

2.1 Mercados de renta variable

Las cotizaciones en los mercados de renta variable españoles siguieron una trayectoria de descensos durante gran parte del año 2018, que se acentuaron durante el segundo semestre, de modo que el Ibex 35 cerró con pérdidas del 15%, que se extendieron a la mayoría de los sectores. En este contexto, la capitalización del mercado de renta variable disminuyó, pues el importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital fue el más bajo de los últimos años e insuficiente para compensar las caídas de precios de las acciones. Además, el comportamiento desfavorable de las bolsas limitó la salida a cotización de nuevas empresas en los mercados.

La actividad de negociación sobre valores españoles se mantuvo estable en 2018, observándose una recomposición entre la actividad en los mercados nacionales, a la baja tras la leve recuperación de 2017, y la de otros mercados regulados, sistemas multilaterales y centros de negociación competidores, que siguió aumentando. Esta evolución hizo que la cuota de mercado de estos últimos se situara cerca del 37% a finales de 2018, si se tiene en cuenta la negociación total (*lit* más *dark*)^{1, 2}.

2.1.1 Panorama general

Los mercados de renta variable españoles comenzaron 2018 con retrocesos significativos, prolongando la tendencia a la baja del segundo semestre de 2017, ante la perspectiva de que las primeras medidas de normalización de la política monetaria europea comenzarían a adoptarse en breve, siguiendo el camino marcado por la Reserva Federal³. Posteriormente, el anuncio de medidas proteccionistas por la Administración Trump, el incremento de los temores a una guerra comercial entre EE. UU. y China⁴ y el aumento de las incertidumbres de tipo político en Europa evitaron una recuperación sustancial de las cotizaciones. En este contexto, el Ibex 35 retrocedió un 4,4% en el primer trimestre y finalizó el segundo sin apenas cambios.

El débil comportamiento de los mercados en el primer semestre se agravó conforme avanzaba la segunda mitad del año, pues a las incertidumbres mencionadas anteriormente se unieron las tensiones entre el Gobierno italiano y la Unión Europea en relación con el presupuesto de la economía transalpina, los problemas de algunas economías emergentes en las que las compañías españolas tienen importantes

1 Ambos tipos de negociación (*lit* y *dark*) están sujetos a reglas de mercado pero sometidos a un régimen de transparencia diferente, que es menos exigente en la modalidad *dark*.

2 Si se tiene solo en cuenta la negociación *lit*, la cuota de mercado de los centros competidores es del 38%.

3 La Reserva Federal ha subido los tipos nueve veces de forma consecutiva desde el año 2015. Para un mayor detalle sobre las decisiones sobre política monetaria de los principales bancos centrales, véase el epígrafe 1.1.1.

4 La primera medida de la guerra comercial fue el establecimiento recíproco de una batería de aranceles entre EE. UU. y China.

intereses económicos y, a final de año, el temor a una ralentización económica mundial y las dudas en torno al *brex*it. El Ibex 35 retrocedió un 2,4% en el tercer trimestre y un 9% adicional en el cuarto, lo que elevó las pérdidas anuales hasta el 15%, en línea con el índice europeo Eurostoxx 50 y con otros índices de referencia europeos⁵ a excepción del alemán Dax 30, que presentó el peor comportamiento de todos ellos.

La volatilidad implícita del Ibex 35 se mantuvo en niveles reducidos durante la mayor parte del año, observándose repuntes transitorios ligados a distintos episodios de incertidumbre. Estos repuntes fueron similares a los de otros índices europeos e inferiores a los registrados por los índices estadounidenses. A finales de año, la volatilidad implícita se situaba en el 21,8%, algo por encima del registro de diciembre de 2017 (15,5%). Los promedios anuales no fueron muy diferentes: 15,1% en 2018 y 15,5% en 2017, y similares a los de la mayoría de los índices europeos con excepción del italiano, que registró una volatilidad superior⁶.

La capitalización de las bolsas retrocedió de modo destacado y se situó en 595.662 millones de euros, la cifra más baja de los últimos 5 años. Esta disminución se explica por el descenso de las cotizaciones —que alcanzó el 15%⁷, su peor comportamiento desde 2010—, el menor valor de las nuevas sociedades admitidas a cotización respecto al de las compañías excluidas y el descenso del importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital, que también fue el menor de los últimos 5 años.

Los volúmenes negociados en las bolsas españolas se recuperaron en el primer semestre del año y cayeron en el segundo, coincidiendo con el momento de mayor deslocalización de la contratación en beneficio de otros mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y centros de contratación competidores. En el conjunto del ejercicio, la negociación de renta variable en los mercados secundarios oficiales disminuyó un 8%, hasta situarse en torno a los 580.000 millones de euros, su volumen más bajo desde 2003. Las bolsas nacionales siguen manteniendo la mayor parte de la contratación de los valores españoles admitidos a cotización en ellas, pero volvieron a perder peso relativo en favor de sus competidores, que al cierre del año concentraban en torno al 40% de la negociación total, 6 puntos porcentuales (p.p.) más que en 2017⁸. Por tanto, se consolida la tendencia de fragmentación del mercado español, al situarse en un nivel similar al de los principales mercados de Europa, que ya habían anticipado este fenómeno.

Como es tradicional, los inversores no residentes continuaron desempeñando un papel muy destacado en el mercado de renta variable español, tanto en términos de contratación como de propiedad, que alcanzó un record histórico al cierre de 2017. De acuerdo con el *Informe de Mercado 2018* de BME, los inversores extranjeros representaron algo más del 80% de la contratación, manteniendo su carácter de pilar fundamental para la liquidez del mercado. Por su parte, las familias

5 En 2018, los índices europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 retrocedieron un 14,3%, 18,3%, 11,0% y 16,1%, respectivamente, mientras que los estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq lo hicieron un 5,6%, 6,2% y 3,9%, respectivamente. Por otra parte, los japoneses Nikkei 225 y Topix acumularon un rendimiento anual negativo del 12,1 y el 17,8%, respectivamente.

6 La volatilidad implícita media de los índices europeos Eurostoxx 50, Dax 30, Cac 40 y Mib 30 fue del 13,2%, el 14,9%, el 13,6% y el 19,4%, respectivamente, mientras que en los índices estadounidenses Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq fue del 14,5%, el 13,3% y el 18,5%, respectivamente.

7 El Ibex 35 retrocedió un 15 % en el año, lo mismo que el IGBM.

8 Incluye la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit y dark*).

españolas representan algo más del 20% de la propiedad de las acciones, cuyo valor alcanzaba 111.433 millones de euros en septiembre de 2018, un 14% menos que al cierre de 2017⁹.

El cuadro 2.1.1 permite comparar el tamaño de los principales mercados internacionales de renta variable mediante las ratios de capitalización y contratación respecto al PIB. En 2018, la ratio de capitalización respecto al PIB disminuyó para todos los mercados como consecuencia de las caídas de las cotizaciones en las principales bolsas internacionales en un contexto de expansión del PIB a nivel global, destacando los retrocesos de Canadá y China, donde la disminución fue más significativa. En EE. UU. y en Europa la caída fue más moderada, como reflejo del comportamiento más discreto y estable de estos mercados. En el caso de la contratación, se observó una heterogeneidad mayor, con aumentos en EE. UU. y, en menor medida, Canadá y Japón, estabilidad en los mercados regulados europeos y retroceso en China. Como ya sucediese en 2017, la evolución de la contratación en los mercados regulados europeos estuvo condicionada por el impacto de la competencia de otros mercados regulados, SMN y centros de negociación competidores, así como por el mantenimiento de la volatilidad en niveles reducidos, lo que desincentivó la negociación algorítmica y de alta frecuencia (HFT). En el caso español, el descenso de la ratio fue más acusado que en otros mercados europeos, afectado por la pérdida de cuota de mercado en beneficio de sus competidores.

