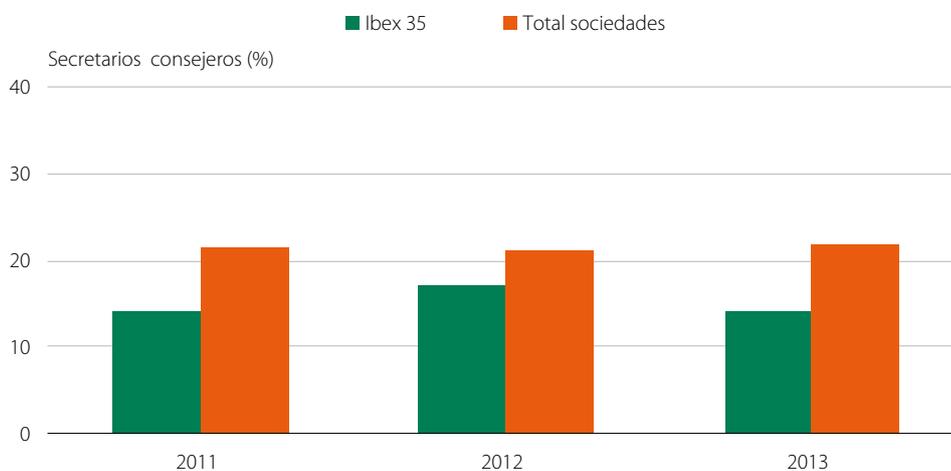


Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El gráfico 7 muestra el porcentaje de sociedades cuyo secretario es también miembro del consejo.

## Secretario miembro del consejo

GRÁFICO 7



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En él se observa que el porcentaje de secretarios consejeros se ha mantenido estable, alcanzando el 21,8 % de las sociedades (21,2 % en 2012), de los cuales el 41,9 % tienen la condición de ejecutivos, el 29 % de dominicales, el 22,6 % de independientes y el 6,5 % de otros externos.

El 85,9 % (85,6 % en 2012) de las sociedades cotizadas recogen en el reglamento del consejo un procedimiento para que el nombramiento y cese del secretario sean informados por la comisión de nombramientos y aprobados por el pleno del consejo.

La Ley de Sociedades de Capital establece que en las sociedades anónimas cotizadas el consejo de administración aprobará un reglamento de normas de régimen interno y funcionamiento del propio consejo, que contendrá las medidas concretas tendentes a garantizar la mejor administración de la sociedad. Este reglamento debe ser comunicado a la CNMV.

En 2013 un total de treinta y cuatro sociedades (dieciocho del Ibex 35) modificaron su reglamento del consejo. La mayoría de las modificaciones corresponden a adaptaciones derivadas de los últimos cambios regulatorios en la Ley de Sociedades de Capital, la Ley de Auditoría o la Ley del Mercado de Valores.

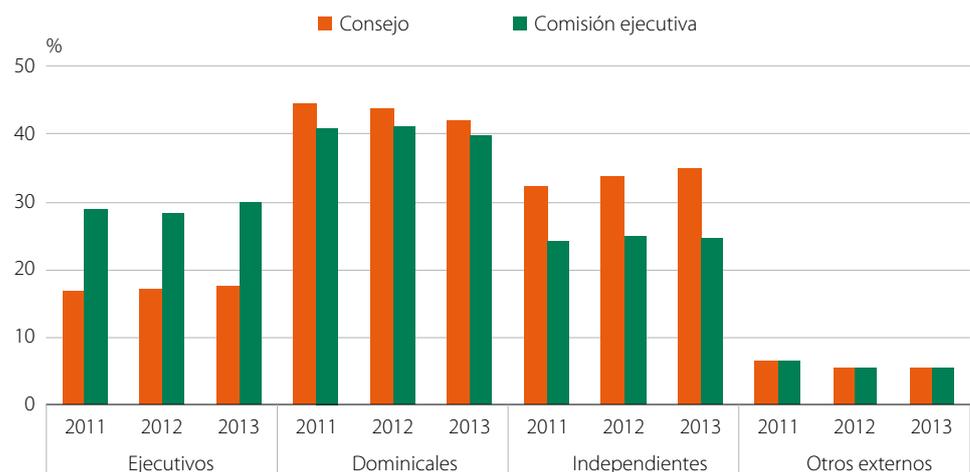
### 3.5 Comisiones del consejo

La amplitud de las facultades que las leyes y estatutos encomiendan al consejo de administración justifica la existencia de comisiones delegadas con funciones ejecutivas. Su existencia es una práctica habitual en las sociedades de elevada capitalización bursátil. En el ejercicio 2013, un total de cincuenta y siete sociedades (40,1 % del total) tenían constituida una comisión delegada con funciones ejecutivas: un 71,4 % de las sociedades del Ibex 35, un 33,3 % de las sociedades de más de quinientos millones de capitalización bursátil y un 28,9 % de las de menos de quinientos millones.

Las pautas de gobierno corporativo recomiendan que la composición de la comisión ejecutiva refleje la del consejo para evitar que sus funciones puedan ser ejercidas con una perspectiva distinta, si bien en el gráfico 8 se observa que en los tres últimos ejercicios la proporción de ejecutivos en la comisión delegada es mayor que en el consejo.

**Representación de consejeros en comisión ejecutiva y consejo según tipología**

GRÁFICO 8



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

En relación con la comisión de nombramientos y retribuciones, el Código Unificado recomienda que esté compuesta únicamente por consejeros externos, en su mayoría independientes, y que su presidente también pertenezca a esta tipología. De las ciento veintiocho sociedades que tienen constituida esta comisión, un total de sesenta y

una (46,9 %) cumplen estas recomendaciones. Destacan veintiuna sociedades (nueve del Ibex 35) en las que los consejeros independientes representan la totalidad de sus miembros.

En cuanto al comité de auditoría, el Código Unificado recomienda asimismo que esté compuesto únicamente por consejeros externos y que su presidente sea independiente (en este caso, no hace referencia a una mayoría de independientes). Así, el 83 % de los comités de auditoría estaban formados exclusivamente por consejeros externos, y el 81,2 % de los presidentes eran consejeros independientes.

## 4 Información financiera y control de riesgos

El Código Unificado subraya la importancia del papel que juega el comité de auditoría en la supervisión de la fiabilidad e integridad de la información financiera y del correcto funcionamiento de la auditoría interna, así como de los sistemas de detección, evaluación y prevención de impactos materiales derivados de la materialización de riesgos y fuera del control de la entidad.

En este sentido, durante los últimos años, la OCDE viene destacando la relevancia de la gestión de riesgos como uno de los elementos clave del gobierno corporativo de las empresas, cuyas debilidades tuvieron importantes implicaciones en el desarrollo de la crisis financiera.

Así, en diciembre de 2012, dada la importancia de la gestión de los riesgos, la Comisión Europea lanzó un Plan de Acción que le llevó a elaborar en 2013 una propuesta de modificación de la Directiva Contable para reforzar las obligaciones de divulgación de la información en relación con la gestión de riesgos. Con fecha 22 de octubre de 2014, se publicó la Directiva 2014/95, por la que se modifica la Directiva 34/2013, que obliga a entidades de más de quinientos trabajadores a desglosar en su informe de gestión la información referida a aspectos sociales y de sus empleados, contenidos medioambientales, respeto a los derechos humanos y medidas anticorrupción y soborno. Además, se debe informar de los logros alcanzados y de los principales riesgos vinculados a la operativa de la sociedad, así como facilitar una descripción de los efectos adversos que su actividad pudiera generar en las áreas citadas y de la forma en que la entidad gestiona tales riesgos.

El Código Unificado recomienda que el consejo presente a la junta general las cuentas anuales sin reservas ni salvedades en el informe de auditoría, y que, en los supuestos excepcionales en que estas existan, tanto el presidente del comité de auditoría como los auditores expliquen con claridad a los accionistas su contenido y alcance. En 2013, se ha reducido ligeramente el porcentaje de auditorías recibidas con salvedades —excluidas las excepciones por uniformidad— en todas las entidades emisoras de valores cotizados, pasando del 3 % en 2012 al 2,5 % en 2013.

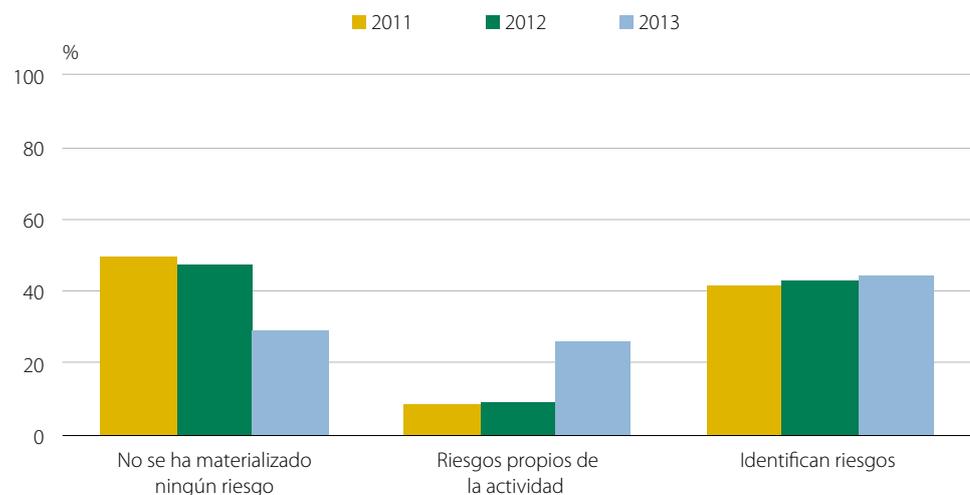
En cuanto al control del riesgo, las sociedades cotizadas deben describir en su IAGC la política de gestión de riesgos y los sistemas de control establecidos, identificando los riesgos potenciales a los que se enfrentan, los que se han materializado durante el ejercicio, así como el órgano encargado de establecer y supervisar los dispositivos de control.

En 2013, como en años anteriores, las sociedades cotizadas coinciden en destacar los riesgos derivados de la actual situación financiera, de la evolución de la economía en general y de la evolución del consumo en particular. Así, los riesgos más identificados son los relacionados con el riesgo de crédito y el impacto producido por la contención del gasto y de la inversión públicos, además de la escasez de financiación, aunque por otro lado se recalca el avance logrado en las exportaciones.

El gráfico 9 agrupa, para el periodo 2011-2013, las sociedades cotizadas según la información incluida en sus IAGC sobre los distintos tipos de riesgos materializados.

### Agrupación de sociedades por riesgos materializados

GRÁFICO 9



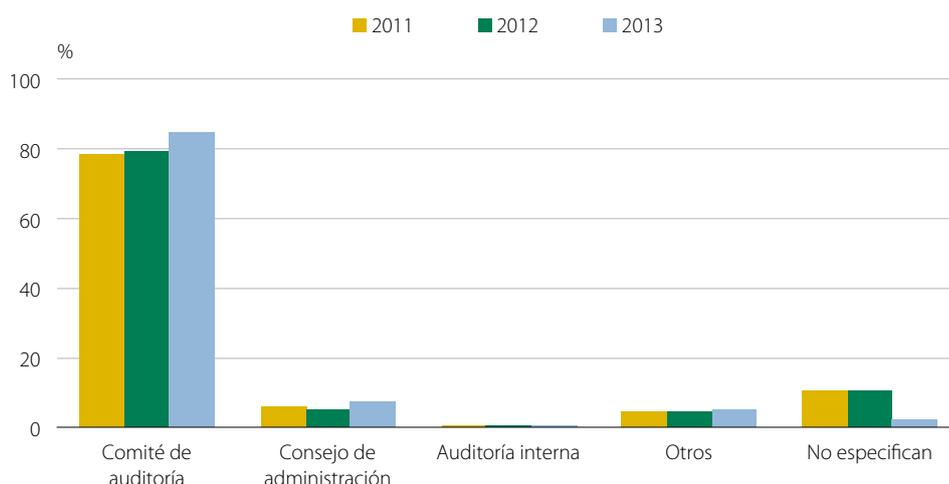
Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

El porcentaje de sociedades que declaran que no se ha materializado ningún riesgo descendió drásticamente en 2013 al 30 % (cuarenta y dos sociedades frente a sesenta y nueve en 2012). Del resto, destaca que ha aumentado más del doble el porcentaje de las sociedades a las que, según declaran en sus IAGC, solo les han afectado los riesgos propios de la actividad.

En el IAGC también se debe informar de las comisiones y órganos de gobierno encargados de establecer y supervisar los dispositivos de control. El gráfico 10 muestra la distribución de las sociedades cotizadas en función del órgano encargado de estas tareas.

Se observa que en 2013 se ha incrementado el número de sociedades que asignan a su comité de auditoría la supervisión de los sistemas de control de riesgo. Dicha proporción se ha incrementado cinco puntos porcentuales con respecto a 2012, alcanzando el 84,5 % de las sociedades.

Adicionalmente, destaca la significativa reducción del número de sociedades que no especificaban ningún órgano responsable, pasando del 10,3 % en 2012 al 2,1 % en 2013.



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

## 5 Sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera (SCIIF)

Con la Circular 5/2013, de 12 de junio, la CNMV estableció, entre otros, el modelo de IAGC para las sociedades anónimas cotizadas, que contiene un apartado específico para informar sobre el SCIIF. Por lo tanto, el ejercicio 2013 ha sido el primero en el que las sociedades cotizadas han tenido que describir su SCIIF bajo un formato obligatorio, lo cual ha facilitado la homogeneidad en la información descrita por las entidades y, en algunas, se han constatado mejoras con respecto a la descripción del ejercicio 2012.

Una de las recomendaciones del grupo de expertos era someter a revisión del auditor la descripción del SCIIF, que ha sido seguida por cuarenta y seis sociedades (treinta y dos en 2012), mientras otras once (trece en 2012) han llevado a cabo revisiones de mayor alcance, suponiendo ambas aproximadamente un 35 % del total (26 % en 2012). En el caso de las sociedades del Ibex 35, el porcentaje de sociedades revisadas es del 88 %. De las que no han sido revisadas por el auditor, dos tercios de las sociedades (frente al 50 % en 2012) han explicado los motivos.

Los apartados sobre la descripción del SCIIF han sido completados, con mayor o menor detalle, por el 94 % de los emisores obligados. Del resto, dos entidades no han completado ninguno de los apartados, alegando situaciones especiales de liquidación o concurso de acreedores.

En cuanto a los apartados que deben mejorarse, destacan los que describen las actividades de control y supervisión de funcionamiento del sistema, ya que en ocasiones se limitan a informar sobre la existencia de los controles o actividades, sin profundizar en su descripción o alcance.

Las principales conclusiones que se han obtenido, tras una revisión exhaustiva de una muestra de ochenta sociedades (incluidas todas las del Ibex 35), son las siguientes:

- Entorno de control de la entidad sobre la información financiera: el 90 % de las sociedades identificó al consejo de administración como responsable de la existencia y mantenimiento del SCIIF, y al comité de auditoría de su supervisión.
- Evaluación del riesgo de la información financiera: el 63 % de las sociedades aporta información adecuada sobre las características de su proceso de identificación de riesgos, si bien el 37 % lo hizo de forma muy general.
- Actividades de control: el 91 % de las entidades informó sobre la existencia de actividades de control para mitigar los riesgos de error o irregularidades, si bien no todas las describen.
- Información y comunicación: más del 90 % de las entidades informó de la existencia de mecanismos para transmitir las políticas contables al personal que elabora la información financiera aunque, en algunos casos, se indica que hay mecanismos pero no se describen, y en otros la descripción es muy general.
- Supervisión del funcionamiento del sistema: las sociedades indicaron que la responsabilidad corresponde a sus comités de auditoría y en el 84 % de los casos informaron de las actividades de supervisión que realizan. El 76 % de la muestra cuenta con una función de auditoría interna que colabora con esta tarea de supervisión.

## 6 Principio de «cumplir o explicar»

Según el principio de «cumplir o explicar», las sociedades deben indicar en su IAGC el grado de seguimiento de cada una de las recomendaciones del Código Unificado —manifestando si las cumplen total o parcialmente, o si no siguen alguna de ellas— y justificar, en su caso, las prácticas o criterios por los que se apartan de las recomendaciones.

En junio de 2013, el consejo de la CNMV aprobó una actualización parcial del Código Unificado con objeto de adaptar o suprimir aquellas recomendaciones afectadas por nuevos requisitos normativos. En concreto, se eliminaron cinco recomendaciones (relacionadas con las remuneraciones, condiciones de consejeros y permanencia de consejeros independientes) y se modificaron dos (sobre la comisión de auditoría y la diversidad de género), por lo que el Código Unificado ha quedado compuesto por cincuenta y tres recomendaciones.

A continuación se resumen las principales conclusiones que se desprenden de las declaraciones incluidas en los IAGC de 2013:

- Continúa el avance registrado en los últimos años en el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado. En 2013, las sociedades cotizadas cumplieron, en promedio, el 84 % de las recomendaciones del código

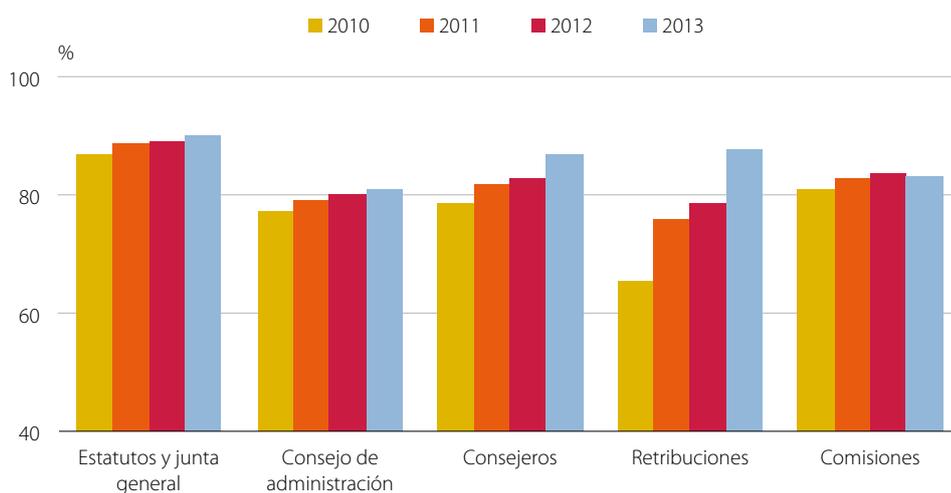
(82,4 % en 2012) y, adicionalmente, de forma parcial, otro 7 % (7,1 % en 2012). Por tanto, a nivel agregado, solo el 9 % no siguió, ni siquiera de forma parcial, las recomendaciones, frente al 10,5 % en 2012.

- Al igual que en años anteriores, el grado de seguimiento por parte de las sociedades del Ibex 35 (93,7 %) es superior a la media registrada en el conjunto de las sociedades cotizadas.
- Un total de sesenta sociedades (42,3 % del total) siguieron más del 90 % de las recomendaciones del código, de las cuales once declararon cumplir el 100 %. Por el contrario, tres sociedades cotizadas declararon un grado de seguimiento de las recomendaciones inferior al 50 %.
- Únicamente hay una recomendación que es seguida por todas las sociedades, la número 7, relativa a que el consejo desempeñe sus funciones con unidad de propósito e independencia de criterio y se guíe por el interés de la compañía.
- Las recomendaciones menos seguidas en 2013 son las relativas a la presencia de consejeros independientes en los órganos de gobierno. Las recomendaciones número 12 (que un tercio de los consejeros sean independientes) y número 49 (sobre la mayoría de consejeros independientes en la comisión de nombramientos y retribuciones) no han sido seguidas por el 45,1 % y 38,6 % de las sociedades, respectivamente.

A continuación se muestra, en promedio, el grado de seguimiento total de las recomendaciones del Código Unificado, agrupadas por categorías, para los últimos cuatro ejercicios.

### Grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado

GRÁFICO 11



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

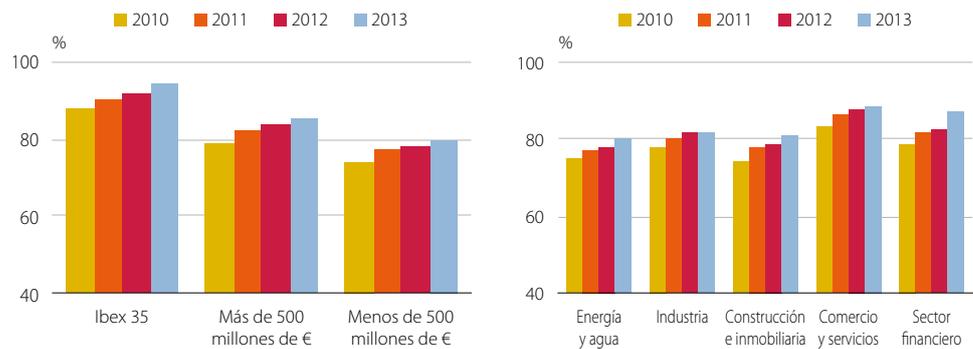
En el año 2013 se ha incrementado el grado de seguimiento del Código Unificado en 1,6 puntos porcentuales con respecto al año anterior, alcanzándose al 84 %. A excepción de las recomendaciones sobre las comisiones del consejo, en todas las categorías se registra este mayor seguimiento.

El mayor incremento (de nueve puntos porcentuales) se observa en la categoría relativa a las retribuciones de los consejeros, al suprimirse las recomendaciones sobre su régimen de aprobación y transparencia que se han incorporado al ordenamiento jurídico.

Por otra parte, como muestra el gráfico siguiente, el sector operativo y la capitalización bursátil están relacionados con el grado de seguimiento de las recomendaciones.

### Grado de seguimiento por sector de actividad y capitalización

GRÁFICO 12



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Todos los sectores han registrado incrementos en el grado de seguimiento del Código Unificado durante 2013. El más importante, de cuatro puntos porcentuales, se ha dado en el sector financiero, alcanzándose el 86,9 %.

El porcentaje de incumplimiento de las sociedades del Ibex 35 representa un cuarto del registrado por las sociedades con una capitalización inferior a quinientos millones de euros.

En cuanto a la segunda parte del principio «cumplir o explicar», este es el sexto año en que la CNMV analiza la calidad de las explicaciones ofrecidas por las sociedades cuando no cumplen las recomendaciones del código.

Estas explicaciones deben contener la información necesaria para que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgar los motivos que justifican su proceder cuando se apartan de lo recomendado en el código.

Para su análisis, las 323<sup>5</sup> explicaciones que forman parte de la muestra fueron clasificadas en las siguientes categorías<sup>6</sup>:

- Redundantes: aquellas que reiteran el hecho del incumplimiento o solo indican la existencia de una desviación respecto de la recomendación.

5 En el ejercicio 2013 se analizaron 367 explicaciones, 44 de las cuales fueron descartadas por contener errores. Estas explicaciones corresponden a las diez recomendaciones menos seguidas del código (las números 9, 11, 12, 14, 16, 33, 38, 42, 43 y 49).

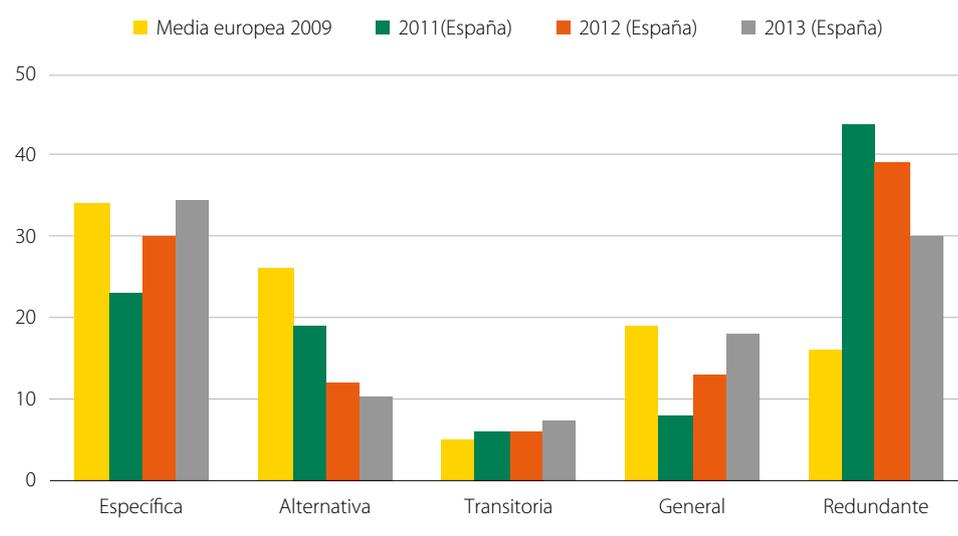
6 Categorías extraídas del Informe de Risk Metrics: *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States* (septiembre de 2009).

- Alternativas: no explican las causas por las que existe el incumplimiento, pero incluyen información adicional específica sobre procedimientos o actuaciones de la sociedad, que se pueden considerar alternativas a lo recomendado por el Código Unificado.
- Generales: expresan, de forma genérica, un desacuerdo con la recomendación, pero no desarrollan una explicación específica para la sociedad en concreto.
- Transitorias: consideradas así cuando la sociedad declara el compromiso de adoptar las medidas necesarias para cumplir la recomendación en el futuro.
- Específicas: informan sobre una situación específica de la sociedad y explican los motivos por los que esta les impide seguir la recomendación.

El gráfico 13 muestra la evolución de la clasificación de las explicaciones para los últimos tres ejercicios y se compara con la media obtenida en 2009 para la Unión Europea.

**Clasificación de explicaciones: ejercicios 2011-2013**

GRÁFICO 13



Fuente: IAGC de las empresas y elaboración propia.

Excepto en las sociedades del Ibex 35, en 2013, al igual que en años anteriores, no se observa una mejora significativa de la calidad de la información ofrecida por las sociedades para explicar los motivos por los que se apartan de las recomendaciones. Si bien destaca la disminución en nueve puntos porcentuales de las explicaciones calificadas como redundantes, atenuada sin embargo por el incremento en cinco puntos porcentuales de las explicaciones de tipo general.

## 7 Conclusiones

- Siguen observándose, desde el año 2006 en que se aprobó el Código Unificado, mejoras en los IAGC de las sociedades, destacando especialmente la relativa a

la información general ofrecida por las sociedades en sus informes, así como el mayor grado de seguimiento de las recomendaciones y también la reducción de las explicaciones redundantes cuando no se siguen.

- Otro avance significativo es el incremento de más de dos puntos porcentuales en el número de sociedades en las que los consejeros independientes son mayoría en su consejo.
- El grado de seguimiento de las recomendaciones del Código Unificado continuó con la tendencia creciente observada en los últimos años, hasta situarse en el 84 %.

Por sectores, destaca el incremento de cuatro puntos porcentuales en el sector financiero, que alcanzó el 86,9 % en 2013.

- Si bien en conjunto ha mejorado la información proporcionada en los IAGC, existen apartados mejorables. Entre ellos están las explicaciones facilitadas por las sociedades cuando se desvían de las recomendaciones de gobierno corporativo, que no contienen información suficiente para que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgar los motivos que justifican estas desviaciones.

En este sentido, convendría que las sociedades cotizadas tuvieran en cuenta la recomendación emitida por la Comisión Europea en relación al principio de «cumplir o explicar»<sup>7</sup>, donde se propone una guía sobre lo que las sociedades deben explicar cuando se desvíen de las recomendaciones de gobierno corporativo.

- La presencia media del 12 % de mujeres en los consejos, aunque se ha incrementado en 1,6 puntos porcentuales en 2013, debe seguir considerándose bastante escasa.
- Las sociedades cuyos presidentes son primer ejecutivo y que no cuenten con un consejero coordinador deberán nombrarlo para cumplir con las novedades introducidas en la Ley de Sociedades de Capital.
- Las sociedades cotizadas que no tienen constituida la comisión de nombramientos y retribuciones deberán hacerlo a lo largo del año 2015 para adaptarse a los nuevos requisitos normativos que así lo exigen.
- Otra información de los IAGC que ha mejorado, aunque aún puede perfeccionarse, es la relativa a la identificación de los riesgos a los que hace frente la sociedad y que terminan por materializarse. En los informes de 2013, las sociedades que declaran ninguna materialización de riesgos se han reducido en más de 17 puntos porcentuales, pero se han incrementado las que identifican como materializados los riesgos propios de la actividad, sin identificar cada riesgo de forma individualizada.

---

7 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014H0208&from=EN>

# Las plataformas digitales de financiación participativa (*crowdfunding*): características, desarrollo reciente e iniciativas reguladoras

María del Rosario Martín Martín y Sonia Vadillo Cortázar (\*)

(\*) María del Rosario Martín Martín pertenece al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV y Sonia Vadillo Cortázar al Departamento de Autorización y Registro de Entidades.