Capitalización y contratación bursátil en mercados regulados nacionales en relación con el PIB nominal

CUADRO 2.1.1

%

	Capitalización ¹		Contratación	
	2017	2018	2017	2018
EE. UU. ²	162,7	148,5	131,1	176,2
Canadá	173,7	148,8	94,4	106,0
China ³	100,2	75,4	147,2	114,5
Japón	127,7	106,6	118,6	126,9
Bolsa de Londres ⁴	128,8	107,8	65,7	68,9
Euronext ⁵	100,3	86,4	46,7	49,4
Alemania	57,8	45,3	39,8	45,4
Italia ⁴	37,3	30,9	36,6	35,7
España	60,2	49,3	55,8	49,0

Fuente: World Federation of Exchanges; Eurostat; Gobiernos de EE. UU., Canadá, China, Reino Unido y Japón; Datastream y CNMV. (1) En moneda local, los datos de capitalización corresponden a la última sesión hábil del año. (2) El numerador es la suma de NYSE Euronext US y Nasdaq. (3) Incluye los datos de las bolsas de Hong Kong, Shanghái y Shenzhen, así como el PIB de la República Popular China y Hong Kong. (4) Aunque Bolsa Italiana se integró en 2010, aquí se facilitan por separado los porcentajes de capitalización y contratación sobre el PIB que corresponden a cada país. (5) El denominador es la suma de los PIB nominales de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

2.1.2 Sociedades cotizadas y capitalización

Las bolsas españolas finalizaron 2018 con 148 sociedades admitidas a cotización, dos menos que al final de 2017¹⁰. Se incorporaron cinco compañías al mercado continuo, todas ellas de nueva admisión: una inmobiliaria (Metrovacesa)¹¹, una SOCIMI (Arima Real Estate), una compañía energética (Solarpack), una minera (Berkeley Energía) y una de restauración (Amrest Holding). Por otro lado, se registraron siete exclusiones, seis del mercado continuo y una de corros¹². Entre las sociedades excluidas del mercado continuo, cuatro lo hicieron tras la liquidación de las correspondientes ofertas públicas de adquisición (Abertis, Saeta Yield, Funespaña y Sotogrande), otra como consecuencia de una fusión por absorción (Axiare Patrimonio, SOCIMI, que fue absorbida por Inmobiliaria Colonial, SOCIMI) y una más por acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV (Reyal Urbis, que encontraba en liquidación tras un procedimiento concursal). Asimismo, Ronsa, S.A. fue excluida del mercado de corros de la Bolsa de Bilbao.

Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas¹

CUADRO 2.1.2

	Total bolsas	Mercado continuo			Corros	Segundo Mercado
		Total	Nacional	Extranjeras		
Admitidas a 31/12/17	150	134	127	7	12	4
Admitidas a 31/12/18	148	133	125	8	11	4
Altas en 2018	5	5	4	1	0	0
Nuevas admisiones	5	5	4	1	0	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0
Bajas en 2018	7	6	6	0	1	0
Exclusiones	6	5	5	0	1	0
Exclusiones por fusión	1	1	1	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0
Variación neta en 2018	-2	-1	-2	1	-1	0

Fuente: CNMV. (1) En los totales no se incluyen MAB, Latibex ni ETF.

La capitalización de las bolsas retrocedió algo más de un 15% en 2018, hasta alcanzar un valor de 592.662 millones de euros, su valor más bajo en los últimos 5 años. Este retroceso vino motivado fundamentalmente por la caída del valor de las compañías¹³, pero también afectó el hecho de que el valor de las compañías excluidas de la bolsa fuera mayor que el de las nuevas sociedades incorporadas a cotización y de que el importe de los recursos captados mediante ampliaciones de capital fuera el menor de los últimos cinco años.

10 El total se refiere a los mercados oficiales de renta variable. No se incluye a las sociedades cotizadas en Latibex o en el MAB, que son sistemas multilaterales de negociación.

11 Metrovacesa volvió al mercado en febrero de 2018, tras dejar de cotizar en enero de 2013 debido a una opa de exclusión.

12 Para mayor detalle en torno a las altas y bajas de sociedades cotizadas, véase anexo I.3.

13 Los índices más representativos de los mercados españoles, el Ibex 35 y el IGMB, retrocedieron en 2018 un 15%.

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/ 17
Total bolsas	626.700,2	630.995,3	701.029,6	592.662,6	-15,5
Mercado continuo	625.639,3	629.589,7	699.691,2	591.166,2	-15,5
Nacionales	624.640,4	628.080,6	697.909,0	590.057,8	-15,5
Extranjeras ²	998,9	1.509,1	1.782,3	1.108,4	-37,8
Corros ³	1.040,3	1.291,6	1.288,5	1.459,1	13,2
Madrid	296,9	289,9	165,9	219,4	32,3
Barcelona	887,7	1.136,6	1.134,3	1.318,4	16,2
Bilbao	943,3	54,0	54,0	56,5	4,5
Valencia	150,1	349,2	211,3	257,0	21,6
Segundo Mercado	20,6	114,1	49,9	37,4	-25,2

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF. (2) La capitalización de las empresas extranjeras cotizadas en las bolsas españolas se ha obtenido teniendo en cuenta el número de títulos que figura en Iberclear. (3) La capitalización de las empresas negociadas en corros en más de un mercado está incluida en el total de cada uno de los mercados, con su precio correspondiente, pero solo una vez en el total para todos los mercados.

El comportamiento de la cotización de los sectores representados en la bolsa española fue desfavorable en la mayoría de los casos, aunque los retrocesos no fueron homogéneos por sectores ni tampoco por valores. Las mayores caídas correspondieron a los bancos, a las compañías de los sectores del transporte y las comunicaciones, y a las empresas del sector textil, la minería y las metálicas básicas. La repercusión de estos retrocesos en el índice general depende de forma notable de las ponderaciones de estos sectores, que en el caso español presentan diferencias significativas, destacando el sector financiero (véanse cuadro 2.1.4 y anexos I.5 y I.7). Los mayores descensos en términos de capitalización correspondieron a los bancos y, en menor medida, a las compañías del sector del transporte y las comunicaciones, que tras la liquidación de la oferta pública de adquisición sobre Abertis perdió a uno de sus principales miembros, lo que unido a la caída de las cotizaciones bursátiles, redujo de forma apreciable la capitalización de este sector. También destacó la evolución negativa, por segundo año consecutivo, de la principal compañía del sector textil al acusar las dudas acerca de su modelo de negocio, en un contexto de rápida expansión de los competidores en el comercio electrónico.

Las alzas, que en promedio fueron de una cuantía inferior a las caídas, se concentraron en las compañías del sector energético (eléctricas), que a su vez fue el sector que experimentó un mayor incremento de capitalización. Además, también aumentó la capitalización de los sectores de la alimentación y las inmobiliarias, como consecuencia de la incorporación de sendas compañías de tamaño medio a cada uno ellos: una nueva compañía de restauración en el primer caso y una inmobiliaria en el segundo.

La concentración en el mercado siguió siendo elevada en términos de capitalización, aunque se observó algo más de dispersión que en el ejercicio anterior. Como consecuencia de esta mayor dispersión, en 2018 un total de 7 valores concentraron en torno a la mitad de la capitalización del mercado, frente a los 6 que eran necesarios en el ejercicio anterior, si bien volvió a repetirse el número de valores necesarios para alcanzar el 75% de esta —17 valores del Ibex 35—. Asimismo, como ha sucedido en los últimos ejercicios, el peso en la capitalización total de la bolsa española de los

5 valores españoles incluidos en el índice Eurostoxx 50 ha seguido reduciéndose hasta situarse en el 42%, su valor más bajo de los últimos años (44%, 47% y 55% en 2017, 2016 y 2015, respectivamente), lo que refleja el mayor crecimiento de las compañías de tamaño medio, frente a las grandes compañías tradicionales y los principales bancos.

Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores¹

CUADRO 2.1.4

Importes en millones de euros

Sector	2017	2018	2017	2018	% var. 18/17
Petróleo	1	1	22.521,5	21.505,7	-4,5
Energía	9	9	95.910,3	105.712,9	10,2
Minería y metálicas básicas	7	8	7.677,4	5.891,8	-23,3
Cementos y mat. construcción	3	3	3.157,7	3.060,5	-3,1
Químicas y farmacéuticas	8	8	19.362,0	18.774,1	-3,0
Textil y papeleras	10	10	94.443,0	73.879,3	-21,8
Metalmecánica	15	15	13.402,8	11.213,2	-16,3
Alimentación	13	14	7.353,5	8.708,8	18,4
Construcción	9	8	35.730,5	33.827,2	-5,3
Inmobiliarias y SOCIMI	20	19	16.023,6	17.197,6	7,3
Transportes y comunicaciones	8	7	111.801,3	83.934,6	-24,9
Otros no financieros	30	29	66.976,4	57.173,8	-14,6
Total sector no financiero	133	131	494.359,9	440.879,5	-10,8
Bancos	10	10	190.682,5	137.697,9	-27,8
Seguros	2	2	12.679,8	11.056,6	-12,8
Sociedades de cartera	5	5	3.307,4	3.028,7	-8,4
Total sector financiero	17	17	206.669,8	151.783,2	-26,6
Total	150	148	701.029,6	592.662,6	-15,5

Fuente: CNMV. (1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

2.1.3 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta (OPV)

Las ampliaciones de capital realizadas durante 2018 fueron 80, 4 menos que en el ejercicio anterior, correspondientes a un total de 45 sociedades cotizadas en las bolsas españolas, el mismo número que en 2016 y 2017 (véanse anexos I.1 y I.2 para un mayor detalle). El descenso del número de operaciones de este tipo vino acompañado de una caída significativa de los recursos captados, que alcanzaron poco más de un tercio de los obtenidos en el año anterior, hasta situarse en 11.329 millones de euros.

El 65% del importe de las ampliaciones de capital registradas correspondió a operaciones con captación de recursos, frente al 87% del año anterior, mientras que el 35% restante correspondió a ampliaciones liberadas. El valor de las ampliaciones de capital con captación de recursos disminuyó significativamente, al pasar de los 25.786 millones de euros en 2017 a algo menos de 7.400 millones de euros en 2018. Este descenso tuvo su origen en las menores necesidades del sector financiero, que ha incrementado su base de capital y reforzado sus balances de modo

sostenido durante los últimos años, así como en la conclusión de la reestructuración de capital de las grandes compañías industriales que ha tenido lugar en los últimos ejercicios.

Dentro de las ampliaciones de capital con captación de recursos destacaron por su cuantía, al igual que sucedió en 2017, las de contrapartida no monetaria, aunque su importe disminuyó de modo significativo respecto al año anterior. Por el contrario, las colocaciones aceleradas crecieron hasta alcanzar casi 2.000 millones de euros (822 millones en 2017), destacando la colocación de Amrest Holding por un importe de 1.910 millones de euros, que a su vez se incorporó al mercado continuo bajo la modalidad de *listing*. El volumen del resto de las operaciones con captación efectiva de recursos fue reducido: incluso las operaciones tradicionales con derecho de suscripción preferente apenas alcanzaron 900 millones de euros, el volumen más bajo de los últimos ejercicios.

Dentro de las ampliaciones de capital liberadas, 15 estuvieron asociadas a operaciones de dividendo elección (*scrip dividend*) —es decir, 2 más que en el ejercicio anterior— y su importe experimentó un leve aumento (3,5%) después de 3 años de caídas consecutivas (véase cuadro 2.1.5). Este ligero incremento, tanto en número de operaciones como en volumen, podría suponer un cambio de tendencia en la política de dividendos seguida por algunas compañías en los últimos años, en los que habían optado por cancelar este formato o reducir su cuantía en beneficio de la política tradicional de remuneración en efectivo. Ante un escenario de menores perspectivas de crecimiento, es posible que las compañías estén optando por reducir de nuevo la remuneración en efectivo en beneficio del pago en acciones con el objetivo de retener en el balance mayores recursos financieros de cara al futuro.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.1.5

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Ampliaciones de capital con captación de recursos	19.106,1	13.846,7	25.786,2	7.389,8	-71,3
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	888,4	-88,7
Sin derecho de suscripción preferente (OPS) ²	0,0	807,6	956,2	200,1	-79,1
Colocaciones aceleradas	8.092,3	0,0	821,8	1.999,1	143,3
Ampliación contrapartida no monetaria ³	365,2	1.791,7	8.469,3	2.999,7	-64,6
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	388,7	-76,4
Otras	847,4	2.390,2	6.058,8	913,8	-84,9
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	3.939,7	3,5
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	3.915,2	2,8
Total ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	11.329,5	-61,7
Ofertas públicas de venta (OPV)	8.331,6	500,6	2.944,5	733,7	-75,1

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex. (2) Ofertas públicas de suscripción. (3) Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

A pesar de la evolución positiva de la economía y el interés de varias compañías por salir a cotizar a lo largo del año, el mal comportamiento de los mercados de valores provocó la cancelación o el retraso de estos planes. Entre ellas destaca la cancelación de la operación de la segunda compañía petrolera del país (Cepsa), cuyo folleto llegó

a ser registrado en la CNMV. Las ofertas públicas de valores (OPV) se redujeron a una única operación de una compañía inmobiliaria (Metrovacesa), por un importe algo superior a los 700 millones de euros, apenas la cuarta parte de los casi 3.000 millones de euros captados en las 7 OPV que se produjeron en 2017. La única oferta de 2018 tuvo lugar en el mercado continuo, donde además se produjeron las salidas a bolsa mediante oferta pública de suscripción de valores (OPS) de una SOCIMI y una compañía energética.

2.1.4 Negociación

Negociación al contado

La contratación de valores españoles admitidos a negociación en las bolsas españolas apenas presentó cambios en 2018, al situarse en 931.019 millones de euros (933.416 millones en 2017). La negociación de esos valores ha mostrado una tendencia descendente desde hace varios años, que se vio interrumpida transitoriamente en 2017, pero que se reanudó en 2018. Por otra parte, la negociación que se realiza en los mercados españoles continuó descendiendo. Esta tendencia se originó a partir de la implantación de la Directiva MiFID I¹⁴ y ha seguido consolidándose con la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR¹⁵. Esta normativa, que permite la negociación de valores en centros de negociación distintos a los mercados regulados de origen, ha dado lugar a un proceso de fragmentación caracterizado por el desplazamiento de parte de la negociación de valores a estos centros competidores¹⁶. La fragmentación se inició de forma más temprana en otros países europeos y, aunque España se unió a esta tendencia con posterioridad, las cuotas de mercado de los mercados competidores en la negociación de valores españoles ya se sitúa en niveles similares a los de otros países europeos.