# 1 Introducción

El vertiginoso avance de las nuevas tecnologías ha modificado en gran medida los patrones de comportamiento y de interacción en nuestra sociedad. La posibilidad de que personas situadas en puntos distantes del planeta se comuniquen de forma inmediata, intercambien información, ideas, bienes, dinero, o colaboren de alguna forma para la consecución de un fin común está modificando los roles tradicionalmente asumidos por los diferentes agentes sociales.

El sistema financiero no ha quedado al margen de esta tendencia y está viviendo la aparición de nuevas formas de canalizar los excedentes monetarios de los ahorradores sin la presencia de los intermediarios tradicionales, como puede ser la banca.

Uno de los sistemas de financiación alternativos que mayor crecimiento ha experimentado en los últimos años es el denominado *crowdfunding* o financiación participativa, que está recibiendo una creciente atención por parte del mundo académico, las autoridades y el público en general. Esta denominación engloba a las convocatorias realizadas normalmente a través de Internet para financiar un determinado proyecto. Los agentes necesitados de fondos y los potenciales inversores confluyen en una plataforma digital, desarrollada y gestionada, en general, por iniciativa privada.

El potencial de este mecanismo de financiación radica en su capacidad para reunir considerables sumas de dinero a partir de pequeñas aportaciones de un gran número de inversores<sup>1</sup> y destinarlas a financiar ámbitos de la economía que actualmente se encuentran sometidos a una severa restricción del crédito, como son las empresas de nueva creación o el consumo.

Como toda actividad de financiación, el *crowdfunding* comporta riesgos para los inversores. Las iniciativas de regulación son relativamente recientes. En el caso europeo no existe todavía un enfoque compartido sobre este asunto, aunque ESMA ya ha sugerido que se considere su conveniencia. Las iniciativas desarrolladas hasta ahora son exclusivamente nacionales, destacando las adoptadas en Francia, Italia y Reino Unido. España también ha optado por esta vía y, en la actualidad, se está tramitando un proyecto de ley en el que se contempla el establecimiento de un marco regulador.

El objetivo de este artículo es describir las principales características del *crowdfunding*, proporcionar datos de interés que ayuden a calibrar su importancia en la actualidad así como su proyección futura, y resumir las iniciativas reguladoras. El apar-

---

1 Muchas plataformas no establecen umbrales mínimos para las aportaciones por lo que, en ocasiones, estas pueden ser de un euro.

tado dos revisa las principales características del *crowdfunding*, los diferentes formatos que puede asumir, los principales protagonistas y los distintos estadios por los que pasa una operación de este tipo. El tres ofrece algunos datos de interés sobre el sector, como importes movilizados, rentabilidades de las operaciones o estimaciones respecto al impago. El cuatro se centra en las iniciativas reguladoras desarrolladas en la Unión Europea, sobre todo en las de Francia, Italia y Reino Unido. En el cinco se ofrecen algunos datos sobre el *crowdfunding* español y, sobre todo, se describen las principales disposiciones contempladas en el Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, a través del cual se pretende canalizar la iniciativa reguladora en nuestro país. El trabajo termina con un apartado de conclusiones.

## 2 Sentando las bases del *crowdfunding*

El *crowdfunding* es una de las tendencias más visibles del denominado *crowdsourcing*, término acuñado en 2006 por Jeff Howe<sup>2</sup> para referirse a las convocatorias abiertas para la realización de una tarea por un grupo indefinido y normalmente grande de personas.

A pesar de que en un principio se tienda a asociar el *crowdfunding* con aportaciones dinerarias efectuadas con fines altruistas, lo cierto es que en esta clase de proyectos se pueden identificar cuatro modalidades de actividad en función del tipo de remuneración percibida por los partícipes:

- *Crowdfunding de donación*. El dinero se entrega sin esperar ningún tipo de contraprestación.
- *Crowdfunding de recompensa*. La contraprestación recibida por los partícipes es de tipo no monetario, como, por ejemplo, aparecer en los créditos de una película o tener preferencia en el acceso a un determinado contenido digital. Este tipo de *crowdfunding* no necesariamente está asociado a proyectos de carácter filantrópico sino que también se utiliza para financiar proyectos de tipo empresarial. En este caso, los promotores se financian a través de sus potenciales clientes, que adelantan el desembolso de un gasto futuro, de forma que los promotores reducen la exposición de su propio capital o la necesidad de recurrir a otras formas de financiación: banca, subvenciones, patrocinadores, etcétera.
- *Crowdlending o micropréstamos*. Los partícipes adquieren un instrumento de deuda que les da derecho a recibir una remuneración prefijada, o pactada entre las partes, y la devolución del principal a su vencimiento. Dentro del *crowdlending* habría que distinguir dos modalidades: el préstamo a personas, también denominado *P2P lending*, y el préstamo a empresas, *P2B lending*.

---

2 Howe, J. (2006), «The rise of crowdsourcing», disponible en [http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html?pg=4&topic=crowds&topic\\_set=](http://archive.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html?pg=4&topic=crowds&topic_set=)

- *Equity crowdfunding*. Los inversores adquieren acciones o participaciones de una empresa y su remuneración va ligada al éxito de la misma.

En los siguientes apartados nos centraremos, principalmente, en las dos últimas modalidades, que constituyen el denominado *crowdfunding* financiero. En el futuro, este podría configurarse como una fuente de financiación empresarial alternativa a la banca y los mercados financieros tradicionales o complementaria de estos.

## 2.1 Protagonistas en una operación de *crowdfunding*

En una operación de *crowdlending* o *equity crowdfunding* hay tres actores principales: el promotor del proyecto, los inversores y la plataforma digital.

### ¿Quiénes recurren al *crowdfunding*?

Las microempresas, las empresas de nueva creación y las personas físicas demandantes de crédito no hipotecario son algunos de los principales damnificados por la restricción del crédito bancario que se produjo con la crisis financiera iniciada en el año 2007. Para llevar a cabo sus proyectos, estos agentes económicos han tenido que recurrir a otros modelos de financiación, entre los que se encuentran las operaciones de financiación participativa.

El *crowdfunding*, tanto en la modalidad de participación en el capital como en la de préstamo, se está mostrando como una fuente viable de financiación de empresas que se encuentran en un estadio en el que no son inversiones interesantes para la banca y necesitan fondos hasta que sean capaces de generar un flujo estable de ingresos y tener acceso a financiación de manera fluida.

En el caso de los micropréstamos a personas físicas, el *crowdfunding* ofrece sobre todo fórmulas para gestionar la deuda familiar. Así, por ejemplo, el 87,3 % de los usuarios de una de las plataformas más dinámicas en los Estados Unidos<sup>3</sup> declara que el destino de los fondos obtenidos será la refinanciación de otros préstamos o la cancelación de las disposiciones efectuadas con tarjetas de crédito.

A pesar de que la obtención de financiación es la principal motivación entre particulares y empresas, se han identificado otras motivaciones a la hora de promover una operación de *crowdfunding*. Algunos promotores han recurrido a él en sus campañas de *marketing* para dar a conocer productos que se encuentran en sus primeras fases de desarrollo, utilizando luego los resultados de aceptación del proyecto entre los inversores, que también son clientes potenciales, como carta de presentación ante otras formas de financiación tradicionales<sup>4</sup>.

---

3 Lending Club. Datos estadísticos disponibles en su página web: <https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>

4 El trabajo realizado por Mollick, E. (2013), «The dynamics of crowdfunding: An exploratory study», profundiza en las motivaciones de promotores e inversores para involucrarse en una operación de *crowdfunding*. Disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2088298](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298)

## ¿Qué buscan los inversores y cuáles son sus riesgos?

Una de las consecuencias de la crisis financiera vivida en los últimos años es el incremento de la percepción negativa que los ciudadanos tienen del sistema bancario, al que culpan, en gran medida, de ser el causante de la crisis, de distribuir productos financieros poco adecuados entre sus clientes, provocándoles importantes pérdidas, y de obtener un excesivo apoyo gubernamental, lo que habría contribuido posteriormente a la necesidad de implementar medidas de ajuste del gasto público en sectores vitales como la educación y la sanidad.

Este descrédito ha favorecido cierto desplazamiento de los recursos de los ahorradores hacia figuras financieras a las que se atribuye un mayor componente ético. En general, el público valora que este tipo de agentes financieros no se limite a maximizar su propio beneficio, que destine el patrimonio de sus clientes a la financiación de proyectos que puedan aportar valor añadido para el conjunto de la sociedad y, en último término, que proporcione algún rendimiento a sus ahorros. La financiación participativa trata de responder a ese planteamiento y, por ello, está atrayendo a un número cada vez mayor de inversores, tanto profesionales como particulares.

A pesar de que la obtención de rendimientos no es el objetivo prioritario para muchos de estos inversores, se ha constatado que el bajo tipo de interés ofrecido por los bancos a sus clientes está animando a algunos pequeños ahorradores a introducirse en el mundo del *crowdfunding* financiero, en el cual pueden conseguir mayores beneficios. Para ilustrar esta situación basta mencionar que en septiembre de 2014 el tipo de interés medio ofrecido por la banca española para nuevos depósitos se situaba en el 0,79 %<sup>5</sup>, mientras que las rentabilidades declaradas por algunas de las plataformas de préstamo alcanzaban el 11,9 %<sup>6</sup>.

Es evidente que los niveles de rentabilidad que actualmente se pueden conseguir a través de la financiación participativa no son comparables con los que proporciona el entorno bancario, pero tampoco lo es el riesgo que se asume. Mientras que los depositantes bancarios y los inversores que efectúan sus operaciones a través de una empresa de servicios de inversión autorizada cuentan con los paraguas del Fondo de Garantía de Depósitos y del Fondo de Garantía de Inversiones, respectivamente, los inversores en operaciones de *crowdfunding* no cuentan con el respaldo de ninguna institución similar.

El riesgo es todavía mayor cuando se elige la modalidad de participación en el capital de una compañía. Diferentes estudios<sup>7</sup> han abordado la idoneidad de este instrumento para el inversor no cualificado y sugieren que problemas habituales en las operaciones de capital-riesgo, como la existencia de asimetrías en el acceso a la in-

---

5 Fuente: Banco de España.

6 Dato publicado por la plataforma de préstamo al consumo Zank.

7 Kantor, R. (2014), «Why venture capital will not be crowded out by crowdfunding», disponible en [http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1071&context=bocconi\\_legal\\_papers](http://works.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=1071&context=bocconi_legal_papers), Wilson K. E. y M. Testoni (2014), *Improving the role of equity crowdfunding in Europe's capital markets*, disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2502280](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2502280) o Hornuf L. y A. Schwienbacher (2014), «Crowd-investing - Angel Investing for the Masses?», disponible en [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2401515](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2401515)

formación o la aparición de conflictos de interés entre inversores o entre inversores y promotores, pueden verse exacerbados en una inversión de este tipo.

En primer lugar, a diferencia de las empresas o los fondos de capital-riesgo que llevan a cabo exhaustivos y costosos estudios sobre la viabilidad de las empresas en las que invierten, los inversores en *crowdfunding* estarían menos incentivados a llevar a cabo, por su cuenta, un análisis de diligencia debida (*due diligence*) suficientemente riguroso. Entre los motivos para ello se encuentran la falta de formación, la posibilidad de sumarse a las decisiones tomadas por otros inversores considerados más cualificados o la limitada exposición de sus recursos.

Una vez formalizada la operación, la involucración de un inversor de *equity crowdfunding* a lo largo de la vida de un proyecto es mucho menor que la de un profesional, el cual participa activamente con el objetivo de aumentar el valor de su inversión. En el supuesto de que la totalidad o un grupo de inversores decidiese participar activamente, tampoco hay indicios para pensar que sus aportaciones pudieran proporcionar valor añadido al proyecto; por lo demás, los costes de coordinación entre la masa de inversores y el promotor podrían llegar a ser altos. La capacidad para supervisar los proyectos también es menor debido a la distancia geográfica que puede existir entre el inversor y los promotores.

Para finalizar, hay que señalar que los mecanismos de desinversión en un proyecto de este tipo son limitados. Se producen principalmente a través de una oferta pública de venta de las participaciones o con la adquisición de las mismas por parte de una empresa de mayor tamaño. Los profesionales del capital-riesgo evalúan las opciones de salida de su inversión antes de aceptar participar en el proyecto, son conscientes de que los plazos de maduración pueden sufrir considerables retrasos y son proactivos en los procesos de salida de sus inversiones. Un pequeño inversor no siempre está advertido de esas dificultades, de la alta probabilidad de no obtener una remuneración a la altura de sus expectativas o, incluso, del fracaso del proyecto y la pérdida de su dinero.

Por todo ello, algunos reguladores, como la Financial Conduct Authority (FCA) británica, advierten al público que un inversor en *crowdfunding* financiero tiene poca o ninguna protección en el caso de que un proyecto fracase y que, en ese caso, probablemente pierda la totalidad del dinero invertido. También sugiere que este tipo de inversiones deberían estar dirigidas a inversores sofisticados que sean capaces de valorar el potencial de un negocio de reciente creación y comprender los riesgos que conlleva<sup>8</sup>.

### ¿Qué ofrecen las plataformas digitales?

Como se ha indicado, las plataformas de *crowdfunding* son sitios web que ponen en contacto a promotores de proyectos con potenciales inversores que aporten los fondos para desarrollarlos.

La aparición de estos portales va ligada al desarrollo de las tecnologías digitales en diversos ámbitos. Uno de ellos ha sido el perfeccionamiento de los sistemas de pago

---

8 Ver el capítulo sobre *crowdfunding* publicado por la FCA en su página web: <http://www.fca.org.uk/consumers/financial-services-products/investments/types-of-investment/crowdfunding>

electrónico, que ha permitido articular de una manera más ágil y segura los intercambios monetarios necesarios para realizar estas operaciones. En particular, las mejoras introducidas en los sistemas de pago electrónico permiten verificar, inmovilizar y desembolsar posteriormente los fondos comprometidos por los inversores. A lo largo de la vida del proyecto también permiten canalizar las devoluciones de dinero que resulten necesarias desde la cuenta del promotor hacia los inversores.

Otro de los avances de los que este mecanismo de financiación se está beneficiando es el perfeccionamiento de los sistemas de firma digital para la formalización de los contratos, aunque no todas las plataformas utilizan este recurso tecnológico. En muchas ocasiones, las aportaciones se agrupan en un único préstamo que formaliza la plataforma en nombre de los inversores, de los cuales ha obtenido previamente un mandato.

Es necesario hacer una mención del papel que las redes sociales están teniendo en la promoción de los proyectos y, en última instancia, en el *crowdfunding*. Una persona o empresa que quiera involucrarse en los proyectos publicados en una plataforma puede asumir otro tipo de roles, además del de inversor, como son el de patrocinador o embajador de proyecto, apoyando una iniciativa a través de las redes sociales o proporcionando asesoramiento o supervisión directa a la empresa promotora o al proyecto en sí.

Al igual que otros modelos de negocio nacidos gracias al desarrollo de las nuevas tecnologías y el auge de la red, las plataformas de financiación participativa mitigan los desequilibrios que provoca la distancia geográfica. Estas plataformas permiten poner en contacto áreas económicas o agentes individuales con disponibilidad de fondos con otros deficitarios, estableciendo una vía de comunicación directa entre ambas partes, con la misma facilidad de acceso para todos, independientemente de la ubicación de cada uno de ellos.

Los gestores de las plataformas suelen asumir una responsabilidad limitada en las relaciones entre promotores e inversores. La actividad de la plataforma se circunscribe a los servicios que proporciona a las partes, además de permitirles interactuar en su entorno digital. Así, por ejemplo, asesoran a los demandantes de financiación en el proceso de elaboración de las fichas y presentaciones de los proyectos que, posteriormente, se colgarán en la plataforma. También publican una calificación crediticia para orientar a los inversores sobre el nivel de riesgo asociado a cada iniciativa. Sin embargo, no están obligadas a comprobar la veracidad de la información suministrada por los promotores sobre el proyecto o sobre su situación financiera<sup>9</sup>.

El hecho de que la plataforma sea la única vía de comunicación entre el inversor y el promotor constituye uno de los principales riesgos de esta actividad. La interrupción, temporal o permanente, de las actividades de una plataforma no solo obstaculizaría los intercambios de información entre las contrapartes, sino que tendría repercusiones jurídicas ya que, como se menciona anteriormente, la plataforma puede posicionarse como representante de los inversores en la formalización de los

---

9 De acuerdo con los datos publicados en la web de una de las principales plataformas británicas, Funding Circle, para el 30 % de las solicitudes de fondos no se había contrastado la información sobre los ingresos anuales del solicitante de los fondos.

contratos y actuar como depositario de la documentación. También los flujos dinerarios entre las partes se verían afectados ya que es habitual que las plataformas asuman la administración de los préstamos y la coordinación de los pagos a los inversores. Este riesgo potencial resulta especialmente significativo si se tiene en cuenta la lejanía geográfica que puede existir entre el promotor, cada uno de los inversores involucrados y los responsables de la plataforma. Esta circunstancia se ve agravada por la creciente internacionalización de las plataformas y la sujeción de los contratos a la legislación imperante en jurisdicciones distintas a la del inversor, lo que introduce mayor complejidad.

Las plataformas han operado hasta ahora en un vacío legal, al no contemplarse requisitos de cumplimiento normativo habituales para otros agentes financieros: licencia, autorización o registro para poder llevar a cabo la actividad, supervisión de una agencia pública, reglas de gobierno corporativo, requisitos de transparencia, etcétera.

En los últimos años, ante el rápido crecimiento de esta actividad, reguladores de numerosos países, entre ellos España, han considerado necesario establecer un marco legal para el *crowdfunding* con el fin de mitigar y facilitar la gestión de los riesgos inherentes a este tipo de financiación a través de mecanismos como la introducción de límites a los volúmenes de inversión para inversores no profesionales o la obligación de poner a disposición de los inversores información suficiente para facilitar la toma de decisiones.

## **2.2 Proceso para la financiación de un proyecto de *crowdfunding***

Las fases por las que atraviesa un proyecto desde su presentación en una plataforma hasta su extinción son habitualmente las siguientes:

### **Fase de selección y evaluación**

Cuando el promotor de un proyecto lo presenta para su publicación en una plataforma debe someterse a un proceso de evaluación inicial en el que se analizan la idoneidad del proyecto para la plataforma, su viabilidad y las características de la petición de fondos. Los gestores de las plataformas suelen asesorar a los promotores sobre la forma más adecuada de plantear la convocatoria, tanto en la elaboración de la ficha o el vídeo que se colgará en la plataforma como en lo que se refiere al instrumento financiero más adecuado (préstamo o capital), el tipo de interés objetivo, el plazo y la forma de devolución de los fondos que se obtengan. Aquellos proyectos que superan el filtro inicial reciben una calificación crediticia de la plataforma que proporciona a los inversores una orientación sobre el riesgo que estarían asumiendo.

### **Fase de publicación y recepción de propuestas**

Los proyectos se publican en la plataforma con las condiciones financieras y un tiempo límite para la obtención de los fondos. En ese momento se pone a disposición de los inversores información sobre el promotor; en el caso de que los demandantes de fondos sean personas físicas, una declaración de los ingresos anuales, y,

en el caso de ser personas jurídicas, los estados financieros de los últimos años o estados financieros provisionales de los últimos meses, así como una descripción del proyecto. Simultáneamente, se abre un foro en el que los inversores potenciales pueden formular preguntas o solicitar información adicional. Los inversores interesados introducen sus compromisos de financiación y, si es oportuno, la rentabilidad deseada. Finalizado el plazo de captación de fondos se cierra el proyecto.

La mayor parte de las plataformas asumen el formato «todo o nada»: si pasado el tiempo estipulado no se hubiese reunido la totalidad de los fondos, se cancela el proyecto y los promotores no reciben ninguna cantidad. Sin embargo, algunas plataformas ofrecen alternativas en el caso de que queden por cubrir pequeños porcentajes, entre el 5 % y el 10 % normalmente. Las más habituales son las dos siguientes:

- Formalizar la operación con una financiación parcial, si el promotor está de acuerdo.
- Encontrar un patrocinador. Algunas plataformas contemplan la figura del patrocinador, que puede comprometerse a cubrir el último tramo de la convocatoria, con un límite del 10 % del total.

Las plataformas actúan normalmente como meros intermediarios entre promotores e inversores, aunque en algunos casos pueden entrar a participar y posicionarse como un inversor más.

### **Formalización de la operación y desembolso de los fondos**

La formalización de la relación contractual entre promotor e inversores se puede articular principalmente de dos maneras. En la primera de ellas, la parte que capta los fondos suscribe contratos con cada uno de los inversores, siendo los modelos de contrato normalmente suministrados por la plataforma. En la segunda, esta agrupa los apoyos recibidos y asume el papel de administrador del instrumento financiero acordado, firmando el contrato con el promotor en representación de la masa de inversores.

Después de formalizarse la relación entre las distintas partes, la plataforma procede a desembolsar el dinero reunido en la cuenta proporcionada por el promotor a tal efecto.

### **Gestión del proyecto**

La plataforma se encarga de gestionar los flujos monetarios asociados al proyecto (pago de cuotas de interés, dividendos o principales), canalizar hacia los inversores la información relevante sobre la evolución del proyecto y del promotor y, en su caso, tramitar los impagos y las incidencias en nombre de los inversores.

### **Finalización del proyecto**

A vencimiento, el promotor, a través de la plataforma, reembolsa los principales y rendimientos pendientes y se da por finalizada la relación contractual entre todas las partes.

### 3 El crowdfunding en cifras

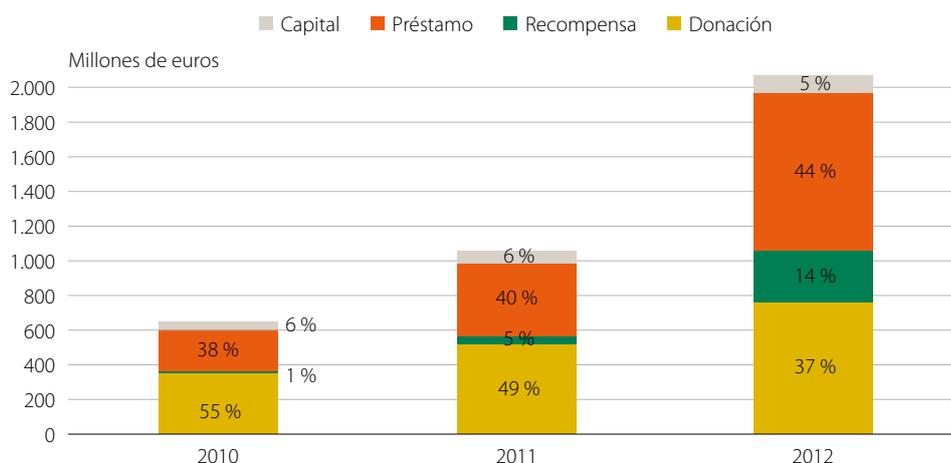
No resulta sencillo encontrar datos que reflejen la dimensión adquirida por esta modalidad de financiación, ya que no todos los países cuentan con un marco regulador que proporcione transparencia a la actividad ni todas las plataformas publican datos sobre las condiciones de los proyectos financiados.

Una de las fuentes de información de referencia es el informe publicado por la consultora Massolution<sup>10</sup>, que analiza la actividad de 308 plataformas de todo el mundo. Dicha consultora cifra el volumen de recursos movilizados a través de *crowdfunding* durante el año 2012 en 2.099 millones de euros, los cuales se dividen, a partes iguales, entre la modalidad de remuneración económica —préstamo y capital— y no económica —donación y recompensa—.

Estos importes pueden resultar poco significativos si los comparamos con las formas de financiación tradicionales<sup>11</sup>, pero el crecimiento del *crowdfunding* ha sido exponencial en los últimos años. Como se aprecia en el gráfico 1, no todas sus modalidades muestran la misma tendencia, observándose un desplazamiento de los recursos hacia los proyectos de recompensa y *crowdlending*.

Fondos captados a través de operaciones de financiación participativa

GRÁFICO 1



Fuente: Massolution.

La cuota del *equity crowdfunding* se mantiene en porcentajes muy reducidos y no es previsible que despegue en los próximos años. Por el contrario, la financiación a través de micropréstamos se está posicionando como una alternativa atractiva entre inversores no cualificados que buscan mejores rentabilidades para sus ahorros que las ofrecidas por los bancos en estos momentos.

10 Massolution (2013), «2013CF Crowdfunding Industry Reports», disponible en [http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107?utm\\_source=website&utm\\_medium=text&utm\\_content=LP+bottom&utm\\_campaign=2013CF+Launch](http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107?utm_source=website&utm_medium=text&utm_content=LP+bottom&utm_campaign=2013CF+Launch)

11 Por ejemplo, en 2012, las emisiones de renta fija de empresas, solo en Europa, ascendieron a 436 mil millones de euros.

Las condiciones financieras de este tipo de préstamos vienen determinadas por la interacción de inversores y promotores. Los inversores deciden los importes que están dispuestos a comprometer en el proyecto, aunque, a veces, el promotor puede establecer umbrales mínimos de inversión. En cambio, las fechas de pago de los intereses y de la devolución del principal las fija el promotor. Por último, el tipo de interés se fija principalmente de dos maneras. Una primera opción es que el promotor decida de antemano el tipo de interés que está dispuesto a pagar por los fondos que obtenga. En la segunda opción, el tipo de interés se establece mediante una subasta ciega entre las propuestas de financiación recibidas de los potenciales inversores. Una vez finalizado el periodo de recepción de propuestas, el promotor elegirá únicamente las necesarias para cubrir su petición de fondos, empezando por las más baratas. En este caso, los inversores que finalmente participen en el proyecto recibirán el tipo de interés de sus respectivas propuestas, pudiendo haber considerables diferencias entre ellos.

No se han encontrado datos agregados sobre los índices de morosidad o falencia de los proyectos financiados a través de *crowdlending*, debido en gran medida a que muchas de estas plataformas cuentan con un breve historial de funcionamiento.

Algunas de las plataformas más veteranas sí publican datos de las incidencias de sus operaciones. Por ejemplo, una de las principales plataformas estadounidenses<sup>12</sup> informaba en su web de que, a diciembre de 2014, los impagos acumulados en los tres últimos años representaban el 4,5 % del importe total comprometido en ese mismo periodo, y de que la tasa de morosidad ascendía al 3,3 % del saldo vivo en esos momentos. En el caso de las plataformas españolas, una de las más consolidadas, Comunitae, publica en su página web los importes que se encuentran en proceso judicial para su recuperación; a cierre de 2014 había 440.078,46 euros en esta situación, lo que representaba el 3,5 % de los fondos movilizados desde su puesta en marcha en 2009.

Tampoco existe información sobre la evolución de los proyectos financiados con *equity crowdfunding* ya que, debido a la reciente formalización de muchas de estas operaciones y al mayor plazo de maduración requerido por este tipo de inversiones, no existen estadísticas que proporcionen información sobre los retornos recibidos por los partícipes<sup>13</sup>.

Uno de los aspectos a los que el inversor en capital-riesgo presta especial atención es el mecanismo de salida del proyecto ya que las opciones disponibles para ello son limitadas y pueden convertirse en procesos complejos y dilatados en el tiempo. De acuerdo con los datos publicados por la Asociación Europea de Capital-Riesgo<sup>14</sup> (EVCA,

---

12 Datos obtenidos a partir de las estadísticas publicadas por Lending Club en su página web, <https://www.lendingclub.com/info/demand-and-credit-profile.action>. Los impagos no incluyen el saldo vivo de morosos y descuentan las recuperaciones que se hayan producido con posterioridad a la declaración del préstamo como fallido.

13 Tomando como referencia los datos publicados para otras formas de capital-riesgo con mayor recorrido, como fondos o sociedades, entre el 30 % y el 40 % de los proyectos acababan con la liquidación de los activos de la empresa, el 75 % nunca devolvía la totalidad del dinero aportado por los inversores y más del 95 % no proporcionaba a los inversores el rendimiento esperado. Ver artículo del *Wall Street Journal* (2012), «The Venture Capital Secret: 3 out of 4 Start-Ups Fail», disponible en <http://www.wsj.com/articles/SB10000872396390443720204578004980476429190>

14 European Private Equity and Venture Capital Association (2013), «2013 European Private Equity Activity», disponible en <http://www.evca.eu/media/142790/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf>

por sus siglas en inglés), las desinversiones de capital-riesgo en 2013 afectaron a 994 compañías europeas y se materializaron, principalmente, a través de la adquisición de las participaciones por parte de nuevos socios industriales (el 20,7 % de las compañías), mientras que las ofertas públicas de venta fueron residuales ya que únicamente el 0,4 % de las compañías optaron por acometer una operación de este tipo<sup>15</sup>.

Otra forma de transmitir las participaciones adquiridas en una operación de *equity crowdfunding* es a través de los espacios habilitados por las propias plataformas. En ellos, los inversores pueden poner a la venta participaciones en capital así como préstamos vivos, dirigiéndose a otros inversores registrados en la plataforma.