Como se ha comentado anteriormente, la negociación de valores en las bolsas españolas experimentó una leve recuperación en 2017 que se mantuvo en los primeros meses de 2018. Esta tendencia se revirtió en la segunda mitad del año, como consecuencia de la intensificación de la competencia de otros centros de negociación. Así, en el conjunto del ejercicio el importe negociado en las bolsas españolas retrocedió un 8,5%, hasta situarse en 579.810 millones de euros. Este importe sigue representando la mayor parte de la negociación y, en términos relativos, se correspondía con algo más del 62% del total (frente al 68% en 2017 y al 72% en 2016).

En paralelo, el importe negociado por los centros de negociación competidores de BME creció un 17,2%, hasta superar los 350.797 millones de euros en 2018 (véase cuadro 2.1.6). Su cuota de mercado se situaba cerca del 40% de la negociación total de los valores españoles¹⁷, un porcentaje que prácticamente se ha doblado en apenas tres años. El aumento de la negociación en estos centros se produjo incluso en un entorno de baja

14 La Directiva MiFID I entró en vigor en 2007 y permitió la contratación de valores en mercados regulados y SMN europeos distintos de los mercados regulados de origen.

15 Se implantaron en 2017.

16 Este proceso de deslocalización de los mercados regulados tradicionales en beneficio de otros centros de contratación competidores se ha extendido a lo largo de Europa, afectando cada vez a un mayor número de mercados, incluidos los de menor tamaño. Una de las principales compañías operadoras de centros de contratación, Cboe Global Markets (Cboe), desarrolla esta actividad en un total de 15 mercados europeos, incluidos mercados de menor tamaño como Helsinki o Copenhague.

17 Cálculo realizado sobre la negociación sujeta a reglas de mercado (*lit* y *dark*).

volatilidad que no favorece algunas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia¹⁸, que tradicionalmente se ejecutan en mayor medida en ellos.

Entre los centros de negociación competidores, volvió a destacar el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes diferentes, Chi-X y BATS—, cuya contratación agregada creció hasta superar los 278.000 millones de euros, lo que representa casi el 80% de la cuota de mercado de estos centros de negociación alternativos y el 30% del total negociado sobre los valores españoles de renta variable admitidos a negociación en los mercados oficiales españoles. Cboe se consolida así como el principal competidor de BME, puesto que contrata casi el 50% del volumen negociado por este último, frente a poco más del 30% en el año 2017. Asimismo, Cboe ha cambiado la composición de la contratación entre sus dos libros de órdenes, de manera que el peso de Chi-X ha ido retrocediendo en beneficio de BATS, cuya contratación se ha multiplicado casi por cuatro en los últimos tres ejercicios. El resto de los competidores ha ido perdiendo peso paulatinamente, siendo significativo únicamente Turquoise, cuya cuota de mercado representa poco más del 12% de la negociación de los competidores de BME.

Efectivo negociado en renta variable española admitida a cotización en las bolsas españolas¹ CUADRO 2.1.6

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Total	1.002.992,8	1.162.979,7	878.329,9	933.416,3	931.019,3	-0,26
Admitida en SIBE	1.002.095,8	1.161.222,9	877.408,4	932.763,1	930.607,1	-0,23
BME	849.934,5	925.978,7	634.914,5	633.385,7	579.810,4	-8,46
Chi-X	95.973,0	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	-9,36
Turquoise	28.497,5	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.883,4	-4,11
BATS	18.671,0	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	127,41
Otros ²	9.019,8	13.566,2	29.182,9	61.346,5	29.552,2	-51,83
Corros	92,5	246,1	7,9	8,1	8,2	1,50
Segundo Mercado	0,7	13,8	3,2	0,7	0,8	8,56
ETF³	803,9	1.496,8	910,4	644,5	403,2	-37,44

Fuente: Bloomberg y CNMV. (1) Incluye la negociación sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*) de instrumentos de renta variable admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales españoles e identificados mediante un ISIN emitido en España; no se incluyen, por tanto, los valores extranjeros admitidos a negociación en estos mercados, cuyo ISIN no está emitido en España. (2) Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados y SMN, así como la contratación OTC. (3) Únicamente ETF con ISIN español.

En los principales mercados regulados europeos considerados en su conjunto¹⁹ la fragmentación de la negociación en 2018 fue muy similar al caso español, aunque en alguno de ellos se produjo una pequeña reversión de esta tendencia y mostraron una cierta recuperación de la cuota del mercado regulado hasta niveles superiores al 60%. En términos agregados, en torno al 40% de la negociación de la renta variable europea se mantiene fuera del mercado regulado de origen. Por otro lado, a pesar de que uno de

18 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

19 Incluidas las principales bolsas de la zona del euro y el mercado de valores de Londres.

los objetivos básicos del marco regulador establecido por la Directiva MiFID II y el Reglamento MiFIR era incrementar los niveles de transparencia en el mercado y re-conducir la negociación OTC hacia entornos regulados, la negociación reportada (incluida la internalización sistemática) habría descendido de forma muy leve, hasta situarse por debajo del 40% de la negociación total, lo que pone de manifiesto las reticencias de los operadores a incrementar la transparencia de sus operaciones y reorientar la negociación OTC hacia entornos sujetos a mayor transparencia.

Contratación en los mercados oficiales operados por BME

La contratación de renta variable en los mercados operados por BME se concentró en el SIBE (véase cuadro 2.1.7) —conocido como mercado continuo—, con una reducción de la contratación en el mercado de corros y en el segundo mercado hasta valores testimoniales. Por su parte, la contratación agregada de los dos SMN operados por BME —MAB y Latibex— apenas alcanzó el 1% de lo negociado en el SIBE. Así, el importe negociado en el SIBE retrocedió un 9%, hasta situarse en algo más de 586.000 millones²⁰, a la vez que el número de operaciones disminuyó un 13,2%, hasta algo más de 44 millones. El número de operaciones acumula 4 años consecutivos de descensos y es consecuencia tanto de la mayor competencia de otros centros de negociación como del descenso de la volatilidad en el mercado, que desincentiva la actividad y el número de operaciones de alta frecuencia. A pesar de la caída del número de operaciones totales, el descenso del número de operaciones de alta frecuencia favoreció que el efectivo medio por operación aumentase hasta 13.284 euros, un 4% más que en el ejercicio anterior, con 2 años consecutivos de alzas²¹.

Contratación de renta variable en los mercados operados por BME

CUADRO 2.1.7

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Total	957.990,7	652.226,2	649.883,3	590.852,6	-9,1
 Mercados oficiales	951.290,3	647.003,2	644.766,7	586.364,1	-9,1
SIBE	951.030,4	646.992,6	644.757,8	586.355,1	-9,1
del que ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	-32,2
Corros	246,1	7,5	8,1	8,2	0,9
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	-57,4
Bilbao	7,5	0,0	0,1	0,0	-24,3
Barcelona	219,1	4,2	6,3	7,4	17,4
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	21,0
Segundo Mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	8,6
MAB	6.441,7	5.066,2	4.985,8	4.336,9	-13,0
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	15,9

Fuente: CNMV.

20 En esta cifra se incluye la contratación de fondos de inversión cotizados (ETF, por sus siglas en inglés), que ascendió a 3.027 millones.

21 La negociación algorítmica se caracteriza por un número elevado de órdenes habitualmente de pequeño volumen, lo que conlleva una reducción del tamaño medio de las operaciones.

Por su parte, el número de órdenes retrocedió un 3,1% respecto a 2017, hasta situarse en 409,7 millones, su valor más bajo desde 2014²². La ratio órdenes/operaciones aumentó hasta 9,26 veces (8,3 en 2017), pero a su vez también lo hizo el importe contratado por operación; esto confirma el descenso de la negociación algorítmica y la de alta frecuencia porque muchas órdenes no llegaron a ejecutarse o se cancelaron como consecuencia del escenario de baja volatilidad en los mercados²³.

En cuanto a las modalidades de contratación en el mercado continuo, el cuadro 2.1.8 refleja el descenso de la negociación de todas las modalidades «en sesión», con caídas superiores al 10% en las dos más importantes: los importes contratados mediante órdenes (52% del total) y los contratados en bloques (35%). En términos de volumen contratado, la operativa de órdenes disminuyó cerca de 36.000 millones de euros, mientras que la de bloques lo hizo en casi 28.000 millones. Sobre esta última modalidad (bloques), los mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y centros de negociación competidores de BME concentran gran parte de su contratación. Por otra parte, el volumen atribuido a otras modalidades de contratación creció un 53% gracias al elevado volumen de negociación correspondiente a la liquidación de la opa sobre Abertis.

Contratación en BME según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.1.8

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
En sesión	831.962,6	903.397,2	618.600,9	619.108,6	552.716,8	-10,7
Órdenes	453.294,9	475.210,0	350.783,5	335.917,3	300.107,8	-10,7
Aplicaciones	73.056,8	96.187,7	68.631,6	51.316,0	48.644,1	-5,2
Bloques	305.610,8	331.999,5	199.185,8	231.875,3	203.965,0	-12,0
Fuera de hora	7.568,9	3.137,9	2.196,1	2.373,8	1.667,3	-29,8
Otras modalidades	24.912,5	31.861,5	20.150,4	18.811,3	28.833,5	53,3

Fuente: CNMV. (1) No incluye datos para Latibex, MAB ni ETF.

La contratación bursátil se mantuvo concentrada en un número pequeño de valores. En 2018 fueron necesarios 6 y 14 valores para acumular el 50% y el 75%, respectivamente, del importe efectivo contratado en el SIBE (5 y 16 valores en 2017). Los valores más contratados fueron los mismos que en los dos últimos ejercicios —Banco Santander, BBVA, Telefónica, Inditex e Iberdrola—, todos ellos componentes tanto del índice español Ibex 35 como del europeo EuroStoxx 50 (véanse anexos I.6 y I.8 para un mayor detalle sobre la contratación y su distribución).

Posiciones cortas

La información recibida por la CNMV sobre las ventas de valores en corto muestra que su posición agregada aumentó ligeramente durante 2018, hasta situarse al cierre del año en el 0,84% de la capitalización total de los valores del mercado continuo, por

22 En 2015, 2016 y 2017 alcanzaron 645, 611 y 422 millones de órdenes, respectivamente.

23 La negociación de alta frecuencia se caracteriza por un número muy elevado de operaciones de compra-venta de valores con una vida media muy corta (inferior a una sesión) con el objetivo de obtener beneficio de pequeñas variaciones en los precios de un valor. Este tipo de negociación se ve favorecida por escenarios de mayor volatilidad en los mercados.

encima del 0,7% de 2017. A finales del año, 5 y 12 valores presentaban unas posiciones cortas del 5% y el 2% de su capitalización individual, respectivamente, frente a los 5 y 16 valores que se encontraban en la misma situación en 2017. Entre las mayores posiciones cortas por valores individuales se mantenían tres compañías de los sectores de la distribución, las telecomunicaciones y la ingeniería, que ya encabezaban esta lista el ejercicio anterior. Asimismo, destacaban las posiciones cortas en otros valores de los sectores de la construcción, las inmobiliarias, los medios de comunicación y la banca.

Posiciones cortas

CUADRO 2.1.9

	% posiciones cortas s/capitalización ¹	N.º sociedades con posiciones cortas > 2% ²	N.º sociedades con posiciones cortas > 5% ²
2014	0,57	14	2
2015	0,86	20	7
2016	0,97	18	6
2017	0,70	16	5
2018	0,84	12	5

Fuente: CNMV. (1) El dato de posiciones cortas netas agregadas incluye la suma, al cierre de cada uno de los años de referencia, de las posiciones individuales declaradas (iguales o superiores al 0,5%) más el total de las posiciones iguales o superiores al 0,2% e inferiores al 0,5% para todos los valores incluidos en el SIBE. (2) Número de sociedades cuyas posiciones cortas netas agregadas al cierre de cada uno de los ejercicios eran superiores al 2% y 5%, respectivamente, de su capital (incluye la suma de las posiciones individuales declaradas—iguales o superiores al 0,5%— más el total de las posiciones iguales o superiores al 0,2% e inferiores al 0,5%).

La información recogida en esta sección sobre posiciones cortas agregadas procede de las comunicaciones efectuadas en cumplimiento de las reglas contenidas en el Reglamento 236/2012 y sus reglamentos delegados, que obligan a reportar las posiciones cortas en la medida que supongan al menos el 0,2% del capital social y que, por tanto, no incluyen las posiciones cortas que representan porcentajes inferiores.

La CNMV decidió dejar de publicar a partir de 2019 la información de posiciones cortas por valor y aplicar el mismo criterio que el resto de los reguladores europeos por diferentes razones. Por una parte, dicha publicación periódica era una particularidad del mercado español, lo cual confería un grado de asimetría con respecto a otros valores europeos objeto de supervisión por parte de las restantes autoridades competentes. Por otra parte, el hecho de que la normativa europea vigente sobre posiciones cortas obligue a aplicar los mismos umbrales porcentuales para su reporte, independientemente de la capitalización de la empresa, hace que la información de las posiciones cortas sobre empresas de baja capitalización pueda interpretarse indebidamente y dar lugar a una percepción de acumulación mayor de dichas posiciones respecto de las que corresponden a compañías de mayor tamaño, con la consiguiente generación de señales distorsionadas al mercado. Después de analizar la cuestión y de realizar el correspondiente proceso de consultas con el sector, la CNMV decidió dejar de publicar dichas posiciones quincenalmente.

2.1.5 Ofertas públicas de adquisición de valores (opas)

En 2018 se autorizaron 6 ofertas públicas de adquisición de valores con un importe potencial de 23.842 millones de euros (25.298 millones, si se suman las adquisiciones acordadas previamente), muy superior al registrado en años anteriores y el valor más alto de los últimos ejercicios (véase cuadro 2.1.10). La relación de las opas autorizadas durante el pasado año puede consultarse en el anexo I.9.

Por volumen, la mayor operación fue la oferta voluntaria de Hochtief AG sobre Abertis Infraestructuras, S.A. por un valor de 18.183 millones de euros, que representó más del 75% del importe total. Esta oferta compitió con la formulada inicialmente por Atlantia SpA, que había sido autorizada el año anterior. El proceso concluyó en 2018 con un acuerdo entre ambos oferentes.

Las otras operaciones consistieron en una oferta de exclusión de Funespaña, S.A. formulada por su accionista de control, Mapfre; una oferta obligatoria sobre NH Hotel Group, al adquirir el grupo tailandés Minor una participación superior al 30%; y otras tres ofertas de tipo voluntario para tomar el control y proceder posteriormente a promover la exclusión de las acciones por parte de Terp Spanish Holdco, S.L.U. sobre Saeta Yield, S.A., Alzette Investment, S.à R.L. sobre Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A., y DS Smith, Plc sobre Papeles y Cartones de Europa, S.A. (Europac).

Todas las ofertas se realizaron con pago en efectivo al precio definido como equitativo por la normativa aplicable y en todas, excepto la de NH Hotel Group, se justificó el precio mediante un informe de valoración. Asimismo, las cuatro ofertas voluntarias se formularon sujetas a determinadas condiciones admisibles en este tipo de operaciones, que se cumplieron en todos los casos.