Además de estos mercados secundarios, se están ensayando otras fórmulas más novedosas, entre las que cabe señalar las operaciones de titulización promovidas por profesionales especializados en estrategias de inversión con préstamos originados *online*, habituales en las principales plataformas de préstamo. El objetivo perseguido por los cedentes de estos préstamos es liberar recursos y capital para volver a operar en las plataformas. Este tipo de operativa facilita la rotación, no solo de las carteras de esos inversores especializados, sino también de las de otros inversores que reciben ofertas a través de los mercados secundarios de préstamos mencionados anteriormente para completar los paquetes de derechos de crédito cedidos en estas transacciones.

## 4 El *crowdfunding* en la Unión Europea

En Europa el volumen de proyectos financiados mediante *crowdfunding* es aún modesto si se compara con otras formas de financiación como el crédito bancario o el capital-riesgo. No obstante, se observan tasas de crecimiento muy significativas, en particular en las modalidades de préstamo y de *equity crowdfunding*, lo que parece indicar que podría convertirse en una alternativa a las fuentes de financiación tradicionales.

A este respecto, el Libro Verde de la Comisión Europea sobre Financiación a Largo Plazo de la Economía Europea de marzo de 2013<sup>16</sup> apuntaba la necesidad de desarrollar o fomentar otras fuentes de financiación «no tradicionales», como el *crowdfunding*, y garantizar que estos mercados crezcan de modo sostenible y estén debidamente encuadrados en un marco normativo. Asimismo, la Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo y al Comité Económico y Social y Comité de las Regiones de marzo de 2014<sup>17</sup> señalaba que el *crowdfunding* es un modelo nuevo de financiación emergente con un importante potencial para la financiación de diferentes tipos de proyectos de innovación, creativos, culturales o sociales que tienen dificultades para acceder a otras formas de financiación, por lo que es necesario promover su desarrollo.

---

15 El resto de los mecanismos de salida utilizados por el capital-riesgo europeo fueron: amortización de las acciones (15,2 %), venta de acciones cotizadas (12,6 %), venta a otra firma de capital-riesgo (5,8 %), venta al equipo directivo (5,8) y otras formas (6,1 %).

16 [http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0004.03/DOC\\_1&format=PDF](http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:9df9914f-6c89-48da-9c53-d9d6be7099fb.0004.03/DOC_1&format=PDF)

17 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0172&from=EN>

El Libro Verde de la Comisión Europea publicado el pasado 18 de febrero de 2015<sup>18</sup> incluye una pregunta sobre las posibles barreras que puedan dificultar la actividad de las plataformas reguladas en diferentes Estados miembros de la Unión Europea.

Por otro lado, la Autoridad Europea de Valores y Mercados ha publicado dos documentos (ESMA/2014/1378)<sup>19</sup> y (ESMA/2014/1560)<sup>20</sup> relativos al *equity crowdfunding*. En ellos se describen los modelos de negocio existentes en la Unión Europea, los riesgos asociados a esta actividad y la legislación de la Unión Europea que pudiera resultar de aplicación, y además se apuntan los requisitos que debería reunir un marco regulatorio adecuado.

Asimismo, la Autoridad Europea Bancaria está trabajando en esta dirección en lo que se refiere al *crowdfunding* de préstamo, aunque hasta la fecha no ha publicado los resultados de sus trabajos.

El *crowdfunding* es un fenómeno muy reciente, por lo que no existe una norma europea armonizada referida específicamente a esta actividad. Algunas normas de la Unión Europea que regulan, entre otros, los servicios de intermediación, la emisión de instrumentos financieros o la prestación de servicios de pago podrían resultar de aplicación a algunas de las actividades que desarrollan las plataformas<sup>21</sup>. Sin embargo, las normas que regulan los servicios financieros en la Unión Europea se refieren a otro tipo de intermediarios, productos, instrumentos y actividades, por lo que no parecen adecuarse a los modelos de negocio de las plataformas que promueven proyectos con retorno financiero.

Algunos países como Francia<sup>22</sup>, Italia<sup>23</sup> y Reino Unido<sup>24</sup> han aprobado recientemente normas nacionales que regulan el *crowdfunding* con el fin de potenciar su desarrollo y garantizar al mismo tiempo la adecuada protección de los inversores. En estos países, las plataformas de *crowdfunding* son entidades que deben estar registradas en las autoridades competentes. Por el contrario, en otros como Alemania, Irlanda o Bélgica, dicha actividad puede ser desarrollada por entidades no reguladas. Así pues, no existe en la actualidad un enfoque común sobre la regulación del *crowdfunding* en la Unión Europea, lo que puede generar diferencias notables en el tratamiento legal de la actividad entre los Estados miembros.

---

18 [http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/docs/green-paper_en.pdf)

19 [http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378\\_opinion\\_on\\_investment-based\\_crowdfunding.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf)

20 <http://www.esma.europa.eu/content/Advice-Investment-based-crowdfunding>

21 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros; Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y Directiva 2007/64/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de noviembre de 2007 sobre servicios de pago.

22 Regulación en vigor desde octubre de 2014. Se concreta en dos textos legales, disponibles en [http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?sessionId=83B9355A9B667F75F9E7D92C28C076D0.tpdjo13v\\_1?cidTexte=JORFTEXT000029008408&dateTexte=20140601](http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?sessionId=83B9355A9B667F75F9E7D92C28C076D0.tpdjo13v_1?cidTexte=JORFTEXT000029008408&dateTexte=20140601) y <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000029463569&categorieLien=id>

23 Regulación en vigor desde junio de 2013. Ver <http://www.consob.it/mainen/documenti/english/laws/reg18592e.htm>

24 Regulación en vigor desde abril de 2014. Ver <http://www.fca.org.uk/news/ps14-04-crowdfunding>

Se describen a continuación las principales características del régimen regulador adoptado en Francia, Italia y Reino Unido. En el apartado siguiente, se destacan también las del régimen propuesto en España a través de la futura Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, actualmente en trámite.

La evolución del *crowdfunding* en los tres países citados ha sido desigual. Mientras que el Reino Unido y Francia son los principales países europeos por número de plataformas y volumen de proyectos financiados, en Italia el sector apenas ha despegado (como se aprecia en el cuadro 1, la regulación italiana limita estas actividades a la financiación de proyectos de empresas innovadoras de nueva creación).

En los tres casos se han regulado los modelos de *crowdfunding* de tipo financiero, en los que el inversor espera recibir una remuneración dineraria por su participación<sup>25</sup>. Las nuevas normas se refieren fundamentalmente a los tres aspectos siguientes: 1) requisitos de las plataformas, 2) características de los proyectos y 3) medidas orientadas a la protección de los inversores.

### Requisitos de los participantes del *crowdfunding* en las regulaciones nacionales

CUADRO 1

	Requisitos de capital	Obligaciones de registro	Requisitos organizativos	Obligaciones de información	Conocimiento del cliente	Límites a la inversión	Límites por proyecto	Limitaciones tipos de proyectos/ valores
Francia	No	Registro en AMF o asociación profesional	Sí	Sí	Advertencias de riesgos y test de idoneidad	1.000 € al año por proyecto de préstamo	1.000.000 €	Acciones, bonos a tipo fijo y préstamos
Italia	No	Registro en CONSOB	Sí	Sí	Cuestionario y declaración de inversores minoristas sobre riesgos y asunción de pérdidas	5 % emisión suscrito por profesionales	5.000.000 €	Acciones o participaciones de empresas innovadoras de nueva creación
España <sup>1</sup>	Mínimo 60.000 € o seguro de responsabilidad civil profesional	Registro en la CNMV	Sí	Sí	Advertencias de riesgos	3.000 € por proyecto y 10.000 € al año por plataforma para inversores no acreditados	2.000.000 € para inversores no acreditados y 5.000.000 € para acreditados	No
Reino Unido	En función de los servicios prestados (mínimo 50.000 € o seguro)	Registro en la FCA	Sí	Sí	Advertencias de riesgos y test de idoneidad	10 % del patrimonio neto para minoristas en valores poco líquidos	No	No

Fuente: Elaboración propia.

1 Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial.

25 En Italia estas plataformas no pueden intermediar en proyectos financiados mediante préstamos.

## Requisitos de las plataformas

Tanto en el Reino Unido como en Francia e Italia la actividad consistente en poner en contacto a los promotores de los proyectos y los potenciales inversores puede ser desarrollada por dos tipos de entidades: i) intermediarios financieros autorizados, como empresas de servicios de inversión o entidades de crédito, y ii) plataformas de *crowdfunding* registradas de conformidad con las normas nacionales.

Los intermediarios financieros deben estar autorizados y registrados por las autoridades nacionales, para lo que deben cumplir los requisitos previstos en la normativa europea armonizada<sup>26</sup>. Con esta autorización pueden realizar diferentes servicios y actividades con instrumentos financieros. No obstante, estos requisitos pueden resultar excesivos para algunas plataformas que únicamente están interesadas en poner en contacto a los promotores y los financiadores de los proyectos. Por ello los regímenes nacionales son menos exigentes en cuanto al capital mínimo o a los requisitos organizativos de las plataformas, a cambio de limitar las actividades que pueden desarrollar.

Las normas tratan de asegurar que las plataformas dispongan de medios organizativos y operativos suficientes, así como que su personal posea los conocimientos y la experiencia necesarios para ejercer su actividad con la adecuada diligencia, con neutralidad y en defensa del mejor interés de sus clientes. Asimismo, se requiere la adopción de medidas que garanticen que los activos de los clientes están adecuadamente separados de los de la plataforma, por lo que se requiere que sean depositados en una entidad debidamente autorizada para ello.

## Características de los proyectos

Como se puede observar en el cuadro 1, algunos países han establecido limitaciones en cuanto al tamaño de los proyectos, a los instrumentos utilizados para su financiación o a las características de los promotores. Con ello se pretende limitar el riesgo que asumen los inversores o financiadores, teniendo en cuenta que la mayoría de ellos es de tipo minorista, con conocimientos de este sector más limitados que los de los inversores profesionales.

## Medidas de protección de los inversores

Como se ha indicado, uno de los motivos por los que los financiadores deciden participar en proyectos de *equity crowdfunding* o de *crowdlending* es la posibilidad de obtener un rendimiento dinerario asociado a su inversión, lo que conlleva una serie de riesgos. Por ello, es necesaria la adopción de medidas que permitan proteger los intereses de los inversores y asegurar que cuentan con toda la información necesaria para tomar sus decisiones y comprender la naturaleza y riesgos de estas inversiones.

En este sentido, en los países que han optado por regular estas actividades se arbitran medidas encaminadas de forma preferente a la protección de los inversores

---

26 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (Directiva MiFID) y Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 (Directiva MiFID II).

minoristas, como son las limitaciones en la cantidad que pueden destinar a la financiación de un proyecto, en la cantidad total anual invertida o en la adquisición de valores con poca liquidez.

Adicionalmente, las plataformas registradas tienen la obligación de obtener información sobre los objetivos de inversión, la situación financiera, los conocimientos y la experiencia de los inversores minoristas con el fin de evaluar la idoneidad de las inversiones. Por su parte, los inversores deben recibir, previamente a su inversión, información clara y suficiente sobre las características de los proyectos financiados y de los valores o instrumentos utilizados para financiarlos. En particular, deben ser adecuadamente informados y advertidos sobre los riesgos asociados y sobre la ausencia de mecanismos de compensación o de indemnización que permitan recuperar parte o la totalidad de las inversiones, en caso de quiebra o insolvencia de las plataformas o de los promotores de los proyectos.

## 5 El crowdfunding en España

Se calcula que en el año 2013 el *crowdfunding* movilizó en España 19,1 millones de euros, un 97 % más que en el año anterior<sup>27</sup>. En total se contabilizaron 67 plataformas activas, de las que 27 estaban orientadas hacia el *crowdfunding* financiero. En el cuadro 2, a título ilustrativo, se ofrece un resumen de las condiciones aplicadas a las operaciones realizadas en cuatro importantes plataformas nacionales, desglosadas según el tipo de operación.

**Condiciones de financiación de diferentes plataformas españolas en función del producto ofrecido**

CUADRO 2

	Capital	Préstamo empresas	Préstamos circulante	Préstamos consumo
Financiación total otorgada (euros)	1.940.000	1.120.840	785.616	13.300.000
Tamaño medio proyecto (euros)	242.500	33.965	37.410	4.680
Tamaño medio aportación (euros)	3.000 <sup>1</sup>	377	n. d.	50 <sup>1</sup>
Rentabilidad media	–	8 %	6,5 %	11,9 %
Plazo devolución (meses)	–	6-36 meses	100 días	6-48 meses

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos publicados por Crowd Angel, Arboribus, Loanbook y Zank a diciembre de 2014.

1 Aportación mínima.

27 Datos obtenidos a partir de los informes publicados por Infocrowdsourcing (2013), «Mercado de *crowdfunding* en España y Latinoamérica 2013», disponible en [https://www.scribd.com/fullscreen/210077848?access\\_key=key-1aeqj4364bdu4xo3vlwc&allow\\_share=true&escape=false&show\\_recommendations=false&view\\_mode=scroll](https://www.scribd.com/fullscreen/210077848?access_key=key-1aeqj4364bdu4xo3vlwc&allow_share=true&escape=false&show_recommendations=false&view_mode=scroll)

Como en el resto de la Unión Europea, el *crowdfunding* en España es un mecanismo de financiación que todavía no ha madurado suficientemente<sup>28</sup>. A pesar de ello, los proyectos de *crowdfunding* están configurándose como una opción de inversión cada vez más popular, tanto entre el ciudadano medio como entre los inversores especializados. De ahí que también en nuestro país se haya visto la necesidad de establecer un marco legal de estas actividades que brinde protección a los inversores, especialmente a los considerados menos cualificados, y facilite un adecuado desarrollo de esta forma de financiación que puede resultar particularmente útil para las empresas de nueva creación o pequeño tamaño. La propuesta del marco regulador español se ha realizado a través del Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, aprobado por el Consejo de Ministros el 3 de octubre de 2014 y remitido a las Cortes para su tramitación. Este Proyecto de Ley únicamente toma en consideración aquellas modalidades de *crowdfunding* dirigidas a la financiación de proyectos concretos de carácter empresarial, formativo o de consumo. En estas actividades, la normativa propuesta identifica tres agentes clave: los gestores de la plataforma, los promotores de los proyectos y los inversores.

Las plataformas de financiación participativas (PFP) que ofrezcan estas modalidades deberán obtener autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para llevar a cabo su actividad. Entre los requisitos estipulados para que una entidad consiga dicha autorización se encuentran los siguientes:

- La exclusividad en su objeto social de las labores propias de las plataformas de financiación participativa.
- Tener su domicilio social, así como su efectiva administración, en España o en algún otro de los Estados miembros de la Unión Europea.
- Adoptar como forma jurídica alguna de las incluidas en la categoría de sociedad de capital, siendo su duración indefinida.
- La dotación de capital social mínimo exigible variará con el nivel de actividad de la plataforma. Inicialmente, las PFP deberán contar en todo momento con un capital social desembolsado de 60.000 euros<sup>29</sup>. Si en los últimos doce meses la financiación de los proyectos supera los dos millones de euros, los recursos propios<sup>30</sup> de la plataforma deberán ser, como mínimo, iguales a 120.000 euros. Cuando el importe total de financiación formalizada se encuentre entre cinco y cincuenta millones de euros, deberán aumentarse los recursos propios en un 0,2 % del importe que supere los cinco millones y, a partir de los cincuenta millones, en un 0,1 % del exceso sobre esa cantidad. En ningún caso la cuantía adicional exigible sobrepasará los dos millones de euros.

---

28 De acuerdo con un estudio realizado por el periódico digital *Cinco Días*, durante el mes de septiembre de 2014 tan solo dos de cada diez proyectos reunieron los fondos solicitados durante el periodo de recaudación establecido. Ver [http://cincodias.com/cincodias/2014/11/13/emprendedores/1415896646\\_793093.html](http://cincodias.com/cincodias/2014/11/13/emprendedores/1415896646_793093.html)

29 Alternativamente las PFP podrán contratar un seguro de responsabilidad civil profesional, un aval u otra garantía equivalente.

30 El proyecto de ley considera como recursos propios de estas plataformas la suma del capital íntegramente desembolsado, la prima de emisión y las reservas.

- Disponer de una buena organización y de los medios adecuados para garantizar el buen funcionamiento de los servicios prestados.
- Disponer de un reglamento interno de conducta que contemple, en particular, los conflictos de interés y la participación de los consejeros, directivos y empleados en las solicitudes de financiación que se realicen a través de la plataforma.

Una vez conseguida la autorización de la CNMV, las plataformas deberán incluirse en un registro de PFP habilitado al efecto y quedarán sometidas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la CNMV establecido al efecto.

Entre las obligaciones de una plataforma está la de comprobar la idoneidad de los proyectos de financiación propuestos, así como la identidad del promotor. Una vez aceptado un proyecto, la plataforma deberá asegurarse de que se establezca un objetivo de financiación y un plazo máximo para conseguirlo. Si no se alcanzara el objetivo de financiación fijado, deberán devolverse las cantidades aportadas, aunque se prevé algún supuesto en el que podría aceptarse la financiación parcial del proyecto. Si los recursos captados superasen el importe solicitado, deberá devolverse el exceso.

Las formas de financiación previstas en las PFP son las siguientes:

- Emisión o suscripción de obligaciones, acciones ordinarias y privilegiadas, así como otros valores representativos de capital<sup>31</sup>.
- Emisión o suscripción de participaciones de sociedades de responsabilidad limitada.
- Solicitud de préstamos<sup>32</sup>.

Adicionalmente, las plataformas podrán prestar una serie de servicios tanto a promotores como a inversores, entre ellos los siguientes:

- Asesoramiento a los promotores en relación a la publicación de su proyecto en la plataforma.
- Análisis de los proyectos de financiación participativa y determinación del riesgo asociado o de cualquier otra variable que pueda resultar útil a los inversores para el proceso de toma de decisión. En ningún caso este tipo de actuaciones se considerará una recomendación o un asesoramiento financiero.
- Habilitación de canales de comunicación entre inversores y promotores durante todas las fases de la vida de un proyecto.
- Suministro a las partes involucradas de los modelos de contrato para la formalización de las operaciones.

---

31 En este caso, las operaciones no deben precisar la publicación de un folleto informativo o deben estar exentas de esta obligación, de acuerdo con lo contemplado en la Ley del Mercado de Valores.

32 Los préstamos no podrán incluir una garantía hipotecaria sobre vivienda habitual.

- Reclamación judicial y extrajudicial de los derechos de crédito impagados, en representación de los inversores o en nombre propio si los inversores le ceden su derecho de crédito.

La información puesta a disposición de los potenciales inversores deberá ser concisa, elaborada en un lenguaje no técnico y suficiente para que un inversor medio pueda emitir un juicio fundado sobre la decisión de financiación. La plataforma deberá garantizar que la información sobre cada uno de los proyectos llegue a todos los potenciales inversores y actualizará diariamente el estado de participación en el proyecto, así como el porcentaje de participación asumida por los inversores calificados como acreditados y por la propia plataforma. Una vez finalizado el plazo de financiación, deberá publicarse en la web correspondiente a ese proyecto.

Ningún promotor podrá tener más de un proyecto publicado en una determinada PFP de manera simultánea. El importe máximo de captación de fondos por proyecto a través de cada una de las PFP habilitadas no podrá superar los dos millones de euros.

La información recibida y publicada sobre un proyecto formalizado deberá estar disponible en la página web de manera continuada: para los inversores que hayan participado en el mismo, durante un plazo no inferior a doce meses desde la finalización del periodo de captación de fondos, y para los inversores que lo soliciten, durante un tiempo que no será inferior a cinco años desde el cierre de captación de fondos.

La futura legislación distingue entre inversores acreditados y no acreditados. Se considerará como inversores acreditados:

- A los reconocidos como inversores profesiones de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores.
- A las personas jurídicas que reúnan dos de las siguientes condiciones:
  - Que el importe total de sus partidas de activo sea igual o superior a un millón de euros.
  - Que la cifra anual de negocios sea igual o superior a dos millones de euros.
  - Que los recursos propios sean iguales o superiores a trescientos mil euros.
- A las personas físicas que acrediten el cumplimiento de estas dos condiciones:
  - Ingresos anuales superiores a cincuenta mil euros o un patrimonio superior a cien mil euros.
  - Solicitar ser considerados como inversores acreditados con carácter previo y renunciar de forma expresa a ser tratados como inversores no acreditados.
- En el caso de inversiones en obligaciones o instrumentos de capital, se considerará como inversor acreditado a aquellas personas físicas o jurídicas que acrediten la contratación de un servicio de asesoramiento financiero por parte de una empresa autorizada.

Todos los demás inversores tendrán la consideración de no acreditados. Para estos se establecen limitaciones a su actuación en las PFP. En particular, la cantidad máxima que pueden comprometer en un proyecto publicado en una plataforma es de tres mil euros, mientras que la cantidad máxima invertida en diferentes proyectos de una misma plataforma en un periodo de doce meses se limita a diez mil euros. Además, se exige que este tipo de inversores declaren a las PFP que la suma de las inversiones efectuadas en este tipo de plataformas durante los últimos doce meses no ha superado los diez mil euros.

Dado que resulta esencial que los inversores sean conscientes de la limitada protección que este tipo de entornos financieros puede ofrecerles, las PFP deberán advertirles, mediante una comunicación remitida con carácter previo a su participación en un proyecto de financiación participativa, de la posibilidad de perder todo o parte del dinero invertido, así como de la ausencia de cobertura por parte del Fondo de Garantía de Depósitos o del Fondo de Garantía de Inversiones. Asimismo, deberán advertirles de que ni los proyectos ni la emisión de valores son autorizados ni supervisados por el Banco de España ni por la CNMV y de que la información facilitada por los promotores tampoco ha sido revisada por ellos. Deberá existir constancia documental de la aceptación, en su caso, de estas condiciones por parte los inversores.

## 6 Conclusiones

A pesar de que el *crowdfunding* no ha alcanzado todavía volúmenes comparables a otras fuentes de financiación, ha experimentado un crecimiento considerable en los últimos años, favorecido por la situación de crisis, la restricción del crédito y el avance en el uso de las nuevas tecnologías. Diferentes fuentes, entre ellas la Comisión Europea, señalan que podría desempeñar un papel fundamental como complemento a las fuentes de financiación tradicionales, sobre todo para empresas en sus primeras fases de desarrollo y para proyectos de pequeño tamaño con elevado nivel de riesgo y dificultades de financiación, o incluso para proyectos promovidos por particulares.

No obstante, existen importantes riesgos asociados a esta actividad que deberían ser adecuadamente conocidos por todos los participantes en ella. La ausencia de información suficiente es un factor de distorsión que dificulta la adopción de decisiones adecuadas. Si se pretende promover el *crowdfunding* sería preciso, en primer lugar, eliminar la incertidumbre asociada a esta actividad, delimitando su ámbito y definiendo con claridad el marco jurídico aplicable, así como las funciones y responsabilidades de todos los participantes. La transparencia en las actividades de financiación aumenta la confianza de los inversores y ayuda a crear una percepción de mayor seguridad que sería beneficiosa para atraer a nuevos participantes.

Teniendo en cuenta el contexto actual de creciente complejidad y variedad de las inversiones, al igual que ya sucede en otros ámbitos de los mercados financieros, sería deseable promover iniciativas educativas que permitan que los potenciales inversores dispongan de toda la información necesaria para comprender la naturaleza y los riesgos de esta actividad y puedan adoptar las decisiones de inversión que mejor se adecúen a sus intereses.

En la Unión Europea no existe en la actualidad un enfoque común sobre la necesidad o, en su caso, las características de un marco regulador de estas actividades. Algunos países, como Francia, Italia y el Reino Unido, han introducido recientemente un marco de este tipo, por lo que aún es pronto para evaluar su repercusión, si bien las plataformas establecidas en ellos parecen haber valorado positivamente su aprobación.

La regulación introducida en estos países contiene unos requisitos menos estrictos que los exigidos en las normas comunitarias a otros intermediarios financieros autorizados. No obstante, al tratarse de normas nacionales no armonizadas en la Unión Europea, solo permiten a las plataformas operar en sus respectivos Estados miembros, lo que introduce importantes limitaciones, sobre todo para las plataformas de mayor tamaño que podrían estar interesadas en actuar de modo transfronterizo.

De ahí que ESMA, en un documento del pasado año elaborado en el ejercicio de un mandato de asesoramiento a la Comisión Europea<sup>33</sup>, en el que analiza el marco legislativo actual y su adecuación a los riesgos asociados al *crowdfunding*, sugiera que las autoridades competentes y los legisladores de los Estados valoren la posibilidad de desarrollar un régimen armonizado a nivel europeo.

España también ha optado por regular el *crowdfunding*, concretamente las plataformas de financiación participativa orientadas hacia la financiación de proyectos de carácter formativo, empresarial o de consumo. Esta iniciativa se ha canalizado a través del Proyecto de Ley de Fomento de la Financiación Empresarial aprobado en octubre del pasado año por el Consejo de Ministros y que se halla actualmente en tramitación parlamentaria. Entre otros aspectos destacados, se establece una distinción entre inversores acreditados, que deben cumplir determinadas condiciones, y no acreditados, con límites significativos para su participación en las actividades de financiación organizadas por las plataformas.

---

33 Ver nota 19.

# Identificación de vulnerabilidades en el sistema financiero español: una aplicación de los mapas de color

M.<sup>a</sup> Isabel Cambón Murcia (\*)

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



# 1 Introducción

Los mapas de color se han convertido en una de las herramientas más utilizadas desde el inicio de la última crisis para la identificación de vulnerabilidades en el ámbito económico y financiero. La relativa simplicidad de su cálculo y, especialmente, la sencilla interpretación basada en el código cromático constituyen sus principales virtudes.

En este artículo se presentan unos mapas de color que recogen la evolución mensual de los indicadores más relevantes del sistema financiero español durante los últimos años. Contienen información sobre los mercados de valores nacionales, el sector bancario y, también, sobre algunas variables macroeconómicas. El propósito fundamental que guía la elaboración de estos mapas es proporcionar una idea de la posición de los indicadores de referencia en relación con su historia reciente o con algunos límites predeterminados, asociando esta posición con un color determinado. La evolución de un indicador desde el verde hasta colores más cálidos (naranja o rojo) no implica necesariamente la existencia de un riesgo, sino un movimiento hacia un valor extremo (muy alto o muy bajo) en el periodo o en el rango de valores que se utiliza como referencia. La permanencia de un indicador en valores extremos durante un periodo prolongado puede sugerir la necesidad de un análisis más detallado, esto es, se puede interpretar como una señal de alerta.

La multitud de indicadores que se han tomado en consideración permite realizar un análisis de vulnerabilidades para cada segmento de los mercados financieros (renta variable, renta fija, sector bancario, etcétera) o para distintas categorías de riesgo (macro, mercado, liquidez, crédito, etcétera), como se ilustra en el gráfico 1. Este artículo presenta de forma resumida algunos de los mapas de color que la CNMV utiliza en su labor de análisis y expone los rasgos más relevantes de la metodología aplicada<sup>1</sup>. También se presenta una aplicación de estos mapas al análisis de la evolución reciente del grado de vulnerabilidad macro-financiera en nuestro país.

---

1 Los mapas de color de este artículo están inspirados en la metodología que utiliza la Junta Europea de Riesgo Sistémico (European Systemic Risk Board, ESRB) en sus análisis. Sin embargo, multitud de instituciones han desarrollado sus propios mapas durante los últimos años. Véase, por ejemplo, el capítulo 1 del Informe de Estabilidad Financiera Global (Global Financial Stability Report, GFSR) del FMI publicado en abril de 2009.

		2012				2013				2014				2015						
		j	a	s	o	n	d	e	f	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m
MERCADOS	Renta variable																			
	Renta fija																			
	Sector bancario																			
	Otros (petróleo, oro, aversión al riesgo)																			
CATEGORÍAS DE RIESGO	Riesgo macroeconómico																			
	Riesgo de mercado																			
	Riesgo de crédito																			
	Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación																			

Fuente: CNMV.

## 2 Metodología

### Selección de bloques y colores

Los indicadores que componen los mapas de color se pueden clasificar en función del segmento del sistema financiero al que pertenecen o en función de alguna categoría de riesgo, como se ha apuntado anteriormente. En este apartado, se ha optado por agrupar los indicadores en bloques que se inspiran en la estructura de la supervisión del sistema financiero español. Sin embargo, en la tercera sección, donde se presenta una aplicación al análisis de la evolución macro-financiera española desde 2012, se ha optado por clasificar los indicadores en función de las categorías de riesgos financieros más usuales. Ambos criterios son, en cualquier caso, complementarios a la hora de analizar e identificar vulnerabilidades en el sistema financiero.