Los resultados obtenidos en las ofertas de Saeta y Europac permitieron la realización de sendas operaciones de venta forzosa de la totalidad de los accionistas, al recibir ambas una aceptación igual o superior al 90% de las acciones comprendidas en las respectivas ofertas y alcanzar los oferentes el 90% o más del capital, lo que supuso la exclusión bursátil de las acciones.

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.1.10

Importes en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
Autorizadas¹					
Número	7	9	5	5	6
Importe potencial	478	5.049	1.682	18.183	23.842
Importe potencial más acuerdos previos de adquisición ²	644	7.360	1.743	19.902	25.298
Realizadas³					
Número	7	8	5	4	6
Importe	216	4.394	853	1.309	19.582
Importe más acuerdos previos de adquisición ²	382	6.705	914	1.502	21.038

Fuente: CNMV. (1) Autorizadas en el ejercicio. (2) Importe potencial de las opas más volumen efectivo de las adquisiciones acordadas previamente en la operación. (3) Todas las autorizadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento. No se incluyen los importes por operaciones de compraventa forzosa.

2.1.6 Sistemas multilaterales de negociación de renta variable

Latibex

Los valores negociados en Latibex mostraron un comportamiento positivo la mayor parte de los trimestres del año, en un contexto de elevada volatilidad de los tipos de

cambio, pero de mantenimiento de los precios de las materias primas²⁴ y de precios del petróleo²⁵ relativamente elevados. Las economías latinoamericanas se vieron inmersas en un proceso de ralentización del crecimiento —en el que destacaron las dificultades de la economía argentina— pero en el segundo semestre mejoraron las expectativas, sobre todo para la economía brasileña²⁶. Esto último permitió un avance significativo de las cotizaciones en esos meses, pues las compañías brasileñas están ampliamente representadas en este mercado. Como ocurrió en el ejercicio anterior, la cotización de los índices Latibex estuvo lastrada por la depreciación del real brasileño, que se vio parcialmente compensada por la leve revalorización del peso mexicano²⁷. En este contexto, los dos índices representativos de valores latinoamericanos incluidos en este SMN —FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top— registraron ganancias del 10,3% y 14,8% en 2018, respectivamente, frente al 9% y 7,3% que avanzaron en 2017.

Cabe señalar que los valores negociados en Latibex²⁸ representan una parte muy reducida del número total de acciones admitidas a negociación para las distintas compañías en sus principales mercados de negociación en Latinoamérica. De hecho, el valor de mercado de las acciones admitidas a negociación en este SMN —que retrocedió un 4,5%, hasta alcanzar los 233,3 millones de euros— representa menos del 0,1% de la capitalización de las empresas allí negociadas. Como en ejercicios anteriores, la mayoría del saldo registrado en Iberclear correspondió a empresas brasileñas, aunque su peso se ha reducido hasta el 70% en beneficio de las compañías mexicanas, cuya importancia ha crecido hasta el 29%. El número total de empresas negociadas en este mercado fue de 19, una menos que el ejercicio anterior.

Al contrario de lo que sucedió con el valor de mercado de las compañías negociadas en Latibex, la contratación efectiva de estas creció un 15,8%, hasta alcanzar los 151,6 millones de euros, de los que casi el 65% correspondió a empresas brasileñas y el 35%, a compañías mexicanas. La contratación de valores de empresas peruanas alcanzó volúmenes testimoniales y apenas hubo operaciones sobre empresas argentinas.

Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 2.1.11

Importes en millones de euros

País	N.º de empresas		Valores negociables a precio de mercado ¹			Contratación		
	2017	2018	2017	2018	% var. 18/17	2017	2018	% var. 18/17
Argentina	2	2	4,2	2,4	-43,4	0,2	0,0	-84,3
Brasil	10	10	194,2	155,4	-20,0	108,3	98,2	-9,3
México	7	6	34,9	64,8	86,0	0,0	53,1	142,4
Perú	1	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-35,2
Total	20	19	233,3	222,7	-4,5	130,8	151,6	15,8

Fuente: CNMV. (1) Valores depositados en Iberclear.

24 El índice CRB de precios de materias primas industriales en euros disminuyó un 2% en 2018 (-8,5% en 2017).

25 Los precios del petróleo aumentaron desde un promedio de 54,75 dólares por barril en 2017 a 71,67 dólares en 2018.

26 El FMI espera que su crecimiento alcance el 1,3% en 2018 (1,1% en 2017), pero ha mejorado sus perspectivas hasta el 2,5% en 2019.

27 En 2018, el real brasileño se depreció un 11,2% respecto al euro, mientras que el peso mexicano se apreció un 4,2%.

28 Estos valores han de estar previamente registrados en Iberclear.

Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Los diferentes segmentos negociados en el sistema multilateral de negociación MAB volvieron a tener un comportamiento similar al del ejercicio anterior, con un mantenimiento del número de empresas en expansión, un crecimiento destacado en el número de SOCIMI y un ligero descenso en el número de SICAV.

Sociedades cotizadas en el MAB por segmento

CUADRO 2.1.12

Importes en millones de euros

	N.º de empresas		Capitalización ¹			Contratación		
	2017	2018	2017	2018	% var. 18/17	2017	2018	% var. 18/17
Empresas en expansión	41	41	1.734,7	1.318,2	-23,4	294,2	157,1	-46,6
SICAV	2.864	2.722	33.702,3	27.720,1	-17,7	4.566,5	3.973,9	-13,0
Sociedades de inversión libre	14	15	448,7	458,9	2,3	55,5	15,4	-72,2
SOCIMI	46	64	7.919,0	10.513,4	32,8	69,6	69,9	0,4
Total	2.965	2.842	43.804,8	40.020,7	-8,6	4.985,8	4.216,3	-15,4

Fuente: CNMV. (1) Incluye solo el valor de aquellas entidades para las que se produjo negociación en el año.

Las SOCIMI acumulan 4 años consecutivos de fuerte crecimiento apoyadas en una legislación fiscal específica, hasta sumar 64 sociedades, lo que confirma la recuperación que vive el mercado inmobiliario. En 2018 se incorporaron a los mercados españoles un total de 19 SOCIMI, de las que 18 lo hicieron en el MAB. Las SOCIMI son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países²⁹. Se caracterizan por tener un régimen fiscal que las exime de pagar el impuesto sobre sociedades y por gozar de una bonificación del 95% en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida tienen la obligación de distribuir como mínimo el 80% de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50% de los generados por la venta de activos. Su actividad se centra en el desarrollo, la rehabilitación y la explotación de inmuebles en alquiler, la tenencia de participaciones en otras SOCIMI y el desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias. Asimismo, deben contar con un capital mínimo de 5 millones de euros, ya sea por aportación dineraria o no dineraria, y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB. Este tipo de sociedades permite a los inversores diversificar su inversión y acceder a una cartera de activos inmobiliarios con mayor facilidad y liquidez que en el caso de la inversión directa en activos inmobiliarios.

En el segmento de las empresas en expansión, el número de sociedades cotizadas se mantuvo sin cambios en 41 porque, aunque se incorporaron 3 empresas al mercado —Robot, Tier1 Technology y Alquiber—, otras 3 fueron excluidas —Gowex, Vousse Corp y Carbures—. Esta última se fusionó con Inypsa para dar lugar a una nueva compañía denominada Airtificial que cotiza en el mercado continuo. El importe contratado en este segmento retrocedió casi un 47%, hasta

29 Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario.

los 157 millones de euros, mientras que su capitalización cayó un 23%, hasta situarse en 1.318 millones de euros, su nivel más bajo desde el año 2013, y que se explica en gran medida por la exclusión de la compañía Carbures. Asimismo, las empresas cotizadas en este segmento efectuaron 11 operaciones de ampliación de capital³⁰ por un importe agregado de 115 millones de euros, 26 millones más que en el ejercicio anterior.