Así pues, los indicadores del sistema financiero empleados guardan relación con las áreas de competencia de la CNMV (renta variable y renta fija) y del Banco de España (sector bancario). Utilizamos dos bloques más de indicadores: uno referido al entorno macroeconómico español y otro de naturaleza variada, que incluye los precios de las materias primas, los indicadores de aversión al riesgo o los indicadores basados en correlaciones de precios, entre otros indicadores relevantes para el análisis.

Para representar la evolución del indicador en el mapa se han empleado cuatro colores: verde, amarillo, naranja y rojo. El verde significa que el valor del indicador se encuentra cerca de su nivel mediano<sup>2</sup> en relación con su historia reciente<sup>3</sup>, es decir, cerca de los valores más habituales. A medida que el valor del indicador se aleja de este comportamiento habitual, el color asignado se mueve hacia el amarillo, naranja y rojo. Cuando un indicador se representa en rojo debemos interpretar que su valor está muy alejado de la mediana, es decir, que se encuentra en niveles máximos o mínimos respecto al periodo de referencia considerado.

2 No confundir valores cercanos a la mediana con valores cercanos a la media o a la moda, que son otras medidas de centralización. La mediana de una distribución se corresponde con aquel valor que deja el 50 % de los datos a cada lado de sí mismo.

3 Generalmente tres años, aunque en algunos indicadores se ha empleado toda la historia.

El color, por tanto, proporciona una idea de la posición de un indicador en relación con su historia, pero no evalúa las bandas en las cuales se debería mover. A partir de los colores de cada indicador, mediante un sistema de *scoring*, se asignan valoraciones a los bloques de variables considerados tanto en función de los segmentos del sistema financiero como de las categorías de riesgo (véase gráfico 1). Además, los mapas pueden incluir flechas hacia abajo o hacia arriba, que indican hacia dónde se ha desplazado el indicador (hacia valores inferiores o superiores a la mediana).

## Selección de indicadores

Para la elaboración de los mapas se ha seleccionado un total de cuarenta y dos indicadores representativos de la evolución macroeconómica y financiera en España. En la mayor parte de ellos, la información se obtiene de bases de datos comerciales, aunque también se han utilizado series elaboradas por la CNMV. Las fuentes originales son diversas: Banco de España, INE, BCE, Ministerio de Economía, Ministerio de la Vivienda, BME y CNMV, entre otras. La frecuencia elegida es la mayor posible para facilitar un análisis pormenorizado de los datos. En este sentido, mientras que la mayoría de los datos relacionados con los mercados financieros se ofrecen a diario, otras series solo están disponibles con una frecuencia mensual o trimestral.

Los indicadores utilizados son los siguientes:

- Macro España:
  - Variación anual del producto interior bruto (PIB).
  - Tasa de paro (sobre población activa).
  - Variación anual del índice de precios al consumo.
  - Déficit público (% PIB).
  - Deuda pública (% PIB).
  - Variación anual de los precios del sector inmobiliario.
  - Variación anual de la financiación a los sectores privados de la economía (hogares y empresas).
  - Indicador de competitividad.
  - Índice de sentimiento económico.
  
- Renta variable:
  - Índices de precios de renta variable: Ibex 35, Small Caps, Medium Caps y Latibex.
  - Volatilidad del Ibex 35.
  - Liquidez del Ibex 35.
  - Ratio precio-beneficio (PER) del Ibex 35.
  - Contratación de renta variable en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español).

- Emisiones de renta variable registradas en la CNMV.
- Renta fija:
  - Tipos de interés a corto plazo (tres meses) y largo plazo (diez años) de la deuda pública española.
  - Tipos de interés de los pagarés<sup>4</sup> (tres meses) y de la renta fija privada española a largo plazo (diez años).
  - Volatilidad del precio del bono de deuda pública a largo plazo.
  - Pendiente de la curva de tipos de interés (diez años menos un año).
  - Diferencial de tipos de interés entre el bono de deuda pública española a diez años y el bono de deuda pública alemana a diez años.
  - CDS a cinco años del bono de deuda soberana española.
  - Promedio de los CDS a cinco años de entidades financieras.
  - Promedio de los CDS a cinco años de entidades no financieras.
  - Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV.
- Sector bancario:
  - *Spread* LIBOR-OIS (tres meses) del mercado interbancario.
  - Préstamo neto del Eurosistema a las entidades de crédito españolas.
  - Cambio de los estándares en la oferta de crédito bancario.
  - Diferencial de tipos de interés en los préstamos concedidos a empresas en España y en la zona del euro (menos de un millón de euros).
  - Diferencial de tipos de interés en los préstamos concedidos a empresas en España y en la zona del euro (más de un millón de euros).
  - Ratio de saldo vivo de crédito a otros sectores residentes (OSR) sobre depósitos.
  - Ratio de morosidad del sector bancario.
- Otros indicadores de interés:
  - Correlación entre el tipo de interés del bono español de deuda pública a diez años y los del *core* europeo (Alemania, Francia, Holanda y Bélgica).
  - Correlación entre el tipo de interés del bono español de deuda pública a diez años y los de las economías europeas periféricas (Italia, Portugal, Grecia e Irlanda).
  - Precios de las materias primas (oro, petróleo).
  - Indicador de aversión al riesgo (State Street).

---

4 Tipos de interés en el momento de la emisión.

## Definición de los umbrales

Para la asignación de los colores se han definido dos tipos de umbrales: unos dinámicos, basados en el cálculo de los percentiles del indicador, y otros predeterminados, basados en valores fijos. Con carácter general se han empleado los primeros. Los segundos solo se utilizan cuando el hecho de sobrepasarlos puede interpretarse como una señal de alerta bastante clara. En la práctica, los umbrales dinámicos se han empleado en las series relacionadas con los mercados financieros y los fijos en el bloque macro, en el bancario y en los indicadores relacionados con primas de riesgo.

Como se ha señalado, los umbrales dinámicos se basan en el cálculo de percentiles dentro de la historia de cada indicador. En general, el cálculo se realiza sobre la información de los últimos tres años, aunque en algunos casos se ha considerado más adecuado incluir una historia más amplia. Para cada mes se calcula diariamente la posición de la variable en relación con los datos de los últimos tres años (o de un periodo más amplio) y se calcula el promedio mensual. La dificultad de preestablecer rangos idóneos para las variables relacionadas con los mercados financieros hace que este enfoque resulte más apropiado.

La tabla 1 describe de forma sintética la metodología de cálculo del mapa de color. Para cada indicador, además de describir la unidad de medida de la variable, se proporciona la unidad de medida aplicable al umbral (*benchmark*) y los intervalos que delimitan el uso de cada color. Como se observa en la tabla, la mayoría de los indicadores relacionados con los mercados de valores (renta variable, renta fija y otros) utilizan umbrales dinámicos, basados en el cálculo de percentiles. Para el resto de los indicadores se aplican umbrales predeterminados (porcentajes sobre el PIB, puntos básicos, etcétera).

En general, para definir las zonas de alerta (en rojo) en el enfoque dinámico se han utilizado las dos colas de la distribución del indicador, entendiendo que tanto valores muy elevados como muy reducidos pueden proporcionar una señal de alerta. Por ejemplo, en el bloque de renta variable, la zona de alerta viene determinada por el primer y el último decil en casi todos los casos. Sin embargo, dentro de este bloque no se aplica este criterio a los indicadores de volatilidad y liquidez, ya que se entiende que en este caso resulta más razonable considerar solo el último decil (valores muy elevados).

En la tabla 1 se puede observar que, cuando se utilizan dos colas en el enfoque dinámico, las zonas de alerta se corresponden siempre con el primer y el último decil; asimismo, cuando solo se utiliza una cola, la zona de alerta viene dada siempre por un único decil, en este caso el último. Los límites de los intervalos de color para los indicadores con cálculo de percentiles de dos colas son similares entre sí, al igual que los límites de los intervalos de los percentiles de una cola. De esta manera se garantiza una cierta homogeneidad de criterio a la hora de realizar el análisis.

En cuanto a los umbrales predeterminados, los valores establecidos para las variables fiscales (déficit público y deuda pública) del bloque macro de la tabla 1 están inspirados parcialmente en los límites que aseguran la estabilidad de la Unión Económica y Monetaria (UME). Así, teniendo en cuenta que el procedimiento de déficit

excesivo comienza cuando el déficit público supera el 3 % del PIB, parece razonable utilizar este umbral para delimitar la zona de alerta en esta variable. En el caso de la deuda pública, en la medida en que uno de los criterios de convergencia para el acceso a la UME era tener una deuda pública cercana al 60 % del PIB, se ha tomado este nivel como referencia para delimitar la región verde de esta variable.

En otros casos para los que no se disponía de una referencia externa tan clara se ha optado por criterios fundados en la experiencia del analista para justificar los umbrales razonables. Así, por ejemplo, se ha estimado que una caída del PIB superior al 2 % o una ratio de morosidad para el sector bancario por encima del 10 % deberían ir asociadas al uso del color rojo.

Clasificación de indicadores y definición de umbrales de color

TABLA 1

Indicador (Unidad)	Unidad del benchmark	Rojo ↓	Naranja ↓	Amarillo ↓	Verde	Amarillo ↑	Naranja ↑	Rojo ↑
<b>MACRO ESPAÑA</b>								
PIB (% v. a.)	%	<-2	[-2, 0)	[0, 2)	>=2			
Tasa de paro (% población activa)	%				[0, 12)	[12, 15)	[15, 18)	>=18
IPC (% v. a.)	%	<-1	[-1, 0)	[0, 1)	[1, 2)	[2, 3)	[3, 4)	>=4
Déficit público (% PIB)	% PIB				<0	[0, 1,5)	[1,5, 3)	>=3
Deuda pública (% PIB)	% PIB				[0, 60)	[60, 80)	[80, 100)	>=100
Precios del sector inmobiliario (% v. a.)	%	<-10	[-10, -5)	[-5, 0)	[0, 5)	[5, 10)	[10, 15)	>=15
Financiación a hogares (% v. a.)	%	<-5	[-5, -2,5)	[-2,5, 0)	[0, 10)	[10, 15)	[15, 20)	>=20
Financiación a soc. no financ. (% v. a.)	%	<-5	[-5, -2,5)	[-2,5, 0)	[0, 10)	[10, 15)	[15, 20)	>=20
Indicador de competitividad	Índice	<90	[90, 92,5)	[92,5, 95)	[95, 105)	[105, 107,5)	[107,5, 110)	>=110
Índice de sentimiento económico	Índice	<80	[80, 90)	[90, 100)	>=100			
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Ibex 35	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Índice Medium Caps	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Índice Small Caps	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Índice FTSE Latibex All-Share	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Volatilidad Ibex 35 (%)	percentiles				[0, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Ratio PER Ibex 35	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Bid-ask spread Ibex 35 (%)	percentiles				[0, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Contratación SIBE <sup>1</sup> (prom. diario, mill. €)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Emissiones renta variable <sup>2</sup> (mill. €)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
<b>RENTA FIJA</b>								
Tipo interés C/P deuda pública 3m (%)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Tipo interés pagarés 3m (%)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Tipo interés L/P deuda pública 10A (%)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Volatilidad precio deuda pública (%)	percentiles				[0, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Tipo interés renta fija privada L/P 10A (%)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Pendiente de la curva 10A-1A (p. b.)	p. b.				[0, 200)	[200, 300)	[300, 400)	>=400
Prima de riesgo bono deuda sob. (p. b.)	p. b.				[0, 200)	[200, 300)	[300, 400)	>=400
CDS bono de deuda soberana (p. b.)	p. b.				[0, 200)	[200, 300)	[300, 400)	>=400
CDS sector no financiero (p. b.)	p. b.				[0, 300)	[300, 400)	[400, 500)	>=500
CDS sector financiero (p. b.)	p. b.				[0, 300)	[300, 400)	[400, 500)	>=500
Emissiones brutas renta fija <sup>2</sup> (mill. €)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
<b>SECTOR BANCARIO</b>								
Spread interbanc. (LIBOR-OIS) 3m (p. b.)	percentiles				[0, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Préstamo neto del Eurosistema (mill. €)	miles millones				[0, 100)	[100, 150)	[150, 200)	>=200
Cambios estándares oferta crédito (%)	%	<-40	[-40, -20)	[-20, 0)	0	(0, 20)	[20, 40)	>= 40
Dif. t. i. créed. emp. Esp-UEM, <1 millón (%)	porcentajes				[0, 0,5)	[0,5, 0,75)	[0,75, 1)	>=1
Dif. t. i. créed. emp. Esp-UEM, >1 millón (%)	porcentajes				[0, 0,5)	[0,5, 0,75)	[0,75, 1)	>=1
Ratio crédito sobre depósitos	%	<0,80	[0,80, 0,85)	[0,85, 0,90)	[0,90, 1,10)	[1,10, 1,15)	[1,15, 1,20)	>=1,20
Ratio de morosidad (%)	%				[0, 4)	[4, 7)	[7, 10)	>=10
<b>OTROS</b>								
Correlación t. i. bono deuda pública 10A								
con bonos europeos Ale, Fra, Hol, Bél	porcentajes	[-1, -0,8)	[-0,8, -0,6)	[-0,6, -0,4)	[-0,4, 0,4)	[0,4, 0,6)	[0,6, 0,8)	[0,8, 1]
con bonos europeos Ita, Por, Gre, Irl	porcentajes	[-1, -0,8)	[-0,8, -0,6)	[-0,6, -0,4)	[-0,4, 0,4)	[0,4, 0,6)	[0,6, 0,8)	[0,8, 1]
Precio del petróleo (US\$/barril)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Precio del oro (US\$, 31/12/1969 = 100)	percentiles	[0, 10)	[10, 20)	[20, 30)	[30, 60)	[60, 75)	[75, 90)	[90, 100]
Indicador de aversión al riesgo <sup>3</sup>	desviación <sup>4</sup>	<-30	[-30, -20)	[-20, -10)	[-10, 10)	[10, 20)	[20, 30)	>=30

Fuente: CNMV.

1 Sistema de Interconexión Bursátil Español.

2 Registradas en la CNMV.

3 Indicador State Street.

4 Calculada a partir de la serie original, a la que se ha restado 100.

### 3 Aplicación de los mapas de color a la evaluación del grado de vulnerabilidad del sistema financiero español desde 2012

Como se explica en la introducción de este artículo, el diseño de los mapas de color nos permite identificar vulnerabilidades en el sistema financiero bien por segmentos (o mercados), bien por categorías de riesgo.

El gráfico 1 ilustra la evolución mensual de estos agregados desde 2012. Como puede apreciarse, el mapa sugiere que a mediados de ese año el grado de vulnerabilidad del sistema financiero español era muy alto prácticamente en todos los mercados y categorías de riesgo contempladas. El riesgo macroeconómico percibido también era elevado como consecuencia de la fuerte caída de la producción y del deterioro del mercado de trabajo y de las cuentas de las AA. PP. Este periodo coincide con la petición de asistencia financiera para la banca española y la segunda prohibición sobre las ventas en corto adoptada por la CNMV. Desde entonces, la mejora de la economía española y la recuperación de la confianza de los agentes participantes en los mercados han propiciado la normalización de muchos de los indicadores contemplados. En términos generales, el grado de vulnerabilidad de la economía española y del sistema financiero en su conjunto ha descendido notablemente, destacando únicamente el aumento significativo del riesgo de mercado en 2014 como consecuencia de los incrementos generalizados de los precios de muchos activos en un contexto de bajos tipos de interés. A continuación se presenta una evaluación de los mapas de color en función de las categorías de riesgo, haciendo hincapié en las tendencias más recientes de los indicadores.

Los indicadores que forman el bloque macroeconómico (véase gráfico 2) apuntan a una mejoría en aquellos relacionados con la actividad económica (el PIB crecía un 2 % en el cuarto trimestre de 2014) y con los índices de confianza. Por el contrario, las variables relacionadas con el mercado laboral, donde la tasa de paro está cerca del 24 % de la población activa, y con las cuentas de las administraciones públicas, donde el saldo de la deuda pública se aproxima al 100 % del PIB y el déficit supera el 5 % del PIB, sugieren un grado de vulnerabilidad todavía elevado. En términos generales, el riesgo macroeconómico en España sigue siendo elevado, aunque ha mejorado de forma notable con respecto a la situación existente a finales de 2012.

Riesgo macroeconómico: desglose de indicadores<sup>1</sup>

GRÁFICO 2

INDICADOR	2012				2013				2014				2015								
	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m
<b>Riesgo macroeconómico</b>	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
PIB (% var. anual)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Tasa de paro (% población activa)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Inflación (% var. anual IPC)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Déficit público (% PIB)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Deuda pública (% PIB)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Índice de competitividad	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Índice de sentimiento económico	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓

Fuente: CNMV.

1 El color asignado al déficit público en el 4T14 se ha decidido en función del dato medio previsto por los analistas.

De acuerdo con los mapas de color, el riesgo con una evolución más preocupante durante 2014 fue el de mercado, aunque tendió a atenuarse en los últimos meses del año. Como ponen de manifiesto los indicadores que componen esta categoría de riesgo (véase gráfico 3), los precios de la mayoría de los activos de renta variable (entre ellos, los componentes del Ibex 35 y del Ibex Medium Caps), así como los de muchos instrumentos de deuda (véanse los niveles ínfimos en las rentabilidades), alcanzaron máximos de los últimos años durante 2014. En menor medida, también ha contribuido al aumento del riesgo de mercado el descenso en el precio de algunas materias primas, en particular el del petróleo en la segunda mitad del año. Las caídas de las cotizaciones en bolsa de las últimas semanas del año, asociadas a diversos factores de incertidumbre (sobre la actividad económica, la política monetaria del BCE, la inestabilidad en Grecia y en Rusia, entre otros), redujeron transitoriamente el riesgo de mercado en los activos de renta variable. En los de renta fija siguió siendo elevado, sobre todo en algunos segmentos.

### Riesgo de mercado: desglose de indicadores

GRÁFICO 3

INDICADOR	2012				2013				2014				2015							
	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f
<b>Riesgo de mercado</b>	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
IbEX 35	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Índice Medium Caps	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Índice Small Caps	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Índice FTSE Latibex All-Share	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Ratio PER Ibex 35	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Tipos de interés a corto plazo deuda pública 3m(%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Tipos de interés pagarés 3m(%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Tipos de interés a largo plazo deuda pública 10A(%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Tipos de interés renta fija privada a largo plazo 10A(%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Pendiente de la curva 10A-1A(p.b.)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Precio del petróleo (US\$/barril)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Precio del oro (US\$, 31/12/1969=100)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Indicador de aversión al riesgo	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓

Fuente: CNMV.

Los indicadores relacionados con el riesgo de crédito apuntan a una reducción sensible de su nivel como consecuencia, fundamentalmente, de la intensa caída de las primas de riesgo de los diferentes agentes de la economía española. Como se observa en el gráfico 4, las primas de riesgo tanto del sector público como del sector privado (financiero y no financiero) empezaron a reducirse durante la segunda mitad de 2012 y se encuentran en la actualidad en niveles muy reducidos<sup>5</sup>. De hecho, su evolución más reciente no se ha visto alterada por la incertidumbre política y económica generada en Grecia, al contrario que en otros episodios pasados de inestabilidad en el contexto de la crisis de deuda soberana europea. En la actualidad, los mayores elementos de vulnerabilidad estarían asociados a la caída del saldo de crédito, aunque su retroceso se está atenuando, y a la elevada morosidad de los bancos, aún por encima del 12 %.

5 Conviene recordar que el color se asigna a las primas de riesgo en función de umbrales fijos y, por tanto, su nivel en mínimos históricos no da lugar a un color rojo (como ocurriría en caso de utilizar umbrales dinámicos). El color verde se asigna a primas de riesgo de la deuda pública por debajo de los 200 p. b. y a primas de riesgo del sector privado por debajo de los 300 p. b. (véase tabla 1).

## Riesgo de crédito: desglose de indicadores

GRÁFICO 4

INDICADOR	2012				2013				2014				2015								
	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m
<b>Riesgo de mercado</b>																					
Financiación a hogares (% var. anual)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Financiación a sociedades no financieras (% var. anual)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Precios del sector inmobiliario (% var. anual)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Prima de riesgo del bono de deuda soberana (p. b.)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
CDS del bono de deuda soberana (p. b.)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
CDS del sector no financiero (p. b.)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
CDS del sector financiero (p. b.)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Cambios en los estándares de oferta de crédito (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Ratio crédito sobre depósitos	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Ratio de morosidad (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑

Fuente: CNMV.

Finalmente, el conjunto de indicadores englobados en la categoría de riesgo de liquidez, financiación y fragmentación apunta hacia una disminución notable de estos riesgos en 2014 debido, especialmente, al descenso del grado de fragmentación en los mercados financieros en Europa. En este mapa la fragmentación se ilustra mediante el diferencial entre el tipo de interés de los créditos a empresas en España y en la zona del euro, teniendo en cuenta el tamaño del crédito. Este diferencial, que llegó a superar los 150 p. b. en los créditos inferiores a un millón de euros a mediados de 2013, se ha reducido progresivamente durante los últimos meses. En el caso de los créditos de mayor tamaño, este diferencial se situaba en valores inferiores a los 50 p. b. a finales de 2014. Por otra parte, las condiciones de liquidez y de volatilidad en los mercados se mantienen en niveles satisfactorios. En cuanto a las emisiones de instrumentos financieros, se observan tendencias opuestas entre los instrumentos de renta fija (a la baja) y de renta variable (al alza). Cabe señalar también la elevada correlación entre el tipo de interés del bono de deuda pública en España y el de los bonos de deuda pública de las economías europeas más sólidas.

## Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación: desglose de indicadores

GRÁFICO 5

INDICADOR	2012				2013				2014				2015								
	j	a	s	o	n	d	e	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d	e	f	m
<b>Riesgo de liquidez, financiación y fragmentación</b>																					
Bid-ask spread Ibex 35 (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Volatilidad Ibex 35 (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Contratación en el SIBE (promedio diario, mill. euros)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
Spread interbancario (LIBOR-OIS) 3m (p. b.)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Préstamo neto del Eurosistema (mill. euros)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, <1 millón (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Diferencial t. i. crédito empresas Esp-UEM, >1 millón (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Volatilidad tipos interés a largo plazo deuda pública (%)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Emisiones brutas de renta fija en la CNMV (mill. euros)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Emisiones de renta variable en la CNMV (mill. euros)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑
Correlación tipo de interés bono deuda pública 10A																					
con los bonos europeos core (Ale, Fra, Hol, Bél)	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
con los bonos europeos periféricos (Ita, Por, Gre, Irl)	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑

Fuente: CNMV.

## 4 Conclusiones

La utilidad de los mapas de color como instrumentos para la identificación de vulnerabilidades en el ámbito económico y financiero ha sido puesta de manifiesto durante la última crisis internacional. Supervisores, autoridades y otras instituciones han diseñado en estos años diversos tipos de representaciones gráficas que facilitan las tareas de análisis, monitorización y gestión de riesgos. En este artículo se ha presentado una versión sencilla de algunos mapas de color que utiliza la CNMV en el análisis del entorno macro-financiero español, destacando las tendencias más recientes que se observan para cada uno de los segmentos de actividad del sistema financiero y de las categorías de riesgo más relevantes, todo ello tomando en consideración las características del entorno macroeconómico.

La aplicación de estos mapas al análisis de la evolución reciente de los indicadores macro-financieros considerados sugiere que se ha producido una reducción notable del grado de vulnerabilidad económica y financiera en nuestro país desde la segunda mitad de 2012, si bien se advierte, como en otros países europeos, un aumento del riesgo de mercado en algunos instrumentos financieros durante 2014.



# Comparación de la rentabilidad ofrecida por los fondos con objetivo concreto de rentabilidad de renta fija y los fondos garantizados de renta fija

Silvia García González (\*)

(\*) Silvia García González pertenece al Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV. La autora agradece la colaboración prestada en la elaboración de este artículo por Jorge Medina Sánchez-Seco.



# 1 Introducción

Los fondos con objetivo de rentabilidad garantizado son aquellos que aseguran total o parcialmente el capital invertido junto con la percepción de un rendimiento fijo o variable, en este caso ligado a la evolución de otros activos.

En consonancia con el perfil conservador que caracteriza al inversor minorista español, los fondos garantizados son la categoría de fondos más demandada por los ahorradores. Sin embargo, desde 2013 se advierte una tendencia creciente a sustituirlos por otros que no cuentan con garantía, aunque también persiguen un objetivo concreto de rentabilidad. El coste asociado al otorgamiento de la garantía y la necesidad de seguir lanzando fondos que puedan competir con la rentabilidad que ofrecen otros productos financieros que son percibidos como de bajo riesgo, especialmente los depósitos, han favorecido esta tendencia.

El riesgo asociado a ambos tipos de fondos es distinto. La CNMV difundió a través de su página web el 12 de julio de 2013, con una finalidad preventiva, una serie de medidas de refuerzo de la transparencia en la comercialización de los fondos con objetivo concreto de rentabilidad. Su objetivo era minimizar los riesgos que para los inversores podían derivarse de la transformación de fondos garantizados en no garantizados.

En este artículo se presentan los resultados de un ejercicio en el que se comparan, entre sí y con el rendimiento de otro activo de referencia, las rentabilidades que se ofrecen al partícipe en uno y otro tipo de fondos. Aunque la mayor parte de los fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado son relativamente recientes, la información disponible ya permite realizar una primera aproximación a esta cuestión de evidente interés para los inversores.

El ejercicio se centra en los fondos con objetivo de rentabilidad de rendimiento fijo, que son los que tienen un mayor peso en la oferta de fondos con objetivo concreto de rentabilidad. El análisis se ocupa tanto de la rentabilidad para el partícipe (rentabilidad neta) como de la bruta. La diferencia entre ambas viene dada por las comisiones de gestión y de depositario aplicadas, que, como se verá, tienen un peso significativo sobre la rentabilidad bruta.

El análisis se realiza sobre una muestra constituida por las instituciones de inversión colectiva del tipo indicado (fondos con objetivo de rentabilidad de rendimiento fijo garantizado y no garantizado), cuyas estrategias para alcanzar el objetivo de rentabilidad anunciado no habían vencido en enero de 2014. Los objetivos concretos son los siguientes:

1. Determinar si la rentabilidad que ofrecen estos fondos es superior a la rentabilidad que hubiera obtenido un partícipe que hubiera invertido en deuda pública española al mismo plazo (secciones 3 y 4).
2. Comprobar si los fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado de rendimiento fijo (en adelante, FONGRF) ofrecen rentabilidades superiores a los fondos comparables que sí cuentan con garantía (FGRF). En concreto, se comparan los fondos de ambas categorías lanzados en periodos similares y con el mismo plazo de vencimiento, lo que permitirá analizar si los inversores obtienen una compensación por el hecho de no contar con una garantía (sección 5).
3. Comparar las comisiones de los FONGRF con las de los FGRF. Para esta comparativa se han considerado las comisiones vigentes en enero de 2014, incluyendo tanto la comisión de gestión como la de depositario (también en la sección 5).

Los análisis indicados van precedidos de una breve sección con datos de interés sobre la evolución reciente de los fondos considerados y un resumen de las características de la muestra y de la metodología utilizada (sección 2). El artículo se cierra con las conclusiones.

## 2 Evolución reciente de los fondos garantizados, características de la muestra y metodología

Como se ha indicado, los fondos garantizados, y en particular los garantizados de rendimiento fijo, son la categoría de fondos que tradicionalmente concentran el mayor importe de patrimonio gestionado. En el cuadro 1 puede verse cómo ha evolucionado durante los últimos cuatro años su peso relativo en el patrimonio total de los fondos.

**Patrimonio de los fondos garantizados: porcentaje sobre el patrimonio total de los fondos de inversión**

CUADRO 1

	2011	2012	2013	30/06/2014
FGRV <sup>1</sup>	14,3	12,6	8,2	7,1
FGRF <sup>2</sup>	27,3	29,1	20,7	14,0
FGRV+FGRF	41,6	41,7	28,9	21,1
<b>Pro-memoria: patrimonio en millones de euros</b>				
FGRV+FGRF	53.253	50.995	44.397	37.829
Total fondos	127.772	122.328	153.834	179.124

Fuente: CNMV.

1 Fondos garantizados de rendimiento variable.

2 Fondos garantizados de rendimiento fijo.

Como se advierte en el cuadro 1, a partir de 2013 se inicia un descenso notable del patrimonio y de la importancia relativa en la industria de los fondos garantizados, aunque ambos siguen siendo considerables. Una parte significativa del descenso se

produjo como consecuencia de la sustitución de los fondos garantizados por fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado en las carteras de los inversores.

La sustitución fue particularmente intensa en el año 2014 (véase el cuadro 2), impulsada por los bajos tipos de interés y por una activa comercialización de los nuevos productos por parte de la industria. En el cuadro 2 también se advierte que, dentro de los fondos de objetivo concreto de rentabilidad no garantizado, el trasvase benefició tanto a los de renta variable (FONGRV) como a los de renta fija, si bien el peso de los segundos es notablemente mayor.

### Patrimonio de los fondos garantizados y de los fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado: evolución reciente

CUADRO 2

Importes en millones de euros

	01/01/2014	30/09/2014	Var.	Var. (%)
FGRV+FGP <sup>1</sup>	12.515	12.285	-229	-1,8
FGRF <sup>2</sup>	29.625	23.298	-6.326	-21,4
Total FGRV+FGP+FGRF	42.140	35.583	-6.557	-15,6
FONGRV <sup>3</sup>	990	2.838	1.848	186,6
FONGRF <sup>4</sup>	15.697	19.386	3.689	23,5
Total FONGRV+FONGRF	16.687	22.224	5.537	33,2

Fuente: CNMV.

- 1 Fondos garantizados de rendimiento variable más fondos con objetivo de rentabilidad garantizado de pérdida limitada.
- 2 Fondos garantizados de rendimiento fijo.
- 3 Fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado de rendimiento variable.
- 4 Fondos con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado de rendimiento fijo.

Como se ha indicado, para la realización del estudio se han analizado todos los fondos con objetivo concreto de rentabilidad de rendimiento fijo cuyas estrategias estaban pendientes de vencer a 31 de enero de 2014. En total, la muestra analizada contiene 144 participaciones emitidas por FONGRF y 195 emitidas por FGRF<sup>1</sup>.

Una vez obtenida la muestra, se ha comparado la TAE ofrecida por cada fondo con la rentabilidad de la deuda pública en el mercado primario a un plazo similar al de su estrategia en la fecha de lanzamiento del fondo. Para el cálculo de la rentabilidad de la deuda pública, los vencimientos se agrupan en tramos de 0,5 años. Por ejemplo, si un fondo inició su estrategia en febrero de 2013 por un plazo de 3,5 años, se compara la TAE que ofrece el fondo de acuerdo a su folleto con la rentabilidad de la deuda pública española a 3,5 años emitida en febrero de 2013, que se obtiene por interpolación a partir de la deuda a tres años y a cuatro años.

También se comparan entre sí, directamente, ambos tipos de fondos. Para ello, se divide la muestra en agrupaciones de fondos caracterizadas por una fecha de lanzamiento y un plazo hasta el vencimiento de la estrategia de rentabilidad similares, de acuerdo con criterios que se especifican en la sección 5.

1 Algunos fondos emiten más de una clase de participaciones.

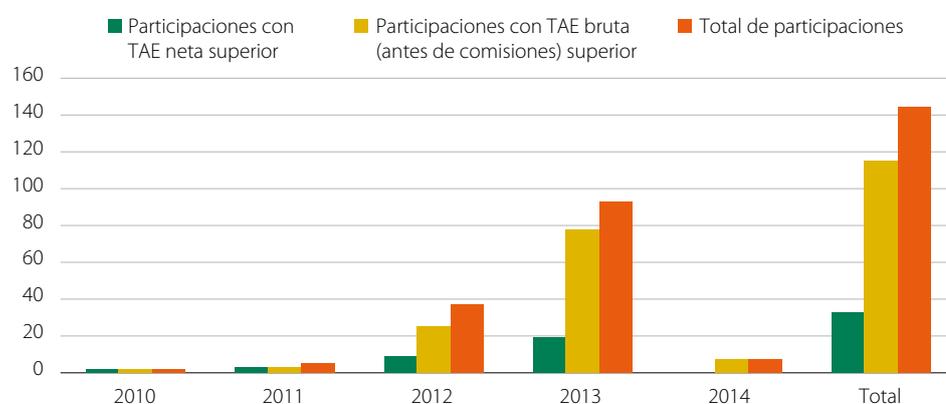
### 3 Fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado de renta fija

De las 144 participaciones de fondos analizadas, tan solo 33 (22,9 % del total) ofrecen una TAE neta para el partícipe superior a la rentabilidad de la deuda pública a un plazo comparable. En cuanto a la TAE antes de comisiones (TAE bruta), el número de participaciones que superan esa rentabilidad es muy superior, concretamente 115 (79,9 %).

El gráfico 1 ofrece un desglose del resultado de la comparación según el año de lanzamiento de los fondos.

**Número de participaciones de FONGRF con TAE (en folleto) superior a la rentabilidad de la deuda pública al mismo plazo**

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

- Año 2010: El único fondo lanzado en este ejercicio con estrategia vigente en enero de 2014 ofrecía, en sus dos clases de participación, una TAE neta muy superior al tipo de la deuda pública al mismo plazo. Esto se debía a que el fondo invertía en activos que contaban con un mayor riesgo de crédito que la deuda pública española, principalmente en renta fija privada de países emergentes con media y baja calidad crediticia.
- Año 2011: De las cinco participaciones lanzadas en este ejercicio incluidas en la muestra, tres ofrecían una TAE neta superior a la deuda pública al mismo plazo. De nuevo, esta mayor rentabilidad se explica por la cartera en la que invierten estos fondos, fundamentalmente renta fija privada. Igualmente, solo estas tres participaciones superaban la rentabilidad de la deuda pública considerando la TAE antes de comisiones.
- Años 2012 y 2013: Estos ejercicios son los que cuentan con una mayor representación en la muestra (37 y 93 clases de participación, respectivamente). En 2012, únicamente el 24 % del total (nueve participaciones) ofrecía una TAE neta superior a la de la deuda. Este porcentaje era aún menor en 2013, concretamente el 20 % (19 participaciones). En cuanto a la TAE bruta, los porcentajes aumentan al 68 % (25 participaciones) y al 84 % (78), respectivamente.

- Año 2014: De las 7 participaciones lanzadas durante este ejercicio analizadas en la muestra, ninguna de ellas ofrece rentabilidades para el inversor superiores a la deuda pública al mismo plazo. En cambio, la TAE antes de comisiones es superior en todas ellas.

De estos resultados se desprende que la mayoría de los FONGRF invierten en carteras más arriesgadas que la deuda pública española, aunque la rentabilidad ofrecida al partícipe se sitúa por debajo de la obtenida por esta, debido al impacto de las comisiones aplicadas.

El análisis descriptivo de las comisiones proporciona los siguientes resultados:

- La media de comisiones aplicadas a los FONGRF es del 0,86 % anual. Un 44 % de los fondos aplican comisiones por encima de esta media.
- Por término medio, las comisiones representan un 24 % de la TAE bruta de la cartera subyacente. Un 48 % de los fondos está por encima de esa media.

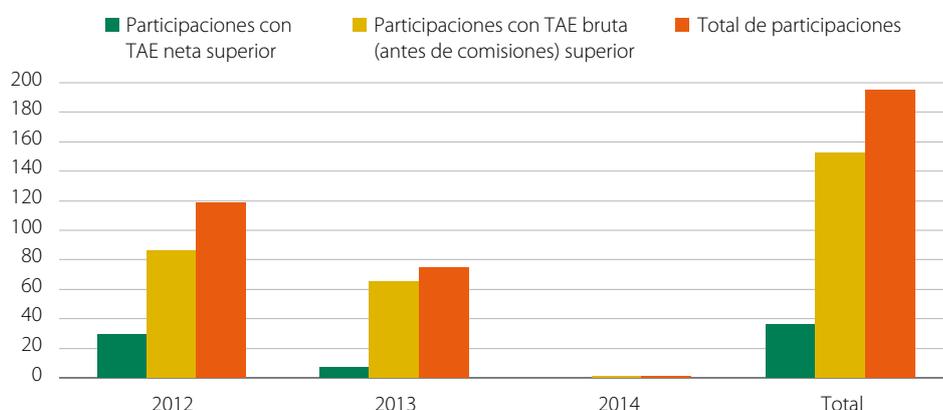
## 4 Fondos garantizados de renta fija

Del total de participaciones emitidas por los FGRF analizadas (195), únicamente 36 (el 18,5 % del total) ofrecían una TAE neta superior a la rentabilidad de la deuda pública española al mismo plazo. Este número es muy superior en el caso de la TAE antes de comisiones, como ocurría con los FONGRF; en concreto, un total de 152 participaciones (el 77,9 %) tienen una TAE bruta por encima de la rentabilidad de la deuda pública.

El gráfico 2 ilustra el desglose, por año de lanzamiento, del número de FGRF que superan la rentabilidad de la deuda pública. En este caso, la muestra solo incluye fondos lanzados a partir de 2012, dado que con anterioridad no había ningún FGRF cuya estrategia estuviese en vigor el 31 de enero de 2014.

**Número de participaciones de FGRF con TAE (en folleto) superior a la rentabilidad de la deuda pública al mismo plazo**

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV.

- Año 2012: Solo el 24,4 % de las participaciones emitidas en dicho ejercicio e incluidas en la muestra (29 de 119) ofrecían una TAE superior a la deuda pública. Este porcentaje era del 72,3 % (86 participaciones) si se considera la TAE bruta.
- Año 2013: En términos de TAE neta, el porcentaje es todavía menor que en 2012, concretamente del 9,3 % (7 de 75 participaciones). Aumenta hasta el 86,7 % (65 participaciones) para la TAE antes de comisiones.
- Año 2014: La muestra incluye un único FGRF lanzado este ejercicio; su TAE neta fue inferior al rendimiento de la deuda pública, pero la bruta fue superior.

Así pues, también en el caso de los FGRF se advierte que una amplia mayoría de fondos opta por estrategias de inversión con mayor riesgo que el implícito en la deuda pública, si bien la rentabilidad para el inversor es inferior a la que podría obtenerse en plazos similares con este instrumento debido a las comisiones cargadas al fondo.

El análisis de las comisiones aplicadas proporciona los siguientes resultados:

- La media de comisiones aplicadas a los fondos garantizados de renta fija es del 1,08 % anual, claramente por encima de la media obtenida en la submuestra de FONGRF. Un 43,6 % de los fondos aplican comisiones por encima de esta media.
- En media, las comisiones suponen un 27,1 % de la TAE bruta. Un 42 % de los fondos está por encima de este promedio.

## 5 Comparación de rentabilidades entre FONGRF y FGRF

En los dos apartados anteriores se ha puesto de manifiesto que el porcentaje de participaciones incluidas en la muestra en las que la TAE ofrecida es superior a la rentabilidad de la deuda pública es mayor en los FONGRF que en los FGRF, tanto en lo que se refiere a la TAE neta (23,6 % contra 18,5 %) como en la bruta, aunque en este caso la diferencia es menor (79,9 % frente al 77,9 %). En cambio, también se aprecia que la TAE media de los FGRF es mayor: 2,92 % frente al 2,74 % de los FONGRF, en el caso de la TAE neta, y 3,99 % contra 3,59 %, en el de la bruta.

En este apartado se realizará una comparación más precisa entre ambos tipos de fondos, tomando en consideración la fecha de lanzamiento y el plazo hasta el vencimiento de la estrategia. Para ello, se han agrupado los FONGRF y los FGRF incluidos en la muestra en bloques con plazos (duraciones) y fechas de lanzamiento similares. Concretamente, para facilitar la definición de las agrupaciones, la duración de la estrategia se ha redondeado en periodos de medio año y, dentro de cada una de ellas, se comparan los fondos registrados con una diferencia máxima de tres meses. Debido a este segundo requisito, quedan excluidos de la comparación algunos fondos.

Los resultados del análisis basado en estos criterios se resumen en el cuadro 3. Se dispone de 19 agrupaciones (véase la nota 1 de ese cuadro), lo que ha permitido realizar un total de 274 comparaciones individuales entre FONGRF y FGRF con duración de la estrategia de rentabilidad y fecha de lanzamiento similares (nota 2 del cuadro 3).

Se advierte que la TAE media de los FONGRF es mayor que la de los FGRF en la mayoría de las agrupaciones, claramente en el caso de la TAE neta (68,4 % de las agrupaciones), de forma mucho más ajustada en el caso de la bruta (52,6 %). La comparación individual entre fondos corrobora este resultado. La TAE ofrecida al partícipe es mayor en el caso de los fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado en el 59,1 % de las comparaciones, mientras que la TAE bruta lo es solo en la mitad de los casos.

**Comparación entre FONGRF y FGRF agrupados por fecha de lanzamiento y duración de la estrategia de rentabilidad: TAE neta y bruta**

CUADRO 3

	TAE neta		TAE bruta	
	Número	%	Número	%
<b>Comparación de la TAE media dentro de cada agrupación (número de agrupaciones)<sup>1</sup></b>				
FONGRV > FGRF	13	68,4	10	52,6
FONGRF < FGRF	5	26,3	9	47,4
FONGRF = FGRF	1	5,3	0	0,0
Total	19	100,0	19	100,0
<b>Comparación de la TAE individual dentro de cada agrupación (número de comparaciones)<sup>2</sup></b>				
FONGRF > FGRF	162	59,1	137	50,0
FONGRF < FGRF	97	35,4	133	49,0
FONGRF = FGRF	15	5,5	4	1,0
Total	274	100,0	274	100,0

Fuente: CNMV.

1. Se han considerado las siguientes agrupaciones según la duración de la estrategia (entre paréntesis, el número de agrupaciones con esa duración): 1 año (1), 2 años (3), 2,5 años (2), 3 años (2), 3,5 años (3), 4 años (2), 4,5 años (3) y 5 años (3).
2. El número de comparaciones individuales dentro de cada una de las agrupaciones consideradas es el siguiente (entre paréntesis): 1 año (1), 2 años (9), 2,5 años (9), 3 años (46), 3,5 años (24), 4 años (64), 4,5 años (67) y 5 años (54).

Así pues, los resultados en términos de rentabilidad bruta sugieren que no existe una diferencia significativa entre las carteras de ambos tipos de fondos en cuanto a riesgo y rentabilidad y que la mayor TAE (después de comisiones) que ofrecen los FONGRF respecto a los FGRF proviene de que los primeros aplican menores comisiones (véase la referencia a las comisiones en los apartados 3 y 4). La comparación de estas utilizando los criterios de agrupación descritos anteriormente así lo corrobora. En concreto, de las 19 agrupaciones consideradas, solo en seis de ellas las comisiones de los FONGRF son superiores a las de los FGRF.

## 6 Conclusiones

1. Tanto los fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado de renta fija (FONGRF) como los garantizados de renta fija (FGRF) ofrecen en su mayoría una TAE neta para el partícipe por debajo de la rentabilidad de la deuda pública española al mismo plazo (activo, en principio sustitutivo, al margen de consideraciones fiscales). En particular, de 144 FONGRF tan solo 33 (22,9 %) ofrecen una TAE superior a la deuda pública. En el caso de los FGRF, se reducen a 36 (18,5 %) de los 195 incluidos en la muestra.
2. Si se considera la TAE bruta (TAE antes de comisiones), tanto la mayoría de los FONGRF como de los FGRF ofrecen unas rentabilidades superiores a las de la deuda pública. En concreto, 115 FONGRF (79,9 %) y 152 FGRF (77,9 %) ofrecen rentabilidades superiores. Toda vez que la mayor rentabilidad bruta obtenida por estos fondos no deriva de una gestión activa, se puede concluir que, en general, este tipo de IIC invierte, en principio, en carteras más arriesgadas que la deuda pública y, por ende, más rentables, si bien esa mayor rentabilidad es absorbida por las comisiones de gestión y depósito.
3. Los FGRF aplican, de media, mayores comisiones (1,08 %) que los FONGRF (0,86 %). Dado que ni la comercialización, ni la gestión, ni la depositaría tienen por qué encarecer un fondo no garantizado respecto a uno garantizado, la conclusión es que la diferencia proviene de la garantía, que tiene un coste implícito que se repercute al partícipe de los fondos garantizados.
4. Si se comparan los fondos garantizados de renta fija con los no garantizados con fecha de lanzamiento y plazo similares, se observa que en la mayoría de los casos los fondos no garantizados ofrecen una TAE superior a la de los fondos garantizados. No obstante, en términos de TAE bruta ninguna de las categorías (FONGRF y FGRF) destaca por ofrecer mayor TAE bruta. Esto permite concluir que:
  - La intervención de un garante no determina un perfil más conservador de la cartera de los FGRF. Ambos tipos de fondos invierten en carteras similares en cuanto al binomio rentabilidad/riesgo.
  - La menor TAE que ofrecen los FGRF respecto a la de los FONGRF se explica por las mayores comisiones aplicadas a los primeros. En sentido contrario, la mayor TAE que ofrecen los FONGRF respecto a los FGRF se debe a las menores comisiones aplicadas a los FONGRF.

### **III Anexo legislativo**



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

## Normativa nacional

- **Orden ECC/51/2015, de 22 de enero**, por la que se aprueban los modelos oficiales de liquidación y autoliquidación de las tasas establecidas por la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

De acuerdo con lo dispuesto en la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, por la que se regulan las tasas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en virtud de esta Orden se aprueban los modelos oficiales para la liquidación, autoliquidación y el pago de las tasas de la CNMV.

Por un lado, se aprueban los modelos de liquidación, recogidos en el anexo I de la Orden. En concreto, se recogen los correspondientes a las siguientes tasas:

- Tasa por examen de documentación.
- Tasa por inscripción de entidades y actos.
- Tasa por comprobación del cumplimiento de requisitos de comercialización.
- Tasa por supervisión de requisitos de solvencia y normas de conducta.
- Tasa por supervisión de miembros de mercados.
- Tasa por supervisión de mercados.

Por otro lado, se aprueba el modelo de autoliquidación de la tasa por emisión de certificados, recogido en el anexo II de la Orden.

- **Resolución de 30 de enero de 2015, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se establece el procedimiento y las condiciones para el pago a través de entidad colaboradora en la gestión recaudatoria y por vía telemática de las tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En virtud de lo dispuesto en la Ley 16/2014, de 30 de septiembre, en la Orden ECC/51/2014, de 22 de enero y, de manera general, en la Orden HAC/729/2003, de 28 de marzo, la presente resolución tiene por objeto establecer el procedimiento y las condiciones para el pago a través de entidades de depósito que prestan el servicio de colaboración en la gestión recaudatoria que tiene encomendada la AEAT y por vía telemática de las tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV.

- **Real Decreto 44/2015, de 2 de febrero**, por el que se regulan las especificaciones y condiciones para el empleo del Documento Único Electrónico (DUE) para la puesta en marcha de sociedades cooperativas, sociedades civiles, comunidades de bienes, sociedades limitadas laborales y emprendedores de responsabilidad limitada mediante el sistema de tramitación telemática.

El objeto del Real Decreto 44/2015 es la regulación de las especificaciones y condiciones para el empleo del Documento Único Electrónico (DUE), a efectos de la puesta en marcha de sociedades cooperativas, sociedades civiles y comunidades de bienes.

Asimismo, este Real Decreto regula las especificidades a tener en cuenta para el empleo del DUE a efectos de la puesta en marcha de empresas que adopten la forma jurídica de sociedad de responsabilidad limitada laboral y de emprendedor de responsabilidad limitada.

Su ámbito de aplicación está constituido por las cooperativas, las sociedades civiles, las comunidades de bienes, las sociedades limitadas laborales y los emprendedores de responsabilidad limitada. Debe tenerse en cuenta que quedan excluidos los sectores inmobiliario, financiero y de seguros.

- **Real Decreto 83/2015, de 13 de febrero**, por el que se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Este Real Decreto modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, con la finalidad de completar la transposición de la Directiva 2011/61/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, iniciada en la recientemente aprobada Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

La referida Directiva 2011/61/UE afecta a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (IIC) no armonizadas (no autorizadas conforme al régimen previsto por la Directiva 2009/65/CE), de manera que a través de este Real Decreto se introducen nuevos requisitos para la autorización de dichas sociedades gestoras y para la comercialización de las IIC que gestionan. Asimismo, se detallan en mayor medida las normas de conducta a las que deben sujetarse estas sociedades gestoras y los requisitos operativos, de organización y transparencia que deben cumplir, especialmente, los relativos a la gestión del riesgo, de la liquidez y de los conflictos de interés.

A fin de realizar una transposición completa de la Directiva se recogen los siguientes aspectos:

- Información adicional a incluir en el folleto de las IIC no armonizadas.
- Información periódica que las sociedades gestoras de IIC deberán facilitar a la CNMV sobre los principales mercados e instrumentos en los que negocien por cuenta de las IIC alternativas que gestionen.

- Límites a la inversión en titulizaciones.
- Aclaración del concepto de gestión de inversiones para adecuarlo a la Directiva 2011/61/UE, de manera que incluye la gestión de carteras y el control del riesgo.
- Requisitos para la delegación de funciones de las sociedades gestoras.
- Se realizan ajustes a los recursos propios exigibles a las sociedades gestoras para adecuarlos al mínimo exigido por la norma europea, así como para incorporar los procedimientos adecuados y coherentes que permitan valorar correcta e independientemente los activos de las IIC.

Merece especial mención la incorporación al Reglamento de la regulación sobre la política de remuneraciones y sobre el depositario que se aplicará a las sociedades gestoras y a los depositarios de todo tipo de IIC. En concreto, en relación con el depositario, se mejora en consistencia y sistemática, al integrar en un título único la regulación reglamentaria relativa al mismo. En este sentido, se modifica el Título V con los elementos sustanciales para definir y regular las funciones y la responsabilidad del depositario. Las demás cuestiones de carácter más técnicos podrán ser desarrolladas por la CNMV, de acuerdo con la habilitación realizada.

Por otro lado, se incorporan una serie de modificaciones que no tienen su causa directa en la transposición de la Directiva, sino que obedecen a la necesidad de adaptar el régimen jurídico a la evolución y desarrollo del mercado de la inversión colectiva en España. Entre estas novedades debemos destacar:

- Se permite la comercialización activa de las IIC de inversión libre (IICIL) a minoristas cualificados, siempre que realicen un desembolso mínimo de 100.000 euros y dejen constancia por escrito de que conocen los riesgos inherentes a la inversión. En consecuencia, se eleva a este importe el mínimo que debe desembolsarse para que un minorista pueda comprar o suscribir acciones o participaciones de IICIL (comercialización pasiva).
- Se regulan distintos tipos de IICIL para dar cabida a la posibilidad de invertir en facturas, préstamos, efectos comerciales de uso habitual en el ámbito del tráfico mercantil y otros activos de naturaleza similar, en activos financieros vinculados a estrategias de inversión con un horizonte temporal superior a un año y en instrumentos financieros derivados, cualquiera que sea la naturaleza del subyacente. La comercialización activa de este tipo de IICIL se limita exclusivamente a profesionales, y se añaden ciertos requisitos adicionales de información y para la adecuada gestión de su riesgo.
- Se mejora y se ajusta técnicamente la redacción de varios artículos. Para ello, se ajustan ciertas disposiciones del reglamento para permitir la posibilidad de utilizar cuentas ómnibus, se adaptan los activos en los que pueden invertir las IIC armonizadas para incluir aquellos que ESMA considera aptos, y se amplían los instrumentos y derivados en los que pueden invertir

las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) no armonizadas y los fondos de inversión de carácter financiero no armonizados.

- Se homogeneiza el régimen de agentes y apoderados y de representación con el de las empresas de servicios de inversión.

Asimismo, se introducen las disposiciones finales segunda a sexta del Reglamento de IIC para establecer los regímenes de pasaporte para IIC y gestoras de terceros países, es decir, los requisitos para la comercialización y la gestión transfronterizas cuando la IIC y/o la gestora están domiciliadas o constituidas en países de fuera de la UE. Por su parte, la disposición final séptima establece los requisitos que deberá cumplir el depositado radicado en un tercer país.

Finalmente, se habilita a la CNMV para desarrollar el régimen de comunicación en relación con las modificaciones que se produzcan en las condiciones de la autorización de las sociedades gestoras de IIC, el contenido y el modelo al que habrá de ajustarse el estado de posición y el régimen jurídico del depositario.

Este Real Decreto establece la derogación de la Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, en los términos previstos en la disposición transitoria primera; es decir, la derogación producirá sus efectos desde la entrada en vigor de las disposiciones que apruebe la CNMV desarrollando el régimen jurídico del depositario. Hasta ese momento, la citada orden ministerial permanecerá en vigor en todo aquello que no se oponga a lo previsto en este Real Decreto y en la normativa de la Unión Europea aplicable.

A través de la disposición final primera de este Real Decreto se produce una modificación del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, con un doble objetivo. Por un lado, para realizar una correcta transposición de la Directiva 2003/71/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre, era necesario precisar que cuando el precio de la oferta y el número de valores que se vayan a ofertar al público no puedan incluirse en el folleto, deberán figurar en este los criterios o las condiciones que van aparejadas para determinar los citados elementos o, en el caso del precio, el precio máximo. Por otro lado, era necesario realizar un ajuste mínimo para adaptar el Real Decreto 1310/2005 al contenido de la Directiva 2014/51/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril.

- **Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero**, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Este Real Decreto tiene por objeto desarrollar las disposiciones de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, en materia de acceso a la actividad, requisitos de solvencia y régimen de supervisión de las entidades de crédito. En este sentido, refunde en un único texto aquellas normas con rango reglamentario sobre la ordenación y disciplina de entidades de crédito.

De esta manera se incluyen, por un lado, las disposiciones en materia de entidades de crédito del Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, que deben seguir vigentes tras la entrada en vigor del Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio de 2013, y de la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013, y, por otro, del Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.

Para ello, el Real Decreto 84/2015 se estructura en tres grandes títulos:

- El Título I desarrolla el régimen de acceso a la actividad de las entidades de crédito. Debe destacarse que el régimen de autorización previsto en este título se limita a los bancos, debido a que las cajas de ahorro y las cooperativas de crédito se regirán por su normativa específica.

En este Título, la principal novedad se encuentra recogida en el capítulo IV, relativo al «Gobierno corporativo y política de remuneraciones». En materia de gobierno corporativo se desarrollan las funciones de los tres comités introducidos por la Ley 10/2014 (comité de nombramientos, comité de remuneraciones y comité de riesgos). Por su parte, en materia de política de remuneraciones, se concreta el tipo de información que deben publicar las entidades, en aras de dotar a esta materia de una mayor transparencia que permita a los accionistas ejercer un mayor control sobre la calidad de los altos cargos.

- El Título II introduce algunas disposiciones relacionadas con la solvencia de las entidades de crédito procedentes de la Directiva 2013/36/UE. Entre ellas, destacan las relativas a los sistemas, procedimientos y mecanismos de gestión de riesgos y autoevaluación del capital, así como al régimen de los colchones de capital.
- El Título III desarrolla las facultades supervisoras del Banco de España. En este sentido, además de supervisar el cumplimiento de los distintos coeficientes impuestos por la normativa de solvencia, se atribuye al supervisor nacional una especial vigilancia de los métodos internos que utilizan las entidades de crédito para calcular sus requisitos de fondos propios. En los capítulos II y III de este Título se establece el ámbito subjetivo de la función supervisora y la colaboración entre las autoridades de supervisión.

Debemos destacar la disposición adicional tercera, titulada «Actividades relacionadas con los mercados de valores», en virtud de la cual se establece que cuando en los procedimientos administrativos de autorización y registro de bancos resulte que una entidad de crédito pretenda realizar actividades relacionadas con los mercados de valores, el Banco de España pondrá esta circunstancia en conocimiento de la CNMV, especificando esas actividades e indicando, en su caso, si se pretenden realizar como miembro de un mercado secundario oficial, de otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea o de un sistema multilateral de negociación.

Asimismo, este Real Decreto modifica el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero.

En virtud de la disposición derogatoria única de este Real Decreto 84/2015 quedan derogados:

- El Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.
- El Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, con excepción de aquellas disposiciones relativas a empresas de servicios de inversión.
- La Orden de 20 de septiembre de 1974, de ampliaciones de capital.
- **Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero**, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.

La finalidad principal de este Real Decreto-ley es permitir que una persona física, a pesar de un fracaso económico, empresarial o personal, tenga la posibilidad de encarrilar nuevamente su vida e incluso de arriesgarse a nuevas iniciativas, sin tener que arrastrar indefinidamente una losa de deuda que nunca podrá satisfacer.

Con este objetivo, se regulan diversos mecanismos de mejora del Acuerdo Extrajudicial de Pagos introducido en la legislación concursal española por la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, y se introduce un mecanismo efectivo de segunda oportunidad para las personas físicas, destinado a modular el rigor de la aplicación del artículo 1911 del Código Civil. Este mecanismo de segunda oportunidad permite que fluya el crédito y que se mejore la confianza de los deudores, pero sin reducir los derechos de los acreedores. Para ello se establecen controles y garantías que evitan insolvencias estratégicas o daciones en pago selectivas. Se trata de permitir que aquellos que han perdido todo su patrimonio por haberlo liquidado en beneficio de sus acreedores puedan verse liberados de la mayor parte de sus deudas pendientes tras la referida liquidación.

Este Real Decreto-ley se estructura en dos títulos:

- El Título I contiene iniciativas destinadas a permitir que las familias y empresas reduzcan su carga financiera, mediante la modificación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal; el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos, y la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social.

Estas medidas se encaminan a flexibilizar los acuerdos extrajudiciales de pagos y prever un verdadero mecanismo de segunda oportunidad, a mejorar el «Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual» (mediante la ampliación del colectivo protegido por dicho código) y a ampliar por el plazo adicional de dos años la suspensión de los lanzamientos sobre viviendas habituales de colectivos especialmente vulnerables.