Por último, el número SICAV cayó de nuevo en 2018, al darse de baja 142, lo que situó su número en 2.722 y su capitalización se redujo en casi 6.000 millones. Esta disminución de la capitalización de las SICAV se explica tanto por las bajas de entidades como por la evolución desfavorable de los mercados en 2018.

Por otro lado, BME y la asociación de inversores Big Ban Angels pusieron en marcha a finales de 2016 una iniciativa conjunta denominada Entorno Pre-Mercado (EpM), para que las compañías con gran potencial de crecimiento pudieran conocer el funcionamiento de los mercados bursátiles y acceder a nuevos inversores. El proyecto cuenta en la actualidad con 13 compañías en el segmento de las *start-ups*, pertenecientes a 11 sectores de actividad diferentes, que obtienen unos ingresos agregados de 70 millones de euros y representan una inversión privada comprometida de 25 millones de euros. Además, para las empresas más maduras se ha creado un segmento *growth* con programas de desarrollo específicos que les faciliten el acceso al MAB.

2.1.7 Fondos de inversión cotizados (ETF) en la bolsa española

La negociación de fondos cotizados (ETF) en el mercado español se inició en 2006 y llegó a alcanzar cerca de 70 referencias en 2011. Dicha negociación, no obstante, ha ido disminuyendo hasta casi desaparecer en 2018. Aunque se trata de un producto sencillo, transparente y con bajos costes de gestión, que permite, por su flexibilidad, diversificar las posiciones por tipo de activo, mercado, sector, área geográfica e incluso estrategia, su expansión en el mercado español ha estado penalizada por su diferente tratamiento fiscal frente a los fondos de inversión tradicionales (no cotizados). Además, los ETF cotizados en la bolsa española también han estado penalizados frente a los que se comercializaban en España y cotizaban en mercados internacionales, a los que se les podía aplicar el régimen de diferimiento fiscal de las plusvalías. En este sentido, la posición de la CNMV ha sido siempre la de homogeneizar el tratamiento fiscal con el fin de eliminar la desventaja competitiva que representaba la relativa penalización fiscal de los cotizados en la bolsa española en relación con los cotizados en el extranjero. Como consecuencia de estos factores, los ETF cotizados en los mercados españoles han perdido buena parte del interés tanto de los emisores como de las gestoras de fondos presentes en la bolsa española, que han decidido deslistar sus emisiones menos líquidas en beneficio de los ETF cotizados en otros mercados.

A este respecto, debe mencionarse que al cierre del ejercicio 2018 se estaba tramitando un proyecto de ley para homogeneizar el tratamiento fiscal de los ETF con independencia del mercado donde coticen, de modo que se extendiera a los ETF cotizados en el extranjero y a los comercializados en España el mismo régimen que existía ya para los cotizados en nuestro país.

En este contexto, los volúmenes de contratación de estos productos retrocedieron por tercer año consecutivo hasta alcanzar 3.025 millones de euros, un 32% menos que en 2017 y el volumen más bajo desde 2013, mientras que su patrimonio retrocedió hasta los 1.170 millones de euros al cierre de 2018, un 37% menos. La contratación se concentró aún más en un número reducido de fondos —los ligados a la evolución del Ibex 35 acumulan más del 95% del total negociado—, de los que un único fondo representaba más de la mitad. Así, al cierre del ejercicio se negociaban 6 ETF en las bolsas españolas gestionados por dos entidades financieras (en 2015 se negociaban más de 55 ETF diferentes), 2 menos que en 2017. Las entidades han continuado deslistando las emisiones menos líquidas y una entidad alemana abandonó esta actividad. En la actualidad, de las 6 emisiones negociadas 4 corresponden a una entidad francesa y 2 a una española, cuyas referencias están vinculadas a la evolución de los índices bursátiles Ibex 35 y Eurostoxx 50.

Entre los fondos negociados, la mitad siguen estrategias de gestión pasiva ligadas a estos últimos índices, pero el resto son fondos inversos y apalancados sobre el índice español, que concentran casi un tercio del importe negociado en el segmento.

En todo caso, merece la pena señalar la anomalía presente en el mercado español respecto de la baja inversión en este tipo de productos que, por ejemplo, en el resto de Europa implica una inversión de aproximadamente 630.000 millones de euros.

2.2 Renta fija

En 2018, la actividad en los mercados primarios de renta fija por parte de los emisores españoles se vio respaldada por el entorno de tipos de interés reducidos, pero también fueron relevantes otros factores en sentido contrario, como la evolución de las necesidades de financiación en el ejercicio o la existencia de fuentes de financiación alternativas. En conjunto, tanto las emisiones brutas agregadas como las netas fueron inferiores a las de 2017, aunque dieron lugar a un aumento del 2% del saldo de deuda en circulación (muy parecido al de la zona del euro, aunque con diferencias significativas entre sectores).

Las emisiones brutas totales experimentaron un descenso cercano al 5% en 2018, al que contribuyeron tanto las menores emisiones de las Administraciones públicas —en paralelo con la disminución de las necesidades de financiación derivada de la reducción paulatina del déficit público— como el retroceso de las emisiones de las instituciones financieras, que siguieron encontrando en la financiación del Eurosistema una opción alternativa atractiva. En cambio, las emisiones de deuda de las sociedades no financieras registraron avances considerables, pues el nivel reducido de los tipos de interés y la expectativa de su incremento a corto plazo incentivaron la financiación de estas entidades en los mercados de capitales.

En 2018 los emisores españoles siguieron registrando menos emisiones de renta fija privada en la CNMV e incrementando las efectuadas en el exterior. Estas últimas alcanzaron un importe que fue cercano al 90% del volumen total registrado en la CNMV, con un incremento sustancial en la modalidad de pagarés, que superó los 50.000 millones. También destacó el aumento de las emisiones de renta fija realizadas en el exterior por parte de filiales extranjeras de empresas españolas y, dentro de ellas, las efectuadas por las instituciones financieras. Se trata de filiales extranjeras de entidades españolas, por lo que sus emisiones no computan como renta fija

privada española, pero que podrían suponer una fuente alternativa de financiación para las sociedades matrices españolas.

La negociación de los activos de deuda en 2018 se enmarca en el nuevo contexto derivado de la entrada en vigor de MiFID II y MiFIR el 3 de enero, que introdujo una mayor competencia al permitir la negociación de estos activos en los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (SMN), los sistemas organizados de contratación (SOC) y los internalizadores sistemáticos (IS). Desde el punto de vista de los centros de negociación españoles, cabe destacar el descenso de la negociación de deuda privada en el mercado regulado AIAF, que se explica tanto por el aumento de la competencia entre centros de negociación como por el cambio en lo que respecta a las obligaciones de canalización de las operaciones bilaterales que, en el nuevo entorno regulatorio, pueden canalizarse a través de IS o ser consideradas como OTC. En cuanto a los SOC españoles, cabe señalar el inicio de la actividad de dos sistemas: CIMD y CAPI.