- El Título II contempla diversas medidas de orden social.

El capítulo I contiene medidas relativas al ámbito tributario y de las Administraciones públicas, a través de la modificación de determinadas normas legales; el capítulo II establece medidas relativas al fomento del empleo indefinido, el empleo autónomo y la protección social agraria, y, por último, el capítulo III contempla medidas en el ámbito de la Administración de Justicia, entre las que destaca la exención de pago de las tasas judiciales para las personas físicas.

El texto tiene seis disposiciones finales. Las cinco primeras complementan las modificaciones introducidas en su Título I y resultan necesarias para su inmediata efectividad. A estos efectos, se regulan las funciones de mediación concursal, la remuneración del mediador concursal, la representación del deudor en el concurso consecutivo, la aplicación informática de la web del Ministerio de Economía y Competitividad, destinada a actuar como el medidor de solvencia, y la adhesión a la nueva redacción del «Código de Buenas Prácticas». La disposición adicional sexta regula el impulso y la coordinación de la negociación colectiva.

## Normativa europea

- **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 vinculados y los productos de inversión basados en seguros (Corrección de errores publicada en DOUE de 13 de diciembre de 2014).

Este Reglamento (UE) n.º 1286/2014 establece normas uniformes sobre el formato y el contenido del documento de datos fundamentales que deben elaborar los productores de productos de inversión minorista empaquetados y de productos de inversión basados en seguros («productos empaquetados o basados en seguros»), así como sobre el suministro del documento de datos fundamentales a los inversores minoristas, con el fin de que estos puedan comprender y comparar las características fundamentales y los riesgos de dichos productos.

El ámbito de aplicación de este Reglamento lo constituyen los productores de productos empaquetados o basados en seguros y las personas que asesoren

sobre tales productos o que los vendan. Quedan excluidos del mismo los siguientes productos:

- productos de seguro distintos del seguro de vida enumerados en el anexo I de la Directiva 2009/138/CE;
- contratos de seguro de vida en los que las prestaciones previstas en el contrato sean pagaderas únicamente en caso de fallecimiento o en caso de invalidez producida por accidente, enfermedad o afección;
- depósitos distintos de los depósitos estructurados definidos en el artículo 4, apartado 1, punto 43, de la Directiva 2014/65/UE;
- valores mencionados en el artículo 1, apartado 2, letras b) a g), i) y j), de la Directiva 2003/71/CE;
- productos de pensión que, con arreglo al Derecho nacional, tengan reconocida como finalidad primaria la de proveer al inversor de unos ingresos en la jubilación y le den derecho a ciertos beneficios;
- los regímenes de pensiones de empleo reconocidas oficialmente incluidos en el ámbito de aplicación de la Directiva 2003/41/CE del Parlamento Europeo y del Consejo o de la Directiva 2009/138/CE;
- los productos de pensión individuales en relación con los cuales el Derecho nacional exija una contribución financiera del empleador y en los cuales el empleador o el empleado no tengan posibilidad alguna de elegir el producto de pensión o su proveedor.

Debido a que para reforzar la confianza de los inversores minoristas en los mercados financieros sea esencial mejorar la información sobre los productos empaquetados o basados en seguros, resulta igualmente importante una regulación efectiva de los procesos de venta de tales productos. Por ello, este Reglamento es complementario de las medidas sobre distribución establecidas en la Directiva 2014/65/UE (MiFID).

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/1 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014**, por el que se completa el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la información periódica sobre los honorarios cobrados por las agencias de calificación a efectos de la supervisión permanente por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Este Reglamento Delegado (UE) 2015/1 determina la información que las agencias de calificación crediticia deben remitir a ESMA para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (CE) n.º 1060/2009.

En este sentido, se establece que deberán remitir información sobre las siguientes materias:

- las políticas de precios y procedimientos de fijación de precios;
- los datos sobre los honorarios cobrados a cada cliente por las actividades de calificación crediticia y los servicios auxiliares prestados.

Asimismo, se detalla el procedimiento de notificación y se determinan los datos que deben facilitarse en los tres Anexos que acompañan a este Reglamento Delegado.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/2 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014**, por el que se completa el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación aplicables a la presentación de la información que las agencias de calificación crediticia comunican a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Este Reglamento Delegado (UE) 2015/2 de la Comisión determina la información que las agencias de calificación crediticia deben remitir a ESMA para dar cumplimiento a lo dispuesto en el Reglamento (CE) n.º 1060/2009.

En este sentido, se establece que las agencias de calificación crediticia registradas y certificadas, cuando emitan una calificación crediticia o una perspectiva de calificación crediticia, deberán comunicar a ESMA información sobre la calificación. A su vez, ESMA publicará la información sobre estas calificaciones en un sitio web público denominado Plataforma Europea de Calificación (PEC).

Con este objetivo, en el Anexo de este Reglamento Delegado se detallan los datos que han de comunicarse en relación con cada calificación crediticia.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/3 de la Comisión, de 30 de septiembre de 2014**, por el que se completa el Reglamento (CE) n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de información aplicables a los instrumentos de financiación estructurada.

Este Reglamento Delegado (UE) 2015/3 completa el Reglamento (CE) 1060/2009 a efectos de dar cumplimiento a la previsión de que los inversores deben recibir información suficiente sobre la calidad y la evolución de sus activos subyacentes a fin de poder realizar una evaluación bien fundamentada de la calidad crediticia de los instrumentos de financiación estructurada.

En este sentido, el presente Reglamento Delegado se aplica a todos los instrumentos de financiación estructurada cuyo emisor, entidad originadora o entidad patrocinadora estén establecidos en la Unión y que se emitan después de la fecha de entrada en vigor del presente Reglamento. No debe limitarse a los instrumentos de financiación estructurada que cumplan los requisitos para ser considerados valores, sino que también debe referirse a otros instrumentos financieros y activos resultantes de una operación o mecanismo de titulización, como los instrumentos del mercado monetario, incluidos los programas de pagarés de titulización.

Los Anexos de este texto contienen plantillas normalizadas para la comunicación de información en relación con las distintas categorías de activos.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/61 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe al requisito de cobertura de liquidez aplicable a las entidades de crédito.

Este Reglamento Delegado establece normas para detallar el requisito de cobertura de liquidez previsto en el artículo 412 apartado 1 del Reglamento (UE) n.º 575/2013, siendo de aplicación a todas las entidades de crédito supervisadas con arreglo a la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/62 de la Comisión, de 10 de octubre de 2014**, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo al ratio de apalancamiento.

Este Reglamento Delegado modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 con la finalidad de mejorar la comparabilidad del ratio de apalancamiento divulgado por las entidades y contribuir a evitar que se induzca a error a los participantes en el mercado en cuanto al apalancamiento real de las entidades.

En este sentido se modifica la forma de cálculo del ratio de apalancamiento y se introducen dos nuevos artículos relativos al valor de la exposición de los derivados y a la adición por riesgo de crédito de contraparte para las operaciones con compromiso de recompra, operaciones de préstamo o toma en préstamo de valores o materias primas, operaciones con liquidación diferida y operaciones de préstamo con reposición del margen.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/63 de la Comisión, de 21 de octubre de 2014**, por el que se completa la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las contribuciones ex ante a los mecanismos de financiación de la resolución.

Este Reglamento Delegado establece normas que especifican:

- el método de cálculo, y de ajuste al perfil de riesgo de las entidades, de las contribuciones de dichas entidades a los mecanismos de financiación de la resolución;
- las obligaciones de las entidades tanto en lo que respecta a la información que deberá facilitarse a efectos del cálculo de las contribuciones como en lo que se refiere al pago de las contribuciones a los mecanismos de financiación de la resolución;
- las medidas destinadas a garantizar la verificación, por las autoridades de resolución, de que el pago de las contribuciones se haya realizado correctamente.

Su ámbito de aplicación está formado por las entidades a las que se refiere el artículo 103, apartado 1, de la Directiva 2014/59/UE, y que están definidas en su artículo 2, apartado 1, punto 23. Asimismo, se aplicará a un organismo central y a sus entidades afiliadas en base consolidada cuando estas últimas estén total o parcialmente exentas de los requisitos prudenciales en virtud de la legislación nacional, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 10 del Reglamento (UE) n.º 575/2013.

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/97 de la Comisión, de 17 de octubre de 2014**, que rectifica el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 por lo que respecta a la notificación de las posiciones cortas netas significativas en deuda soberana.

A través de este Reglamento Delegado se corrige el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012, a efectos de incorporar el umbral de notificación del artículo 7 del Reglamento (UE) n.º 236/2012, sobre las posiciones cortas netas significativas en deuda soberana.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2015/79 de la Comisión, de 18 de diciembre de 2014**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014 de la Comisión, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las cargas de los activos, el modelo de puntos de datos único y las normas de validación.

Este Reglamento de Ejecución, modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014, con el fin de garantizar que la comunicación, con fines de supervisión, de información relativa a los fondos propios y los requisitos de fondos propios, la información financiera, las pérdidas resultantes de préstamos garantizados por bienes inmuebles, las grandes exposiciones, el ratio de apalancamiento, la liquidez y las cargas de los activos se efectúe de manera uniforme, y tiene el objetivo de asegurar datos de supervisión comunes que sean precisos y de elevada calidad.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 del Consejo, de 19 de diciembre de 2014**, que especifica condiciones uniformes de aplicación del Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las aportaciones ex ante al Fondo Único de Resolución.

Este Reglamento de Ejecución (UE) 2015/81 establece disposiciones en las que se detallan las condiciones de aplicación de la obligación que tiene la Junta Única de Resolución de calcular las aportaciones de cada entidad al Fondo Único de Resolución con arreglo al Reglamento (UE) n.º 806/2014, así como el método de cálculo de dichas aportaciones.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2015/227 de la Comisión, de la Comisión de 9 de enero de 2015**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

A través de este Reglamento de Ejecución (UE) 2015/227 se añade mayor precisión a las plantillas, a las instrucciones y a las definiciones utilizadas a efectos de la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, con el objetivo de garantizar una correcta aplicación de los requisitos establecidos en el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014.

## **IV Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	30	39	49	18	27	25	22	20
Ampliaciones de capital	30	39	47	18	27	24	21	18
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	6	2	4	2	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	16	19	7	6	12	10	6
De las cuales dividendo elección	12	9	12	7	3	9	7	5
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	11	14	11	6	10	4	6	6
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	6	4	4	1	2	3	2	3
Con derecho de suscripción preferente	6	6	5	0	2	1	2	1
Sin negociación de derechos de suscripción	2	15	16	5	10	7	4	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	4	0	2	1	1	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	95	145	147	32	43	39	33	25
Ampliaciones de capital	92	145	140	32	40	37	31	23
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	5	8	2	4	2	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	24	38	37	7	7	12	11	6
De las cuales dividendo elección	18	20	28	7	4	9	8	5
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	39	50	43	10	14	8	11	7
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	16	17	9	1	2	4	2	3
Con derecho de suscripción preferente	6	6	5	0	2	1	2	1
Sin negociación de derechos de suscripción	4	29	38	12	11	10	5	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	3	0	7	0	3	2	2	2
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	29.521,6	39.126,2	32.762,4	4.819,1	9.069,9	5.863,5	13.009,8	15.066,0
Ampliaciones de capital	28.290,2	39.126,2	27.875,5	4.819,1	7.833,7	5.345,8	9.876,9	10.756,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	2.450,5	1.742,8	2.951,5	900,0	1.650,0	401,5	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	8.424,2	9.932,8	12.650,8	2.867,5	2.439,6	3.008,7	4.335,0	2.591,9
De las cuales dividendo elección	8.357,9	9.869,4	12.573,8	2.867,5	2.439,5	2.931,7	4.335,0	2.591,9
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	10.982,4	7.478,8	3.757,9	1.025,3	1.470,0	1.227,5	35,1	411,2
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	1.867,5	231,6	2.814,5	2,1	0,5	314,7	2.497,3	242,4
Con derecho de suscripción preferente	4.560,6	11.463,1	2.790,8	0,0	1.738,2	50,5	1.002,1	6,2
Sin negociación de derechos de suscripción	5,0	8.277,1	2.909,9	24,1	535,4	342,9	2.007,4	7.504,8
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	4.309,5
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	4.704,2	20.135,9	4.768,5	611,5	2.002,9	994,4	1.159,7	1.618,3
Ampliaciones de capital	4.593,6	20.135,9	4.472,6	611,5	1.993,4	986,4	881,2	908,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	613,0	988,2	626,7	130,0	132,6	364,2	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.076,5	1.458,6	1.258,2	295,5	288,3	243,9	430,5	187,8
De las cuales dividendo elección	929,2	1.208,3	1.110,0	295,5	159,0	234,0	421,5	187,0
Ampliaciones de capital por conversión <sup>3</sup>	678,0	3.721,0	819,7	170,8	439,8	204,5	4,6	12,4
De contrapartida no monetaria <sup>4</sup>	452,1	60,3	311,0	0,0	0,0	125,5	185,5	94,4
Con derecho de suscripción preferente	1.770,4	8.021,7	1.185,7	0,0	1.028,2	21,6	135,9	6,2
Sin negociación de derechos de suscripción	3,6	5.886,0	271,3	15,2	104,6	26,8	124,8	607,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	110,6	0,0	295,9	0,0	9,5	8,0	278,5	709,8
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>								
Número de emisores	9	7	9	3	3	5	1	3
Número de emisiones	11	14	12	3	3	5	1	3
Importe efectivo (millones de euros)	35,8	45,7	107,3	9,9	43,4	53,3	0,7	7,6
Ampliaciones de capital	35,8	45,7	107,3	9,9	43,4	53,3	0,7	7,6
De ellas, mediante OPS	6,8	1,8	5,0	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0	0	0	0	0	0	0	0

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

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

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

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

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

CUADRO 1.2

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	127	123	129	125	128	129	129	129
Sin Nuevo mercado	127	123	129	125	128	129	129	129
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	8	7	8	8	8	8
Segundo mercado	8	7	6	7	7	7	6	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	6	5	4	5	5	5	4	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	23	23	20	23	22	20	20	20
Madrid	11	11	9	11	10	9	9	9
Barcelona	13	13	12	13	13	12	12	12
Bilbao	7	7	7	7	7	7	7	7
Valencia	4	4	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.015	3.066	3.269	3.083	3.140	3.220	3.269	3.291
Latibex	27	26	26	26	26	26	26	25

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	532.039,7	705.162,3	735.317,8	732.860,8	770.655,0	777.202,8	735.317,8	842.822,3
Sin Nuevo mercado	532.039,7	705.162,3	735.317,8	732.860,8	770.655,0	777.202,8	735.317,8	842.822,3
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	99.072,0	141.142,4	132.861,1	136.774,1	137.141,6	142.761,6	132.861,1	158.356,3
Ibex 35	324.442,0	430.932,9	479.378,5	430.932,9	491.230,1	489.544,0	479.378,5	531.497,5
Segundo mercado	20,6	67,5	30,2	53,6	31,6	32,9	30,2	17,6
Madrid	20,3	18,3	15,8	16,9	17,2	18,5	15,8	17,6
Barcelona	0,3	49,3	14,4	36,8	14,4	14,4	14,4	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	3.233,0	2.906,2	2.466,6	2.753,9	2.211,3	2.102,4	2.466,6	2.621,6
Madrid	667,1	519,4	376,5	503,2	436,7	396,8	376,5	351,4
Barcelona	2.945,9	2.749,5	2.356,5	2.597,7	2.921,1	2.006,5	2.356,5	2.465,6
Bilbao	77,8	183,6	162,5	183,6	169,2	171,0	162,5	222,8
Valencia	350,9	342,5	326,4	344,1	323,5	329,9	326,4	219,7
Corros SICAV <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB <sup>5</sup>	24.606,7	32.171,2	34.306,0	32.837,8	33.746,7	33.782,2	34.306,0	36.435,1
Latibex	350.635,5	270.926,9	286.229,2	259.328,5	343.369,1	300.549,1	286.229,2	237.257,7

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

## Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	691.558,3	693.168,0	864.443,5	185.571,8	221.131,3	191.971,3	265.769,1	171.069,6
Sin Nuevo mercado	691.558,3	693.168,0	864.443,5	185.571,8	221.131,3	191.971,3	265.769,1	171.069,6
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	4.102,1	5.640,5	14.508,9	2.576,7	3.127,2	3.681,8	5.123,2	2.242,9
Segundo mercado	0,4	1,7	0,7	0,2	0,2	0,2	0,1	0,5
Madrid	0,4	1,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,5
Barcelona	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	49,9	51,4	92,5	20,9	6,8	39,1	25,6	6,9
Madrid	3,0	7,3	32,6	1,0	3,7	27,1	0,8	0,7
Barcelona	37,7	44,1	45,2	5,7	2,9	12,0	24,6	3,5
Bilbao	8,5	0,1	14,3	14,2	0,0	0,0	0,1	2,8
Valencia	0,7	0,0	0,3	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.329,6	5.896,3	7.723,3	2.092,1	2.098,2	1.704,3	1.828,7	1.228,2
Latibex	313,2	367,3	373,1	137,3	76,7	76,6	82,5	49,4

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
En sesión	658.891,4	668.553,2	831.962,6	179.931,3	209.766,0	187.072,7	255.192,6	153.412,3
Órdenes	299.022,0	346.049,6	453.294,9	114.916,9	106.745,8	102.588,5	129.043,8	92.390,6
Aplicaciones	80.617,0	56.565,3	73.056,9	17.555,2	18.815,3	16.303,0	20.383,4	15.395,1
Bloques	279.252,4	265.938,3	305.610,8	47.459,2	84.205,0	68.181,2	105.765,4	45.626,6
Fuera de hora	9.630,0	7.654,7	7.568,8	959,4	5.803,9	534,0	271,4	1.717,5
Autorizadas	7.936,9	4.839,9	7.808,9	1.219,7	856,7	1.574,6	4.157,9	11.123,7
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	9,6	326,5	175,3	0,0	92,8	0,0	82,5	13,8
OPV	0,0	396,1	6.143,4	850,0	1.642,7	517,7	3.132,9	4.266,8
Toma de razón	545,0	379,7	410,9	400,0	9,9	0,0	1,1	0,0
Ejercicio de opciones	9.603,4	7.083,5	6.954,1	1.493,3	1.945,8	1.489,5	2.025,4	199,4
Operaciones de cobertura	4.942,0	3.934,4	3.419,5	718,2	1.013,5	782,7	905,2	336,2

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

## Operaciones de crédito

CUADRO 1.6

Millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>CONTRATACIÓN</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	395.859,3	464.521,5	599.051,5	116.399,9	173.562,6	140.620,0	168.469,0	103.805,8
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	199,2	326,8	357,9	72,6	100,8	103,6	81,0	73,3
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	44,4	34,1	16,2	8,2	2,1	1,2	4,8	1,9
<b>SALDO VIVO</b>								
Préstamo de valores <sup>2</sup>	34.915,1	43.398,9	61.076,1	45.982,9	54.428,2	53.174,3	61.076,1	74.269,5
Crédito de valores para su venta <sup>3</sup>	1,2	7,3	6,4	14,9	17,2	12,1	6,4	21,4
Crédito para compra de valores <sup>3</sup>	2,5	0,6	0,4	1,2	0,2	0,1	0,4	0,5

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

2 Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, art. 36.7, y la Orden ECO/764/2004.

3 Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.7

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	71	49	46	16	20	18	21	13
Cédulas hipotecarias	26	12	13	5	6	6	3	4
Cédulas territoriales	11	5	3	1	1	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	24	11	16	9	12	10	10	8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	4	1	0	1	0	0	0
Bonos de titulación	16	18	13	1	3	3	7	0
Pagarés de empresa	35	20	18	6	4	4	4	3
De titulación	1	0	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	34	20	17	5	4	4	4	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	349	297	662	85	178	182	217	63
Cédulas hipotecarias	94	40	27	6	8	6	7	5
Cédulas territoriales	18	6	3	1	1	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	134	170	578	69	156	165	188	56
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7	8	1	0	1	0	0	0
Bonos de titulación	50	53	35	3	8	6	18	0
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	46	20	18	6	4	4	4	3
De titulación	1	0	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	45	20	17	5	4	4	4	2
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	357.830,2	138.838,6	130.258,4	20.592,5	27.434,1	19.886,5	62.345,3	22.572,8
Cédulas hipotecarias	102.170,0	24.799,7	23.838,0	3.450,0	11.000,0	3.750,0	5.638,0	4.300,0
Cédulas territoriales	8.974,0	8.115,0	1.853,3	1.500,0	218,3	135,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	86.441,5	32.536,9	41.154,7	5.988,3	4.605,0	2.536,3	28.025,2	13.111,7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.563,1	803,3	750,0	0,0	750,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	23.799,6	28.592,9	29.008,0	1.850,0	3.855,0	7.640,0	15.663,0	0,0
Tramo nacional	20.627,1	24.980,1	26.972,1	1.388,8	3.573,3	7.550,0	14.460,0	0,0
Tramo internacional	3.172,5	3.612,8	2.035,9	461,2	281,7	90,0	1.203,0	0,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	132.882,0	43.990,8	33.654,4	7.804,3	7.005,8	5.825,2	13.019,1	5.161,1
De titulación	1.821,0	1.410,0	620,0	200,0	420,0	0,0	0,0	700,0
Resto de pagarés	131.061,0	42.580,8	33.034,4	7.604,3	6.585,8	5.825,2	13.019,1	4.461,1
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	7.633,5	4.776,0	7.999,3	0,0	2.243,8	1.545,0	4.210,5	0,0
Emisiones aseguradas	71	49	195,8	195,8	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

2 Programas registrados.

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

### Admisión al mercado AIAF<sup>1</sup>

CUADRO 1.8

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
Total	363.944,5	130.467,7	114.956,4	29.151,5	28.532,2	20.870,7	36.402,0	37.974,2
Pagarés	134.346,9	45.228,6	33.493,1	7.453,5	7.334,6	5.734,9	12.970,2	5.410,1
Bonos y obligaciones	92.725,5	22.414,4	25.712,5	16.346,5	5.119,3	2.365,8	1.880,8	28.264,1
Cédulas hipotecarias	103.470,0	25.399,7	24.438,0	3.050,0	12.000,0	3.500,0	5.888,0	4.300,0
Cédulas territoriales	8.974,0	8.115,0	1.853,3	0,0	1.718,3	135,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	24.428,1	29.309,9	29.459,5	2.301,5	2.360,0	9.135,0	15.663,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	568	493	465	486	480	482	465	449
Renta fija privada	568	492	464	485	479	481	464	448
Pagarés	42	30	19	24	22	20	19	18
Bonos y obligaciones	95	91	79	89	89	86	79	78
Cédulas hipotecarias	49	48	49	48	48	49	49	47
Cédulas territoriales	18	12	9	11	10	10	9	9
Bonos de titulación	385	341	329	335	331	333	329	319
Participaciones preferentes	60	34	23	34	31	31	23	19
Bonos matador	11	9	9	9	9	9	9	9
Deuda Pública	-	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	-	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	1	1	1	1	1	1	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	4.907	3.345	2.857	3.074	2.922	2.877	2.857	2.832
Renta fija privada	4.907	3.192	2.694	2.922	2.771	2.712	2.694	2.672
Pagarés	2.529	1.130	456	888	707	545	456	435
Bonos y obligaciones	558	495	786	512	570	682	786	826
Cédulas hipotecarias	328	283	256	273	265	262	256	250
Cédulas territoriales	52	39	34	37	36	36	34	34
Bonos de titulación	1.334	1.188	1.120	1.155	1.139	1.133	1.120	1.092
Participaciones preferentes	94	47	33	47	44	44	33	26
Bonos matador	12	10	9	10	10	10	9	9
Deuda Pública	-	153	163	152	151	165	163	160
Letras del Tesoro	-	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	141	151	140	139	153	151	148
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	879.627,5	1.442.270,2	1.367.240,0	1.426.374,9	1.415.557,2	1.405.130,1	1.374.947,5	1.377.412,0
Renta fija privada	879.627,5	708.601,8	581.825,3	669.134,9	639.440,5	619.043,1	581.825,3	576.434,1
Pagarés	64.927,5	28.816,3	20.361,6	21.886,1	20.663,1	15.647,3	20.361,6	15.707,3
Bonos y obligaciones	161.225,4	132.076,6	74.076,5	128.478,4	122.652,2	110.385,6	74.076,50	86.211,7
Cédulas hipotecarias	293.142,8	246.967,9	208.314,2	233.067,9	220.443,2	216.445,2	208.314,2	202.192,2
Cédulas territoriales	33.314,3	29.793,5	24.671,3	26.768,5	25.625,3	25.268,3	24.671,3	24.671,3
Bonos de titulación	315.373,5	269.176,8	253.045,1	257.186,4	248.398,0	249.638,1	253.045,1	246.373,6
Participaciones preferentes	10.813,4	1.076,2	782,1	1.053,0	964,2	964,1	782,1	703,6
Bonos matador	830,7	694,6	574,4	694,6	694,6	694,6	574,4	574,4
Deuda Pública	-	733.668,3	785.414,8	757.240,0	776.116,8	786.087,0	793.122,3	800.977,9
Letras del Tesoro	-	89.174,4	77.344,0	82.521,4	74.639,7	77.128,8	77.926,1	78.435,8
Bonos y Obligaciones del Estado	-	644.493,9	708.070,7	674.718,6	701.477,1	708.958,3	715.196,2	722.542,1

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

2 Importes nominales.

## AIAF. Contratación

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	3.119.755,1	1.400.757,7	1.118.963,7	405.073,2	350.277,6	204.278,0	159.334,8	103.853,5
Renta fija privada	3.119.755,1	1.400.601,6	1.118.719,6	405.012,8	350.215,9	204.205,1	159.285,8	103.766,6
Pagarés	199.794,9	112.559,8	48.817,3	19.546,3	11.997,0	10.327,5	6.946,5	6.003,7
Bonos y obligaciones	164.098,6	295.191,7	269.659,8	76.360,7	122.206,2	52.855,8	18.237,2	21.659,9
Cédulas hipotecarias	994.071,3	341.674,0	376.273,3	111.030,6	101.392,2	76.429,9	87.420,6	41.223,8
Cédulas territoriales	595.599,6	86.758,6	82.023,2	41.879,4	23.688,5	9.958,1	6.497,2	3.969,9
Bonos de titulación	1.136.966,1	538.064,8	341.827,8	156.164,4	90.902,0	54.601,2	40.160,2	30.895,8
Participaciones preferentes	28.781,3	26.256,0	97,7	26,8	29,6	18,5	22,8	11,1
Bonos matador	443,2	96,7	20,5	4,6	0,5	14,2	1,2	2,4
Deuda Pública	-	156,1	244,1	60,4	61,8	72,9	49,1	86,9
Letras del Tesoro	-	11,6	30,7	4,2	5,5	7,5	13,5	5,4
Bonos y Obligaciones del Estado	-	144,4	213,4	56,1	56,2	65,4	35,6	81,5
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	3.119.755,1	1.400.757,6	1.118.963,7	405.073,2	350.277,6	204.278,0	159.334,8	103.853,5
Simple	428.838,0	290.633,0	396.341,0	76.348,3	111.059,5	99.239,3	109.693,9	54.187,8
Repo	108.771,9	69.063,3	29.800,4	8.928,1	7.613,5	6.114,3	7.144,5	3.268,3
Simultánea	2.582.145,2	1.041.061,3	692.822,2	319.796,8	231.604,6	98.924,4	42.496,4	46.397,4

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

## AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	454.385,7	275.939,0	262.527,8	69.066,4	65.260,9	55.628,8	72.571,7	32.534,6
Sociedades no financieras	77.452,1	45.351,7	30.843,4	9.030,1	8.986,7	6.253,9	6.572,7	6.475,1
Instituciones financieras	282.733,9	163.671,3	132.114,5	34.851,9	30.051,6	29.701,8	37.509,2	15.739,8
Entidades de crédito	207.555,6	97.674,3	87.475,6	23.260,3	19.778,9	22.000,3	22.436,1	12.903,2
IIC, seguros y fondos de pensiones	69.568,7	59.371,8	34.205,9	9.977,0	8.252,4	6.802,1	9.174,5	1.210,2
Otras entidades financieras	5.609,6	6.625,2	10.433,1	1.614,7	2.020,4	899,3	5.898,6	1.626,4
Administraciones públicas	5.448,2	2.438,8	5.067,3	982,5	1.333,6	586,3	2.164,9	1.425,6
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	11.517,9	8.598,4	2.861,8	1.046,4	747,4	415,1	652,9	296,2
Resto del mundo	77.233,7	55.878,8	91.640,7	23.155,5	24.141,5	18.671,7	25.672,0	8.597,9

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

## Admisión a bolsa<sup>1</sup>

CUADRO 1.12

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

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

CUADRO 1.13

NÚMERO DE EMISORES	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	52	40	28	38	36	34	28	27
Emisores privados	39	27	17	25	23	21	17	16
Sociedades no financieras	3	2	0	1	1	1	0	0
Instituciones financieras privadas	36	25	17	24	22	20	17	16
Administraciones públicas <sup>2</sup>	13	13	11	13	13	13	11	11
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	220	197	165	195	189	183	165	154
Emisores privados	122	89	65	84	79	76	65	59
Sociedades no financieras	3	2	0	1	1	1	0	0
Instituciones financieras privadas	119	87	65	83	78	75	65	59
Administraciones públicas <sup>2</sup>	98	108	100	111	110	107	100	95
Comunidades autónomas	67	64	56	63	62	60	56	50
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	37.636,4	25.284,5	16.800,4	23.578,4	21.160,2	17.533,6	16.800,4	16.737,0
Emisores privados	13.625,4	8.317,5	3.401,2	7.216,1	5.603,1	3.760,5	3.401,2	3.319,3
Sociedades no financieras	194,9	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	13.430,6	8.315,5	3.401,2	7.216,0	5.603,0	3.760,4	3.401,2	3.319,3
Administraciones públicas <sup>2</sup>	24.010,9	16.967,0	13.399,2	16.362,4	15.557,1	13.773,2	13.399,2	13.417,7
Comunidades autónomas	22.145,0	15.716,3	12.227,2	15.066,5	14.285,0	12.496,3	12.227,2	12.226,9

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

## Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.14

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Mercado electrónico	1.198,3	1.592,6	861,2	761,3	78,6	5,0	16,3	4,4
Corros	3.746,6	3.388,3	5.534,0	512,2	142,2	25,1	4.854,5	289,4
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.407,8	3.197,4	5.527,0	508,0	140,0	24,5	4.854,5	289,4
Bilbao	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	338,7	190,9	7,0	4,2	2,2	0,6	0,0	0,0
Deuda anotada	1.189,0	137,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	54.015,1	41.062,2	42.677,2	7.634,1	8.685,9	18.212,5	8.144,7	4.804,4

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	40.034,0	64.011,0	103.044,0	26.252,0	28.346,0	25.998,0	22.448,0	15.508,0
Simple	40.034,0	64.011,0	103.044,0	26.252,0	28.346,0	25.998,0	22.448,0	15.508,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.16

Número de contratos	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Sobre deuda	45.240	13.667	4.690	1.282	409	1.356	1.643	935
Futuro sobre bono nocional <sup>2</sup>	45.240	13.667	4.690	1.282	409	1.356	1.643	935
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	5.410.311	6.416.073	7.728.494	1.906.039	1.792.870	1.807.250	2.222.335	1.394.932
Futuro sobre Ibex 35 plus	4.745.067	5.578.607	6.924.068	1.698.044	1.564.905	1.638.231	2.022.888	1.271.895
Futuro mini sobre Ibex 35	242.477	198.736	304.891	67.358	64.491	70.135	102.907	62.990
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	2.162	3.520	23.939	5.638	1.920	11.817	4.564	6.747
Opción call mini	225.704	308.084	302.255	88.798	98.102	59.376	55.979	33.402
Opción put mini	194.902	327.126	173.342	46.201	63.453	27.692	35.997	19.898
Sobre acciones <sup>5</sup>	55.753.236	35.884.393	27.697.961	10.519.859	5.847.529	5.106.522	6.224.051	2.700.748
Futuros	21.220.876	14.927.659	12.740.105	4.536.363	3.547.198	2.302.945	2.353.599	1.165.087
Futuros sobre dividendos de acciones	25.000	66.650	236.151	23.705	41.485	46.001	124.960	24.161
Opción call	14.994.283	10.534.741	5.773.662	1.900.418	1.208.118	1.224.941	1.440.185	635.030
Opción put	19.513.077	10.355.343	8.948.043	4.059.373	1.050.728	1.532.635	2.305.308	876.471
<b>Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex</b>								
Sobre deuda <sup>6</sup>	161.376	167.827	163.799	49.145	45.558	28.097	40.999	53.282
Sobre índices <sup>7</sup>	266.422	111.924	56.362	16.378	12.441	12.740	14.803	19.825

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

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 1.17

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS<sup>2</sup></b>								
Importe de las primas (millones de euros)	3.834,3	3.621,2	3.644,2	881,4	1.431,7	583,2	747,9	541,8
Sobre acciones	2.231,7	2.211,8	1.770,9	475,9	579,3	364,8	351,0	270,2
Sobre índices	1.273,5	1.122,6	1.697,3	335,1	826,3	183,6	352,4	209,3
Otros <sup>3</sup>	329,1	286,8	176,0	70,4	26,1	34,9	44,5	62,3
Número de emisiones	7.073	8.347	8.574	1.921	2.820	1.919	1.914	0
Número de emisores	7	7	6	5	6	5	5	4
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
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 <sup>3</sup>	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: febrero de 2015.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

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

CUADRO 1.18

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	762,9	752,7	817,7	208,1	215,5	186,0	208,1	220,1
Sobre acciones nacionales	349,0	379,4	379,8	118,2	110,3	72,4	79,0	68,1
Sobre acciones extranjeras	87,6	86,3	51,2	16,9	14,9	9,5	9,9	14,1
Sobre índices	268,6	255,4	364,3	66,9	84,6	100,2	112,6	129,7
Otros <sup>2</sup>	57,7	31,6	22,4	6,1	5,7	3,9	6,8	8,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	7.419	7.299	7.612	3.173	3.141	2.854	3.256	2.760
Número de emisores <sup>3</sup>	10	8	8	8	8	7	7	7
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	16,8	1,0	1,7	0,6	0,8	0,1	0,2	0,0
Número de emisiones <sup>3</sup>	4	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores <sup>3</sup>	2	1	1	1	1	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.935,7	2.736,0	9.849,5	2.696,6	1.894,9	2.476,1	2.781,9	1.921,1
Número de fondos	74	72	70	72	70	70	70	70
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	274,7	382,0	436,1	404,9	435,4	446,0	436,1	-

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

### 1.3.3 Derivados no financieros

#### Negociación en MFAO<sup>1</sup>

CUADRO 1.19

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>Número de contratos</b>								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante <sup>3</sup>	78.566	88.605	38.964	9.999	10.832	15.030	3.103	0

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

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	46	41	40	41	40	41	40	39
Sucursales	16	20	22	20	20	22	22	22
Representantes	6.264	6.269	6.321	6.297	6.292	6.298	6.321	6.328
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	41	41	38	40	40	40	38	37
Sucursales	12	11	21	18	16	16	21	21
Representantes	590	520	454	464	481	483	454	486
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	6	5	5	5	5	5	5	5
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	1	1	1	1	1	1	1
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	101	126	143	130	134	138	143	144
Sucursales	5	9	11	9	10	10	11	11
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	147	141	137	143	141	139	137	136

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total	2.981	3.104	3.102	3.133	3.157	3.107	3.102	3.117
Empresas de servicios de inversión	2.526	2.650	2.641	2.677	2.700	2.645	2.641	2.656
Comunitarias	2.523	2.647	2.638	2.674	2.697	2.642	2.638	2.653
Con sucursal	37	38	39	38	38	36	39	39
En libre prestación de servicios	2.486	2.609	2.599	2.636	2.659	2.606	2.599	2.614
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 <sup>2</sup>	455	454	461	456	457	462	461	461
Comunitarias	445	444	452	447	448	453	452	452
Con sucursal	55	52	54	53	53	54	54	55
En libre prestación de servicios	390	392	398	394	395	399	398	397
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	10	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	8	6	7	7	7	6	6
En libre prestación de servicios	2	2	3	2	2	2	3	3

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

## Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros	2012	2013	2014	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV
<b>RENDA FIJA</b>								
Total	10.508.139,1	10.492.026,8	9.264.859,8	2.752.115,4	2.842.302,0	2.462.930,4	2.239.416,0	1.720.211,4
Sociedades de valores	2.900.770,8	5.217.059,4	4.989.059,9	1.369.758,1	1.500.575,6	1.227.460,1	1.161.159,9	1.099.864,3
Mercados organizados nacionales	556.756,0	2.597.608,6	2.372.515,0	693.929,8	715.449,1	573.262,8	526.040,3	557.762,8
Otros mercados nacionales	1.943.730,6	2.310.403,7	2.388.868,8	598.095,6	710.743,9	584.995,5	592.597,9	500.531,5
Mercados extranjeros	400.284,2	309.047,1	227.676,1	77.732,7	74.382,6	69.201,8	42.521,7	41.570,0
Agencias de valores	7.607.368,3	5.274.967,4	4.275.799,9	1.382.357,3	1.341.726,4	1.235.470,3	1.078.256,1	620.347,1
Mercados organizados nacionales	2.521.310,9	69.066,6	89.472,6	26.945,1	30.851,4	23.638,3	21.585,0	13.397,9
Otros mercados nacionales	4.883.226,6	5.007.723,4	3.955.091,6	1.304.977,4	1.237.155,8	1.150.873,0	1.007.119,1	559.943,7
Mercados extranjeros	202.830,8	198.177,4	231.235,7	50.434,8	73.719,2	60.959,0	49.552,0	47.005,5
<b>RENDA VARIABLE</b>								
Total	736.602,3	692.872,0	940.623,2	206.856,8	211.344,9	225.722,2	215.751,6	287.804,5
Sociedades de valores	692.058,6	650.094,9	875.037,7	191.524,2	202.296,1	211.503,8	199.931,9	261.305,9
Mercados organizados nacionales	639.498,2	590.027,1	814.349,4	170.842,4	188.015,6	194.806,0	185.890,3	245.637,5
Otros mercados nacionales	1.806,3	2.585,4	2.828,5	814,1	642,6	755,8	627,9	802,2
Mercados extranjeros	50.754,1	57.482,4	57.859,8	19.867,7	13.637,9	15.942,0	13.413,7	14.866,2
Agencias de valores	44.543,7	42.777,1	65.585,5	15.332,6	9.048,8	14.218,4	15.819,7	26.498,6
Mercados organizados nacionales	14.532,5	14.677,2	16.726,7	3.734,1	4.227,9	4.125,2	3.942,7	4.430,9
Otros mercados nacionales	6.695,5	9.140,4	14.009,1	4.158,1	1.359,7	2.730,7	3.720,0	6.198,7
Mercados extranjeros	23.315,7	18.959,5	34.849,7	7.440,4	3.461,2	7.362,5	8.157,0	15.869,0

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

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

CUADRO 2.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV
Total	6.536.223,6	6.316.221,8	10.095.572,3	1.716.839,8	1.926.896,5	1.922.535,5	2.326.464,6	3.919.675,7
Sociedades de valores	5.777.847,8	6.110.753,4	9.918.555,0	1.672.029,8	1.879.980,7	1.872.909,0	2.288.382,5	3.877.282,8
Mercados organizados nacionales	1.819.388,6	2.410.367,9	4.625.999,8	723.628,7	790.796,4	758.339,0	1.330.314,4	1.746.550,0
Mercados organizados extranjeros	3.718.052,1	3.423.638,5	4.913.770,3	868.983,4	969.114,4	1.024.667,0	876.714,9	2.043.274,0
Mercados no organizados	240.407,1	276.747,0	378.784,9	79.417,7	120.069,9	89.903,0	81.353,2	87.458,8
Agencias de valores	758.375,8	205.468,4	177.017,3	44.810,0	46.915,8	49.626,5	38.082,1	42.392,9
Mercados organizados nacionales	5.371,0	4.668,8	6.881,8	1.036,8	1.071,4	2.234,6	2.494,2	1.081,6
Mercados organizados extranjeros	566.337,3	29.584,9	37.016,8	3.587,0	3.514,2	8.605,3	10.869,1	14.028,2
Mercados no organizados	186.667,5	171.214,7	133.118,7	40.186,2	42.330,2	38.786,6	24.718,8	27.283,1

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

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

CUADRO 2.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV
				IV	I			
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total	10.985	11.380	13.483	11.380	12.584	13.286	13.893	13.483
Sociedades de valores. Total	4.122	4.001	4.741	4.001	4.248	4.496	4.739	4.741
IIC <sup>2</sup>	68	59	63	59	58	60	62	63
Otras <sup>3</sup>	4.054	3.942	4.678	3.942	4.190	4.436	4.677	4.678
Agencias de valores. Total	3.680	3.699	4.484	3.699	4.447	4.697	4.935	4.484
IIC <sup>2</sup>	51	57	63	57	57	62	64	63
Otras <sup>3</sup>	3.629	3.642	4.421	3.642	4.390	4.635	4.871	4.421
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.183	3.680	4.258	3.680	3.889	4.093	4.219	4.258
IIC <sup>2</sup>	5	12	5	12	12	12	13	5
Otras <sup>3</sup>	3.178	3.668	4.253	3.668	3.877	4.081	4.206	4.253
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total	9.350.841	10.692.140	11.661.203	10.692.140	11.480.629	12.243.199	12.736.538	11.661.203
Sociedades de valores. Total	3.578.436	4.171.331	4.905.630	4.171.331	4.476.143	4.788.421	4.951.046	4.905.630
IIC <sup>2</sup>	965.479	1.160.986	1.371.924	1.160.986	1.241.865	1.413.549	1.466.770	1.371.924
Otras <sup>3</sup>	2.612.957	3.010.345	3.533.706	3.010.345	3.234.278	3.374.871	3.484.276	3.533.706
Agencias de valores. Total	1.927.219	2.284.773	1.935.646	2.284.773	2.463.693	2.632.958	2.743.601	1.935.646
IIC <sup>2</sup>	417.981	610.839	846.244	610.839	656.435	778.850	820.023	846.244
Otras <sup>3</sup>	1.509.238	1.673.934	1.089.403	1.673.934	1.807.259	1.854.107	1.923.579	1.089.403
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.845.186	4.236.036	4.819.927	4.236.036	4.540.793	4.821.820	5.041.891	4.819.927
IIC <sup>2</sup>	107.691	195.735	118.847	195.735	201.528	206.687	211.117	118.847
Otras <sup>3</sup>	3.737.495	4.040.301	4.701.080	4.040.301	4.339.265	4.615.133	4.830.774	4.701.080

1 Datos a final de periodo.

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

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

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

CUADRO 2.6

Millones de euros	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV
				IV	I			
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total	9.362	9.918	11.853	9.918	9.434	11.702	13.154	11.853
Sociedades de valores. Total <sup>2</sup>	1.198	1.221	2.493	1.221	1.250	2.840	4.096	2.493
Clientes minoristas	1.183	1.197	2.475	1.197	1.234	2.811	4.050	2.475
Clientes profesionales	13	17	6	17	7	8	8	6
Agencias de valores. Total <sup>2</sup>	6.445	6.961	7.547	6.961	6.495	7.151	7.328	7.547
Clientes minoristas	6.019	6.674	7.357	6.674	6.213	6.880	7.062	7.357
Clientes profesionales	406	264	170	264	259	248	243	170
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>2</sup>	1.719	1.736	1.813	1.736	1.689	1.711	1.730	1.813
Clientes minoristas	1.712	1.731	1.805	1.731	1.684	1.706	1.723	1.805
Clientes profesionales	7	5	8	5	5	5	7	8
<b>PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)</b>								
Total	7.589.555	8.547.601	10.315.712	8.547.601	8.869.694	10.170.516	10.847.146	10.315.712
Sociedades de valores. Total <sup>2</sup>	820.465	739.401	2.052.127	739.401	989.484	2.126.680	2.576.310	2.052.127
Clientes minoristas	568.359	452.458	1.378.645	452.458	480.996	1.191.393	1.540.094	1.378.645
Clientes profesionales	27.613	44.804	29.893	44.804	38.407	53.561	53.051	29.893
Agencias de valores. Total <sup>2</sup>	5.598.708	6.828.313	7.244.301	6.828.313	6.919.775	7.242.376	7.342.504	7.244.301
Clientes minoristas	3.590.416	3.897.689	5.400.023	3.897.689	4.808.503	5.226.643	5.388.616	5.400.023
Clientes profesionales	1.899.566	1.908.486	1.695.388	1.908.486	1.921.458	1.822.436	1.748.396	1.695.388
Sociedades gestoras de cartera. Total <sup>2</sup>	1.170.382	979.887	1.019.284	979.887	960.435	801.460	928.332	1.019.284
Clientes minoristas	705.185	742.043	893.327	742.043	712.376	770.208	802.319	893.327
Clientes profesionales	465.197	237.844	125.956	237.844	248.059	31.252	126.013	125.956

1 Datos a final de periodo

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros <sup>1</sup>	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	56.161	67.333	74.177	7.821	25.055	59.668	74.177	2.432
II. Comisiones netas	410.740	387.216	445.317	114.475	229.051	340.718	445.317	31.850
Comisiones percibidas	589.027	565.787	633.263	161.023	323.269	481.400	633.263	50.018
Tramitación y ejecución de órdenes	348.403	347.522	342.462	98.931	191.070	266.627	342.462	32.535
Colocación y aseguramiento de emisiones	6.869	4.824	21.414	5.703	7.390	18.953	21.414	2
Depósito y anotación de valores	19.775	17.987	22.347	5.098	10.442	15.896	22.347	2.054
Gestión de carteras	14.883	15.581	21.046	6.017	10.094	15.203	21.046	1.867
Diseño y asesoramiento	12.067	18.597	19.502	5.002	8.728	15.101	19.502	707
Búsqueda y colocación de paquetes	50	8.659	4.367	53	3.956	4.347	4.367	15
Operaciones de crédito al mercado	8	22	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	45.050	51.766	62.948	14.517	30.549	46.442	62.948	5.900
Otras	141.924	100.829	139.177	25.702	61.039	98.833	139.177	6.939
Comisiones satisfechas	178.287	178.571	187.946	46.548	94.218	140.682	187.946	18.168
III. Resultado de inversiones financieras	9.403	256.110	222.077	2.765	36.828	135.612	222.077	-9.409
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-28.522	-138.467	-96.425	52.098	49.887	-29.544	-96.425	22.055
V. Margen bruto	447.782	572.192	645.146	177.159	340.821	506.454	645.146	46.928
VI. Resultado de explotación	35.304	185.040	265.509	84.355	150.453	220.265	265.509	14.308
VII. Resultado de actividades continuadas	-12.057	140.805	192.467	66.720	121.661	175.824	192.467	11.622
VIII. Resultado neto del ejercicio	-12.057	140.805	192.467	66.720	121.661	175.824	192.467	11.622

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: enero de 2015.

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

CUADRO 2.8

Miles de euros <sup>1</sup>	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV
				IV	I			
<b>TOTAL</b>								
Total	21.318	192.753	200.010	192.753	63.697	112.779	165.322	200.010
Activos monetarios y deuda pública	18.936	17.163	12.342	17.163	4.410	6.993	9.618	12.342
Otros valores de renta fija	16	55.096	31.631	55.096	11.962	17.253	24.840	31.631
Cartera interior	-14.813	42.328	23.038	42.328	7.588	9.786	16.820	23.038
Cartera exterior	14.829	12.768	8.593	12.768	4.374	7.467	8.020	8.593
Renta variable	356.595	17.869	800.035	17.869	137.295	534.591	635.288	800.035
Cartera interior	8.003	44.517	112.635	44.517	30.193	68.998	106.074	112.635
Cartera exterior	348.592	-26.648	687.400	-26.648	107.102	465.593	529.214	687.400
Derivados	-308.833	207.347	-565.800	207.347	-145.356	-502.994	-486.606	-565.800
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.871	1.378	345	1.378	168	298	336	345
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	1	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	5.383	3.405	1.205	3.405	475	-47	279	1.205
Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.034	-110.807	-149.034	49.363	43.447	-39.367	-110.807
Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.565	14.384	10.565	2.735	6.441	9.822	14.384
Otras operaciones	-18.386	28.964	16.675	28.964	2.645	6.797	11.111	16.675
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	56.160	67.333	74.177	67.333	7.821	25.055	59.670	74.177
Activos monetarios y deuda pública	4.055	4.356	2.123	4.356	731	1.265	1.811	2.123
Otros valores de renta fija	17.089	4.572	3.371	4.572	1.268	2.275	3.017	3.371
Cartera interior	15.180	3.149	2.147	3.149	971	1.593	2.024	2.147
Cartera exterior	1.909	1.423	1.224	1.423	297	682	993	1.224
Renta variable	35.220	40.163	63.460	40.163	4.954	18.630	50.485	63.460
Cartera interior	19.064	14.672	28.679	14.672	16	6.737	17.377	28.679
Cartera exterior	16.156	25.491	34.781	25.491	4.938	11.893	33.108	34.781
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.871	1.378	345	1.378	168	298	336	345
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	1	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	5.383	3.405	1.205	3.405	475	-47	279	1.205
Otras operaciones	-1.716	13.459	3.673	13.459	225	2.634	3.741	3.673
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	9.404	256.109	222.077	256.109	2.765	36.828	135.611	222.077
Activos monetarios y deuda pública	14.881	12.807	10.219	12.807	3.679	5.728	7.807	10.219
Otros valores de renta fija	-17.073	50.524	28.260	50.524	10.694	14.978	21.823	28.260
Cartera interior	-29.993	39.179	20.891	39.179	6.617	8.193	14.796	20.891
Cartera exterior	12.920	11.345	7.369	11.345	4.077	6.785	7.027	7.369
Renta variable	321.375	-22.294	736.575	-22.294	132.341	515.961	584.803	736.575
Cartera interior	-11.061	29.845	83.956	29.845	30.177	62.261	88.697	83.956
Cartera exterior	332.436	-52.139	652.619	-52.139	102.164	453.700	496.106	652.619
Derivados	-308.833	207.347	-565.800	207.347	-145.356	-502.994	-486.606	-565.800
Otras operaciones	-946	7.725	12.823	7.725	1.407	3.155	7.784	12.823
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	-44.246	-130.689	-96.244	-130.689	53.111	50.896	-29.959	-96.244
Diferencias de cambio netas	-37.363	-149.034	-110.807	-149.034	49.363	43.447	-39.367	-110.807
Otros productos y cargas de explotación	8.841	10.565	14.384	10.565	2.735	6.441	9.822	14.384
Otras operaciones	-15.724	7.780	179	7.780	1.013	1.008	-414	179

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros <sup>1</sup>	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	1.912	1.799	1.119	284	615	844	1.119	61
II. Comisiones netas	93.246	110.422	120.634	30.650	63.355	90.974	120.634	8.860
Comisiones percibidas	108.198	130.738	147.137	36.017	75.553	109.352	147.137	10.206
Tramitación y ejecución de órdenes	38.112	40.196	41.745	14.456	25.577	33.728	41.745	2.876
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.128	4.715	8.129	634	3.851	6.366	8.129	289
Depósito y anotación de valores	576	505	567	101	311	474	567	17
Gestión de carteras	14.476	16.267	15.062	3.624	6.995	9.650	15.062	795
Diseño y asesoramiento	3.123	5.894	7.576	1.377	2.803	4.183	7.576	424
Búsqueda y colocación de paquetes	88	55	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	30	11	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	25.949	35.823	46.565	9.705	21.667	33.200	46.565	3.888
Otras	22.715	27.272	27.493	6.120	14.350	21.751	27.493	1.919
Comisiones satisfechas	14.952	20.316	26.503	5.366	12.198	18.378	26.503	1.346
III. Resultado de inversiones financieras	1.255	5	775	203	565	674	775	463
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.459	-1.633	1.102	-261	-664	-691	1.102	125
V. Margen bruto	94.954	110.593	123.626	30.874	63.871	91.801	123.626	9.509
VI. Resultado de explotación	4.598	18.422	24.366	6.871	14.609	19.689	24.366	2.559
VII. Resultado de actividades continuadas	3.583	14.321	19.922	6.490	13.799	18.281	19.922	2.451
VIII. Resultado neto del ejercicio	3.583	14.321	19.922	6.490	13.799	18.281	19.922	2.451

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: enero de 2015.

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

CUADRO 2.10

Miles de euros <sup>1</sup>	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	733	667	574	174	125	443	574	32
II. Comisiones netas	7.879	9.362	11.104	2.202	4.635	7.182	11.104	793
Comisiones percibidas	17.887	18.603	15.411	2.753	5.861	9.553	15.411	1.156
Gestión de carteras	16.307	17.028	13.572	2.167	5.035	8.239	13.572	927
Diseño y asesoramiento	1.579	1.575	849	458	514	683	849	106
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	0	990	128	312	630	990	123
Comisiones satisfechas	10.008	9.241	4.307	551	1.226	2.371	4.307	363
III. Resultado de inversiones financieras	4	9	-6	23	46	38	-6	5
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1	-32	-237	-48	57	-238	-237	56
V. Margen bruto	8.615	10.006	11.435	2.351	4.863	7.425	11.435	886
VI. Resultado de explotación	1.406	3.554	5.860	1.088	1.930	3.328	5.860	551
VII. Resultado de actividades continuadas	953	2.472	4.135	770	1.380	2.367	4.135	393
VIII. Resultado neto del ejercicio	953	2.472	4.135	770	1.380	2.367	4.135	393

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: enero de 2015.

	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV <sup>3</sup>
				IV	I			
<b>TOTAL</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	-	40,21	-	38,52	40,80	40,87	40,21
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.085.783	1.033.669	1.056.302	1.033.669	1.042.993	1.097.539	1.096.551	1.056.302
% exceso <sup>5</sup>	300,76	322,58	402,57	322,58	381,50	409,97	410,88	402,57
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	37	34	12	34	11	12	13	12
>100- ≤300%	24	22	26	22	30	28	27	26
>300- ≤500%	17	17	10	17	12	14	14	10
>500%	15	14	22	14	22	22	23	22
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	-	40,61	-	38,97	41,55	41,53	40,61
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.017.597	960.624	981.620	960.624	959.876	1.016.882	1.016.378	981.620
% exceso <sup>5</sup>	329,03	367,43	407,60	367,43	387,08	419,42	419,16	407,60
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	7	9	4	9	4	4	3	4
>100- ≤300%	17	11	15	11	15	14	15	15
>300- ≤500%	12	13	5	13	5	6	7	5
>500%	10	8	14	8	16	16	16	14
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	-	25,20	-	25,51	24,45	24,61	25,20
Exceso de recursos propios (miles de euros)	53.531	62.199	42.247	62.199	51.816	48.343	46.951	42.247
% exceso <sup>5</sup>	161,23	164,46	215,04	164,46	218,82	205,58	207,62	215,04
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	27	22	8	22	7	8	10	8
>100- ≤300%	6	10	10	10	13	12	10	10
>300- ≤500%	4	3	5	3	7	8	7	5
>500%	4	6	5	6	3	3	4	5
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Ratio de capital total <sup>4</sup>	-	-	143,48	-	152,19	156,03	156,51	143,48
Exceso de recursos propios (miles de euros)	14.655	10.846	32.436	10.846	31.301	32.314	33.222	32.436
% exceso <sup>5</sup>	79,01	51,21	1.693,45	51,21	1.802,32	1.850,39	1.856,33	1.693,45
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	3	3	0	3	0	0	0	0
>100- ≤300%	1	1	1	1	2	2	2	1
>300- ≤500%	1	1	0	1	0	0	0	0
>500%	1	0	3	0	3	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 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia, según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 Datos provisionales.
- 4 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.
- 5 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

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

CUADRO 2.12

	2012	2013	2014	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV
<b>TOTAL</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	3,19	16,49	22,83	16,49	25,56	23,82	23,54	22,83
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	31	13	11	13	15	13	13	11
0-≤15%	33	37	30	37	32	29	31	30
>15-≤45%	24	22	23	22	23	26	27	23
>45-≤75%	3	9	11	9	8	9	7	11
>75%	2	6	8	6	8	8	8	8
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	2,97	16,39	23,04	16,39	25,96	23,73	23,87	23,04
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	14	5	4	5	5	2	3	4
0-≤15%	18	15	18	15	17	16	18	18
>15-≤45%	11	16	11	16	11	16	13	11
>45-≤75%	2	4	5	4	5	4	4	5
>75%	1	1	2	1	3	2	3	2
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	6,25	19,34	22,18	19,34	24,77	29,45	23,06	22,18
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	15	8	7	8	10	11	10	7
0-≤15%	11	18	11	18	12	10	11	11
>15-≤45%	13	5	8	5	10	8	11	8
>45-≤75%	1	5	6	5	3	5	3	6
>75%	1	5	6	5	5	6	5	6
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Media (%) <sup>2</sup>	6,59	11,41	16,95	11,41	12,55	11,16	12,83	16,95
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	2	0	0	0	0	0	0	0
0-≤15%	4	4	1	4	3	3	2	1
>15-≤45%	0	1	4	1	2	2	3	4
>45-≤75%	0	0	0	0	0	0	0	0
>75%	0	0	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

Miles de euros	2012	2013	2014	2013		2014	
				I	II	I	II
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>1</sup></b>							
Total	14.776.498	17.630.081	21.391.510	15.442.297	17.630.081	14.456.415	21.391.510
Clientes minoristas	3.267.079	4.991.653	5.719.292	3.975.400	4.991.653	5.488.399	5.719.292
Clientes profesionales	3.594.287	3.947.782	4.828.459	3.476.305	3.947.782	4.465.564	4.828.459
Otros	7.915.132	8.690.646	10.843.759	7.990.593	8.690.646	4.502.452	10.843.759
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>2</sup></b>							
Total	26.177	33.272	47.767	14.701	33.272	21.513	47.767
Comisiones percibidas	26.065	33.066	47.188	14.676	33.066	21.071	47.188
Otros ingresos	112	206	579	25	206	442	579
<b>PATRIMONIO NETO</b>							
Total	13.402	21.498	26.538	15.119	21.498	22.915	26.538
Capital social	4.365	5.156	5.576	4.820	5.156	5.230	5.576
Reservas y remanentes	4.798	9.453	8.993	7.251	9.453	9.899	8.993
Resultado del ejercicio <sup>2</sup>	4.239	6.890	11.969	3.048	6.890	7.787	11.969

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

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

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

CUADRO 3.1

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.246	5.129	5.232	5.156	5.176	5.208	5.232	5.235
Fondos de inversión	2.205	2.043	1.949	2.049	2.012	1.973	1.949	1.931
Sociedades de inversión	2.981	3.035	3.228	3.058	3.114	3.182	3.228	3.250
IIC de IIC de inversión libre	24	22	18	21	20	20	18	18
IIC de inversión libre	36	29	37	28	30	33	37	36
Total IIC inmobiliarias	14	16	11	16	15	15	11	10
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	4	6	6	6	4	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	10	7	10	9	9	7	7
Total IIC extranjeras comercializadas en España	754	782	805	796	802	810	805	824
Fondos extranjeros comercializados en España	421	409	405	414	416	415	405	408
Sociedades extranjeras comercializadas en España	333	373	400	382	386	395	400	416
SGIIC	105	96	96	96	97	96	96	96
Depositarias IIC	84	77	70	76	74	75	70	69

1 Datos disponibles: febrero de 2015.

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

CUADRO 3.2

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV <sup>1</sup>	I <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	4.815.628	5.463.820	6.859.555	5.831.525	6.241.005	6.572.696	6.859.555	7.024.561
Fondos de inversión	4.410.763	5.050.556	6.409.344	5.409.951	5.813.853	6.134.324	6.409.345	6.569.363
Sociedades de inversión	404.865	413.264	450.211	421.574	427.152	438.372	450.211	455.198
Total IIC inmobiliarias	26.155	6.773	4.866	5.849	5.142	5.139	4.866	4.873
Fondos de inversión inmobiliaria	25.218	5.750	4.021	4.798	4.090	4.093	4.021	4.027
Sociedades de inversión inmobiliaria	937	1.023	845	1.051	1.052	1.046	845	846
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	819.485	1.067.708	1.317.674	1.037.958	1.263.915	1.233.232	1.317.674	-
Fondos extranjeros comercializados en España	163.805	204.067	230.104	194.846	228.201	219.098	230.104	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	655.680	863.641	1.087.570	843.112	1.035.714	1.014.134	1.087.570	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2015. 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	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV <sup>1</sup>	I <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	147.722,2	184.300,9	230.205,7	198.351,8	212.946,1	223.212,3	230.205,7	236.956,6
Fondos de inversión <sup>3</sup>	124.040,4	156.680,1	198.718,8	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8	204.379,8
Sociedades de inversión	23.681,8	27.620,8	31.486,9	28.838,2	30.210,3	31.012,7	31.486,9	32.576,8
Total IIC inmobiliarias	4.485,5	4.536,2	1.226,3	4.464,0	4.354,7	4.317,5	1.226,3	2.727,5
Fondos de inversión inmobiliaria	4.201,5	3.682,6	419,8	3.614,7	3.525,8	3.495,1	419,8	418,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	284,1	853,7	806,5	849,3	828,9	822,4	806,5	2.309,4
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4</sup>	38.075,3	54.727,2	78.904,3	60.859,6	68.004,5	72.631,0	78.904,3	-
Fondos extranjeros comercializados en España	6.271,5	8.523,2	11.166,0	9.151,9	9.613,9	10.344,7	11.166,0	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	31.803,8	46.204,0	67.738,3	51.707,6	58.390,6	62.286,3	67.738,3	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 Datos disponibles: enero de 2015. 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 diciembre de 2014, del orden de 5.700 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

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

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión<sup>1</sup>

CUADRO 3.4

Millones de euros	2012	2013	2014	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
Patrimonio	124.040,4	156.680,1	198.718,8	156.680,1	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8
Cartera de inversiones financieras	118.446,5	149.343,3	187.693,9	149.343,3	161.847,5	174.368,0	181.660,6	187.693,9
Cartera interior	82.929,6	108.312,7	114.644,5	108.312,7	113.479,1	118.229,2	118.676,1	114.644,5
Valores representativos de deuda	65.999,1	79.480,4	79.694,4	79.480,4	82.222,1	84.391,7	83.033,8	79.694,4
Instrumentos de patrimonio	3.140,8	5.367,4	8.448,0	5.367,4	6.479,8	7.685,0	8.287,4	8.448,0
Instituciones de inversión colectiva	3.170,7	4.498,1	6.065,3	4.498,1	4.973,1	5.432,6	5.580,8	6.065,3
Depósitos en EECC	10.333,3	18.443,7	19.927,4	18.443,7	19.264,4	20.102,2	21.150,6	19.927,4
Derivados	285,7	523,0	495,4	523,0	523,3	602,4	609,3	495,4
Otros	0,0	0,0	14,0	0,0	16,3	15,2	14,1	14,0
Cartera exterior	35.512,7	41.029,5	73.048,3	41.029,5	48.367,5	56.138,0	62.983,2	73.048,3
Valores representativos de deuda	20.493,9	20.312,8	38.582,2	20.312,8	24.821,9	28.967,5	33.079,9	38.582,2
Instrumentos de patrimonio	7.668,6	11.034,2	13.042,9	11.034,2	12.343,9	13.379,4	13.201,6	13.042,9
Instituciones de inversión colectiva	7.112,3	9.286,0	20.863,9	9.286,0	10.747,8	13.266,4	16.032,9	20.863,9
Depósitos en EECC	45,8	45,6	243,3	45,6	37,6	37,9	238,8	243,3
Derivados	191,6	350,9	310,6	350,9	410,9	481,3	424,4	310,6
Otros	0,6	0,0	5,4	0,0	5,5	5,5	5,6	5,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,2	1,2	1,2	1,2	0,9	0,8	1,3	1,2
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	5.374,7	7.062,3	10.895,0	7.062,3	7.651,2	8.485,2	10.342,1	10.895,0
Neto deudores/acreedores	219,2	274,4	129,9	274,4	14,9	-117,3	196,8	129,9

1 No se incluye información de la inversión libre, puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

2 Datos provisionales.

## Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2012	2013	2014	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
Patrimonio	23.681,8	27.620,8	31.486,9	27.620,8	28.838,2	30.210,3	31.012,7	31.486,9
Cartera de inversiones financieras	22.512,4	26.105,6	29.080,6	26.105,6	27.223,3	28.425,9	28.549,7	29.080,6
Cartera interior	11.568,0	12.118,9	11.063,7	12.118,9	12.081,9	12.086,1	11.564,0	11.063,7
Valores representativos de deuda	6.021,4	6.304,3	5.115,9	6.304,3	6.253,8	5.964,2	5.286,4	5.115,9
Instrumentos de patrimonio	2.271,7	3.005,5	3.324,4	3.005,5	3.184,6	3.372,5	3.457,5	3.324,4
Instituciones de inversión colectiva	701,0	1.134,9	1.433,0	1.134,9	1.317,5	1.462,4	1.486,0	1.433,0
Depósitos en EECC	2.531,9	1.645,4	1.169,3	1.645,4	1.298,4	1.256,8	1.306,6	1.169,3
Derivados	7,7	1,4	-10,8	1,4	-1,8	-1,5	-3,3	-10,8
Otros	34,3	27,4	31,9	27,4	29,3	31,8	30,9	31,9
Cartera exterior	10.940,2	13.985,1	18.015,2	13.985,1	15.137,9	16.337,0	16.982,7	18.015,2
Valores representativos de deuda	2.489,2	2.613,7	3.897,1	2.613,7	2.963,3	3.352,8	3.568,2	3.897,1
Instrumentos de patrimonio	3.587,8	5.085,5	6.227,7	5.085,5	5.476,2	5.822,3	6.004,4	6.227,7
Instituciones de inversión colectiva	4.700,2	6.119,8	7.784,2	6.119,8	6.559,8	7.026,6	7.285,8	7.784,2
Depósitos en EECC	14,0	5,5	2,3	5,5	6,3	4,7	0,8	2,3
Derivados	147,1	152,5	94,4	152,5	124,2	122,4	115,7	94,4
Otros	1,8	8,1	9,5	8,1	8,1	8,2	7,8	9,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,3	1,5	1,7	1,5	3,5	2,7	2,9	1,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	959,7	1.302,0	2.197,7	1.302,0	1.408,3	1.605,4	2.153,9	2.197,7
Neto deudores/acreedores	209,6	213,1	208,5	213,1	206,5	178,9	309,0	208,5

1 Datos provisionales.

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	2.185	2.045	1.951	2.037	2.023	1.959	1.951	1.950
Renta fija <sup>3</sup>	454	384	359	374	375	367	359	354
Renta fija mixta <sup>4</sup>	125	122	123	119	119	117	123	123
Renta variable mixta <sup>5</sup>	117	128	131	127	126	125	131	131
Renta variable euro	127	108	103	103	104	103	103	108
Renta variable internacional	211	193	191	190	190	186	191	193
Garantizado renta fija	398	374	280	355	336	303	280	278
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	361	308	273	307	297	275	273	268
Fondos globales	192	162	162	160	163	165	162	163
De gestión pasiva	85	169	227	205	217	222	227	232
Retorno absoluto	115	97	102	97	96	96	102	100
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	5.410.205	5.814.175	6.134.711	6.409.806	6.569.829
Renta fija <sup>3</sup>	1.261.634	1.508.009	1.941.567	1.612.002	1.712.748	1.818.308	1.941.567	2.003.481
Renta fija mixta <sup>4</sup>	188.574	240.676	603.099	314.879	425.424	506.220	603.099	649.060
Renta variable mixta <sup>5</sup>	138.096	182.223	377.265	211.810	252.255	313.796	377.265	394.214
Renta variable euro	220.450	293.193	381.822	323.474	347.335	384.252	381.822	382.414
Renta variable internacional	398.664	457.606	705.055	531.270	601.531	651.495	705.055	738.185
Garantizado renta fija	1.075.852	1.002.458	669.448	871.622	796.983	744.545	669.448	657.079
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	727.880	608.051	557.030	613.296	602.530	577.616	557.030	537.406
Fondos globales	101.321	128.741	223.670	146.223	168.796	195.290	223.670	237.908
De gestión pasiva	125.003	441.705	686.526	575.262	673.166	692.827	686.526	693.171
Retorno absoluto	173.297	188.057	264.324	210.367	233.407	250.362	264.324	276.911
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8	204.379,8
Renta fija <sup>3</sup>	40.664,6	55.058,9	70.330,9	59.381,8	62.740,7	66.841,2	70.330,9	71.680,2
Renta fija mixta <sup>4</sup>	5.500,9	8.138,0	24.314,3	10.600,2	15.666,0	19.917,0	24.314,3	26.482,1
Renta variable mixta <sup>5</sup>	3.179,9	6.312,4	13.570,4	7.648,6	9.242,9	11.668,9	13.570,4	14.203,6
Renta variable euro	5.270,2	8.632,8	8.401,5	7.753,1	8.601,7	8.693,6	8.401,5	8.560,9
Renta variable internacional	6.615,0	8.849,0	12.266,4	11.693,7	12.426,8	12.151,9	12.266,4	13.094,9
Garantizado renta fija	36.445,0	31.481,2	20.417,0	27.529,5	24.920,1	23.122,1	20.417,0	20.015,5
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	14.413,2	12.503,8	12.196,4	12.810,3	12.940,7	12.497,2	12.196,4	12.074,3
Fondos globales	4.358,6	4.528,1	6.886,3	5.007,9	5.650,3	6.255,6	6.886,3	7.349,1
De gestión pasiva	2.991,2	16.515,9	23.837,5	21.847,0	24.898,6	24.971,5	23.837,5	23.992,5
Retorno absoluto	4.601,9	4.659,9	6.498,1	5.241,5	5.648,0	6.080,4	6.498,1	6.926,8

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

2 Datos disponibles: enero de 2015.

3 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo.

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

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

6 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	4.410.771	5.050.719	6.409.806	5.410.205	5.814.175	6.134.711	6.409.806	6.569.829
Personas físicas	4.293.071	4.906.380	6.235.148	5.254.889	5.649.064	5.964.341	6.235.148	6.393.688
Residentes	4.237.534	4.848.184	6.170.201	5.194.854	5.587.276	5.900.929	6.170.201	6.327.785
No residentes	55.537	58.196	64.947	60.035	61.788	63.412	64.947	65.903
Personas jurídicas	117.700	144.339	174.658	155.316	165.111	170.370	174.658	176.141
Entidades de crédito	473	521	493	589	590	608	493	500
Otros agentes residentes	116.589	143.083	173.351	153.950	163.695	168.950	173.351	174.824
Entidades no residentes	638	735	814	777	826	812	814	817
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8	204.379,8
Personas físicas	101.963,8	125.957,2	159.423,5	135.612,9	145.852,7	153.655,2	159.423,5	164.295,4
Residentes	100.515,7	124.175,3	157.135,2	133.674,6	143.752,0	151.456,3	157.135,2	161.948,2
No residentes	1.448,0	1.781,9	2.288,3	1.938,3	2.100,7	2.198,9	2.288,3	2.347,2
Personas jurídicas	22.076,6	30.722,9	39.295,4	33.900,7	36.883,2	38.544,3	39.295,4	40.084,4
Entidades de crédito	1.075,4	547,6	459,8	519,0	524,5	528,3	459,8	618,4
Otros agentes residentes	20.657,1	29.743,3	38.245,2	32.922,7	35.871,5	37.486,3	38.245,2	38.840,9
Entidades no residentes	344,1	431,9	590,4	459,0	487,1	529,8	590,4	625,1

<sup>1</sup> Datos disponibles: enero de 2015.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	51.006,7	91.115,7	136.161,2	29.650,2	34.856,3	32.927,4	31.564,2	36.813,3
Renta fija	32.924,2	50.154,7	65.698,5	14.459,2	16.218,9	15.222,9	15.127,6	19.129,1
Renta fija mixta	1.440,2	4.569,8	21.675,7	2.009,3	3.126,7	5.853,9	5.919,4	6.775,7
Renta variable mixta	590,0	3.021,8	8.991,2	1.473,2	1.615,8	1.973,9	2.856,4	2.545,1
Renta variable euro	1.257,5	4.082,8	6.702,0	1.722,5	1.921,3	1.665,8	1.536,4	1.578,5
Renta variable internacional	1.693,8	3.697,4	5.843,2	1.187,7	1.425,9	1.323,2	1.325,8	1.768,3
Garantizado renta fija	7.976,3	5.964,0	847,8	335,4	287,2	125,2	141,2	294,2
Garantizado renta variable	1.420,7	1.937,5	3.684,6	441,0	1.141,2	966,6	697,3	879,5
Fondos globales	1.270,9	2.175,2	3.752,9	738,7	766,5	836,4	939,5	1.210,5
De gestión pasiva	1.402,2	13.627,5	15.081,3	6.693,8	7.394,1	4.087,3	2.083,0	1.516,9
Retorno absoluto	1.031,0	1.885,0	3.884,4	589,5	958,7	872,3	937,7	1.115,7
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	63.744,4	66.982,7	100.188,5	20.845,9	24.786,4	22.161,4	22.735,9	30.504,8
Renta fija	38.767,8	36.371,6	52.205,8	10.072,8	12.585,6	12.265,9	11.449,0	15.905,3
Renta fija mixta	2.215,4	2.510,5	5.963,7	867,0	803,2	952,2	1.815,7	2.392,6
Renta variable mixta	973,1	1.139,9	2.423,5	441,0	407,0	534,8	506,7	975,0
Renta variable euro	1.421,2	2.352,5	4.517,1	696,7	966,3	882,9	1.075,8	1.592,1
Renta variable internacional	2.114,4	2.797,2	5.311,4	757,7	1.003,1	946,7	1.471,4	1.890,2
Garantizado renta fija	8.829,3	10.433,2	11.301,4	4.041,7	4.050,6	2.787,9	1.848,7	2.614,2
Garantizado renta variable	4.944,2	4.007,7	4.594,1	784,0	1.164,9	1.010,0	1.263,3	1.155,9
Fondos globales	1.278,4	1.327,8	1.570,6	450,0	352,8	301,9	362,9	553,0
De gestión pasiva	830,1	4.089,3	10.110,4	2.175,2	3.036,8	2.002,4	2.426,8	2.644,4
Retorno absoluto	2.370,4	1.952,8	2.190,5	559,6	416,0	476,7	515,5	782,3

<sup>1</sup> Datos estimados.

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

CUADRO 3.9

Millones de euros	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV
				IV	I			
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-14.597,3	24.086,2	35.794,5	8.808,9	10.082,0	10.766,6	8.666,6	6.279,3
Renta fija	-7.739,7	13.405,0	13.821,0	4.411,2	3.831,2	2.955,3	3.746,7	3.287,8
Renta fija mixta	-18,8	2.369,7	15.689,2	1.149,4	2.319,5	4.897,1	4.123,4	4.349,2
Renta variable mixta	35,8	2.673,3	6.842,3	1.340,6	1.216,3	1.441,5	2.350,5	1.834,0
Renta variable euro	-115,4	1.733,5	-338,3	1.025,9	-1.220,2	607,3	288,8	-14,2
Renta variable internacional	-425,3	865,9	2.715,6	434,9	2.605,7	389,7	-148,1	-131,7
Garantizado renta fija	-338,8	-6.717,5	-11.761,5	-4.318,7	-4.399,8	-2.796,8	-1.889,9	-2.675,0
Garantizado renta variable	-4.225,9	-2.689,1	-651,7	-491,2	149,1	-72,9	-491,0	-236,9
Fondos globales	-1.021,0	-176,7	2.110,3	40,2	400,7	554,9	563,3	591,4
De gestión pasiva	823,8	12.675,2	5.632,0	5.196,4	4.636,7	2.423,8	-299,1	-1.129,4
Retorno absoluto	-1.571,9	-53,2	1.735,6	20,0	542,8	366,7	422,0	404,1
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	6.289,3	8.566,5	6.260,3	2.703,1	2.757,7	2.456,0	806,6	240,0
Renta fija	1.459,6	990,0	1.451,7	266,9	492,0	403,8	354,0	201,9
Renta fija mixta	266,1	267,6	487,2	115,2	142,6	168,9	127,6	48,1
Renta variable mixta	238,2	459,3	415,5	188,5	119,8	152,8	75,4	67,5
Renta variable euro	558,8	1.629,1	107,0	585,5	340,4	241,4	-196,9	-277,9
Renta variable internacional	759,1	1.368,1	701,7	446,5	239,0	343,4	-126,8	246,1
Garantizado renta fija	1.727,4	1.754,3	697,3	295,3	448,1	187,4	92,0	-30,2
Garantizado renta variable	624,5	779,8	344,5	227,8	157,5	203,3	47,6	-63,9
Fondos globales	274,9	346,2	248,0	135,1	79,1	87,5	42,0	39,4
De gestión pasiva	196,8	861,0	1.704,8	393,0	700,3	627,8	381,3	-4,6
Retorno absoluto	184,1	111,1	102,7	49,4	38,9	39,8	10,4	13,6

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV
				IV	I			
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	6,03	7,37	4,84	2,05	1,97	1,68	0,71	0,39
Renta fija	4,33	2,96	3,20	0,70	1,06	0,86	0,76	0,49
Renta fija mixta	6,05	5,20	5,16	1,87	1,86	1,63	1,06	0,53
Renta variable mixta	9,20	11,84	6,46	3,72	2,09	2,24	1,09	0,90
Renta variable euro	12,84	28,36	4,00	7,93	5,32	3,54	-1,82	-2,86
Renta variable internacional	13,51	21,47	8,38	5,82	2,64	3,46	-0,52	2,59
Garantizado renta fija	5,30	5,80	3,52	1,09	1,81	0,95	0,63	0,09
Garantizado renta variable	5,26	7,34	4,08	2,05	1,60	1,94	0,71	-0,22
Fondos globales	7,80	9,86	6,07	3,51	2,01	1,99	1,01	0,93
De gestión pasiva	7,99	9,84	8,80	2,99	3,79	2,87	1,73	0,16
Retorno absoluto	4,93	3,61	3,11	1,39	1,07	1,02	0,49	0,50
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,94	0,98	0,98	0,25	0,24	0,24	0,25	0,25
Renta fija	0,66	0,68	0,70	0,16	0,17	0,17	0,18	0,18
Renta fija mixta	1,10	1,13	1,19	0,29	0,29	0,30	0,30	0,29
Renta variable mixta	1,51	1,51	1,42	0,36	0,36	0,36	0,35	0,35
Renta variable euro	1,77	1,85	1,80	0,47	0,47	0,44	0,44	0,43
Renta variable internacional	1,74	1,83	1,78	0,46	0,43	0,44	0,45	0,45
Garantizado renta fija	0,79	0,86	0,88	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
Garantizado renta variable	1,23	1,25	1,20	0,32	0,30	0,30	0,30	0,29
Fondos globales	1,01	1,32	1,20	0,36	0,32	0,30	0,29	0,29
De gestión pasiva	0,81	0,72	0,64	0,19	0,16	0,16	0,16	0,16
Retorno absoluto	1,03	1,13	1,07	0,29	0,28	0,27	0,26	0,27
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,10	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,09	0,12	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,11	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	5,50	6,50	3,67	1,85	1,71	1,41	0,43	0,08
Renta fija	3,54	2,28	2,41	0,54	0,89	0,67	0,55	0,28
Renta fija mixta	4,95	4,16	3,67	1,62	1,57	1,34	0,71	0,01
Renta variable mixta	7,83	10,85	4,70	3,52	1,69	1,89	0,77	0,28
Renta variable euro	12,31	28,06	2,09	7,99	5,01	3,04	-2,35	-3,38
Renta variable internacional	13,05	20,30	6,61	5,54	2,22	2,92	-0,91	2,27
Garantizado renta fija	4,85	4,96	2,54	0,89	1,56	0,71	0,39	-0,14
Garantizado renta variable	5,07	6,15	2,64	1,83	1,26	1,59	0,38	-0,60
Fondos globales	7,44	8,71	4,63	3,25	1,65	1,69	0,68	0,54
De gestión pasiva	7,10	8,88	7,74	2,58	3,45	2,64	1,49	-0,02
Retorno absoluto	3,84	2,46	1,98	1,04	0,82	0,75	0,18	0,22

**IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre**

CUADRO 3.12

	2012	2013	2014	2013	2014	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.047	2.427	2.415	2.415	2.513	2.631	2.627	2.605
Patrimonio (millones de euros)	728,1	918,6	1.036,7	1.036,7	1.172,4	1.261,5	1.353,0	1.366,0
Suscripciones (millones de euros)	201,1	347,6	401,7	97,0	134,5	125,1	196,4	88,2
Reembolsos (millones de euros)	92,5	212,7	414,3	95,7	44,1	58,5	89,6	73,6
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	108,6	134,8	-12,6	1,3	90,4	66,6	106,8	14,6
Rendimientos netos (millones euros)	-26,5	55,7	130,0	40,5	45,3	22,5	-15,3	-1,6
Rentabilidad (en %)	-2,56	7,17	16,48	5,41	4,21	1,97	-0,98	-0,15
Rendimientos de gestión (%) <sup>2</sup>	-1,88	8,00	17,22	4,64	5,02	2,53	-0,83	0,19
Gastos comisión de gestión (%) <sup>2</sup>	1,66	1,38	2,87	0,74	0,94	0,50	0,35	0,22
Gastos de financiación (%) <sup>2</sup>	0,06	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,13	0,11
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	3.805	3.338	3.022	3.022	2.994	2.972	2.737	2.743
Patrimonio (millones de euros)	573,0	540,0	350,3	350,3	352,1	354,0	367,5	355,7
Suscripciones (millones de euros)	10,6	23,6	4,9	0,4	1,5	1,5	4,0	-
Reembolsos (millones de euros)	120,1	74,3	215,2	76,3	2,0	4,5	5,9	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-109,6	-50,8	-210,3	-75,9	-0,5	-3,0	-1,9	-
Rendimientos netos (millones euros)	-12,3	17,6	20,6	7,9	2,3	4,9	15,5	-
Rentabilidad (en %)	-1,71	0,88	4,39	1,89	0,66	1,42	4,42	0,57
Rendimientos de gestión (%) <sup>3</sup>	-0,47	4,56	5,78	2,28	1	1,73	4,66	-
Gastos comisión de gestión (%) <sup>3</sup>	1,25	1,28	1,28	0,33	0,27	0,28	0,27	-
Gastos comisión de depósito (%) <sup>3</sup>	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2014. Rentabilidad calculada para el periodo septiembre-noviembre.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

**SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 3.13

	2012	2013	2014	2014	II	III	IV	2015
				I				I <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>3</sup></b>								
Fondos de inversión	2.205	2.043	1.949	2.049	2.012	1.973	1.949	1.939
Sociedades de inversión	2.922	2.975	3.164	3.000	3.053	3.119	3.164	3.177
IIC de IIC de inversión libre	24	22	18	21	20	20	18	18
IIC de inversión libre	35	29	35	27	28	31	35	35
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	4	6	6	6	4	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	10	7	10	9	9	7	8
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	124.040,4	156.680,1	198.718,8	169.513,6	182.735,8	192.199,6	198.718,8	204.379,8
Sociedades de inversión	23.011,0	26.830,1	30.613,8	28.007,0	29.395,0	30.149,9	30.613,8	31.665,8
IIC de IIC de inversión libre <sup>4</sup>	539,9	350,3	355,7	352,1	354,0	367,6	355,7	-
IIC de inversión libre <sup>4</sup>	881,4	1.036,6	1.324,6	1.138,4	1.221,1	1.312,0	1.324,6	-
Fondos de inversión inmobiliaria	4.201,5	3.682,6	419,8	3.614,7	3.525,8	3.495,1	419,8	418,1
Sociedades de inversión inmobiliaria	284,1	853,7	806,5	849,3	828,9	822,4	806,5	2.309,4

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: enero de 2015.

3 Información de registro de IIC.

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

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

CUADRO 3.14

	2012	2013	2014	2013		2014		
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	38.075,3	54.727,2	78.904,3	54.727,2	60.859,6	68.004,5	72.631,0	78.904,3
Fondos	6.271,5	8.523,2	11.166,0	8.523,2	9.151,9	9.613,9	10.344,7	11.166,0
Sociedades	31.803,8	46.204,0	67.738,3	46.204,0	51.707,6	58.390,6	62.286,3	67.738,3
<b>N.º DE INVERSORES</b>								
Total	819.485	1.067.708	1.317.674	1.067.708	1.037.958	1.263.915	1.233.232	1.317.674
Fondos	163.805	204.067	230.104	204.067	194.846	228.201	219.098	230.104
Sociedades	655.680	863.641	1.087.570	863.641	843.112	1.035.714	1.014.134	1.087.570
<b>N.º DE INSTITUCIONES</b>								
Total	754	782	805	782	796	802	810	805
Fondos	421	409	405	409	414	416	415	405
Sociedades	333	373	400	373	382	386	395	400
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	310	321	333	321	325	326	332	333
Francia	272	272	264	272	274	276	274	264
Irlanda	90	103	117	103	109	109	113	117
Alemania	31	32	33	32	32	33	33	33
Reino Unido	22	22	26	22	24	26	26	26
Holanda	1	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	24	25	24	24	24	24	25
Bélgica	3	4	4	4	4	4	4	4
Malta	1	1	0	1	1	1	1	0
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2012	2013	2014	2014				2015
				I	II	III	IV	I <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	6	6	3	6	6	6	3	3
Participes	25.218	5.750	4.021	4.798	4.090	4.093	4.021	4.027
Patrimonio (millones de euros)	4.201,5	3.682,6	419,8	3.614,7	3.525,8	3.495,1	419,8	418,1
Rentabilidad (%)	-5,53	-11,28	-5,87	-1,59	-2,31	-0,87	-1,23	-0,22
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	8	10	7	10	9	9	7	8
Accionistas	937	1.023	845	1.051	1.052	1.046	845	846
Patrimonio (millones de euros)	284,1	853,7	806,5	849,3	828,9	822,4	806,5	2.309,4

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

2 Datos disponibles: enero de 2015. En este caso, la rentabilidad es mensual.