2.2.1 Panorama general

El BCE mantuvo durante 2018 el tono expansivo en su política monetaria, aunque a finales de año comenzó a reducir el volumen de compras netas de activos, como primer paso del giro previsto en el tono de esta. Así, desde octubre este volumen de compras netas de activos pasó de 30.000 millones de euros mensuales a 15.000 millones hasta diciembre de 2018, mes en el que se confirmó la finalización del programa de compras. No obstante, el BCE anunció que mantendría un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria a lo largo de 2019, así como la reinversión de los activos de deuda en cartera que vayan venciendo. En relación con el proceso previsto de subidas de los tipos de interés, durante buena parte de 2018 el BCE se mostró a favor de realizar la primera al finalizar el verano de 2019. Sin embargo, la fuerte desaceleración del crecimiento en la zona del euro, que empezó a constatarse a finales de 2018, retrasó nuevamente la fecha de este movimiento, que no parece probable en todo 2019.

La confirmación de que el cambio de tendencia de la política monetaria del BCE sería lento y progresivo favoreció que los tipos de interés, tanto de la deuda pública como de la renta fija privada, cerraran 2018 en niveles similares a los de 2017 y próximos a sus mínimos históricos.

En 2018, tanto los volúmenes de emisiones brutas como netas de renta fija experimentaron caídas respecto a 2017, ejercicio en el que habían crecido notablemente. No obstante, las emisiones netas continuaron siendo positivas, hecho que contribuyó a un incremento moderado de la deuda viva. Durante 2018, los emisores españoles colocaron valores de renta fija en el mercado primario por un importe de 416.664 millones de euros, que excedió el de los vencimientos en 31.373 millones, por lo que se produjo un aumento del 2% de los valores en circulación, en línea con el que se observó en la zona del euro (2,1%). Sin embargo, mientras que en la zona del euro el principal contribuidor a este aumento fueron las instituciones financieras, en España las emisiones netas de estas fueron negativas (-14.428 millones de euros). El incremento del saldo vivo de renta fija se concentró principalmente en las Administraciones públicas, con un volumen de emisiones netas de 37.929 millones de euros. Las sociedades no financieras también contribuyeron al aumento del saldo vivo, aunque con un volumen mucho más moderado, con emisiones netas de 7.873 millones.

La menor actividad emisora de las instituciones financieras españolas en 2018 contrastó con el comportamiento de este tipo de entidades en el resto de la zona del euro, cuya actividad emisora propició un aumento del saldo de deuda en circulación del 2,8% (-2,3% en el caso de las instituciones financieras españolas). Una de las razones de esta diferencia podría encontrarse en el intenso recurso de las entidades de crédito españolas a las facilidades de financiación a tipos reducidos ofrecidas por el BCE. Al cierre de 2018, el saldo de la financiación concedida por el Eurosistema a las entidades de crédito españolas ascendía a 167.421 millones de euros, lo que supone el 23% del total de las operaciones del Eurosistema y una participación que casi triplica la cuota del Banco de España en el capital del BCE (8,34%), por lo que se deduce que las entidades españolas recurren en mayor proporción que otras europeas a este tipo de financiación. Esta circunstancia, junto con el descenso moderado del crédito concedido y la reducción de activos problemáticos de las entidades bancarias españolas podría explicar una menor necesidad de recurrir al mercado de deuda para obtener financiación.

Emisiones y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 2.2.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe ¹			Pro memoria: zona del euro	
	2017	2018	% var. 18/17	2018	% var. 18/17
Emisiones brutas²	437.872	416.664	-4,8	7.275.245	-1,4
Administraciones públicas	241.868	219.420	-9,3	2.308.559	-3,7
Instituciones financieras	180.229	176.356	-2,1	4.298.833	-0,9
Sociedades no financieras	15.774	20.888	32,4	667.854	3,6
Emisiones netas²	37.187	31.373	-15,6	274.415	32,1
Administraciones públicas	46.903	37.929	-19,1	111.599	-31,9
Instituciones financieras	-18.032	-14.428	20,0	120.374	535,4
Sociedades no financieras	8.315	7.873	-5,3	42.442	-40,7
Saldos vivos^{3, 4}	1.678.646	1.712.005	2,0	16.947.261	2,1
Administraciones públicas	989.023	1.026.951	3,8	8.117.355	1,4
Instituciones financieras	653.103	637.848	-2,3	7.546.161	2,8
Sociedades no financieras	36.521	47.206	29,3	1.283.745	2,3

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE. Los datos de deuda de las AA. PP. de este cuadro no son directamente comparables con los de la deuda elaborada según el Protocolo de Déficit Excesivo, debido fundamentalmente a que esta última metodología excluye los valores en cartera mantenidos por las propias AA. PP. e incluye las operaciones de *swaps* de divisa. (1) Incluye las emisiones efectuadas dentro y fuera de España. (2) Para las emisiones en divisa de las Administraciones públicas, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio medio del mes publicado por el BCE. Para las emisiones en divisa de las instituciones financieras y sociedades no financieras, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del último día del mes publicado por el BCE. (3) Para los saldos vivos de emisiones en divisa, se considera el contravalor en euros aplicando el tipo de cambio del BCE al finalizar el periodo. (4) Los saldos vivos no pueden ajustarse con las emisiones netas debido a la utilización de tipos de cambio diferentes para las emisiones en divisas.

También resulta llamativo el notable incremento de las emisiones brutas de las filiales en el extranjero de entidades financieras españolas, cuyo volumen se duplicó en 2018 y pasó de 19.459 a 41.966 millones de euros. En cierta medida, la financiación conseguida en el extranjero por estas filiales podría ser una fuente alternativa de financiación para la matriz española del grupo.

2.2.2 Deuda pública

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública en 2018 vino marcada por las decisiones y expectativas relacionadas con la política monetaria del BCE, las mejoras de la calificación crediticia recibidas por parte de las principales agencias de *rating* y la presencia de algunas incertidumbres. En los primeros meses del año predominó el efecto derivado de la mejora de la calificación crediticia otorgada al Reino de España por parte de las cuatro agencias de *rating* consideradas por el Eurosistema, que se manifestó en un ligero descenso de la prima de riesgo y de la rentabilidad de la deuda pública. En cambio, durante la segunda mitad del ejercicio, la incertidumbre en torno a las finanzas públicas italianas y la posibilidad de que la política monetaria acomodaticia se revirtiese con mayor celeridad de la esperada provocó ciertos repuntes transitorios en la rentabilidad. Finalmente, el acercamiento de posiciones entre el Gobierno italiano y la Unión Europea respecto a las cuentas públicas de la economía transalpina y la confirmación de que la política monetaria acomodaticia del BCE se mantendría al menos hasta el segundo semestre de 2019³¹ favoreció que las rentabilidades de la deuda pública cerraran el año en niveles similares a los de 2017 en la mayoría de los plazos, al igual que la prima de riesgo de crédito soberano.

En este contexto, los tipos de interés de la deuda pública a corto plazo mantuvieron, por cuarto año consecutivo, valores negativos para todo el tramo de la curva y cerraron 2018 en niveles próximos a los mínimos históricos. De este modo, el rendimiento de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba al cierre de diciembre (en promedio) en el mercado secundario en el -0,50%, el -0,41% y el -0,33%, respectivamente, en línea con el rendimiento mínimo anual del -0,40% que establecía el BCE en sus programas de compra de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Por lo que se refiere a los plazos más largos, el rendimiento de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaba en diciembre (en promedio) en el -0,04%, el 0,43% y el 1,43%, respectivamente, valores muy cercanos a los del cierre de 2017, con un leve aumento de los tipos a 5 años (12 p.b.), mientras que los tipos a 10 años cerraron en niveles casi idénticos a los de finales de 2017 (véase cuadro 2.2.2).

Tipos de interés de la deuda pública¹

CUADRO 2.2.2

%	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Letras del Tesoro				
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,50
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,41
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,33
Deuda pública a medio y largo plazo				
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,04
5 años	0,72	0,35	0,31	0,43
10 años	1,73	1,44	1,46	1,43

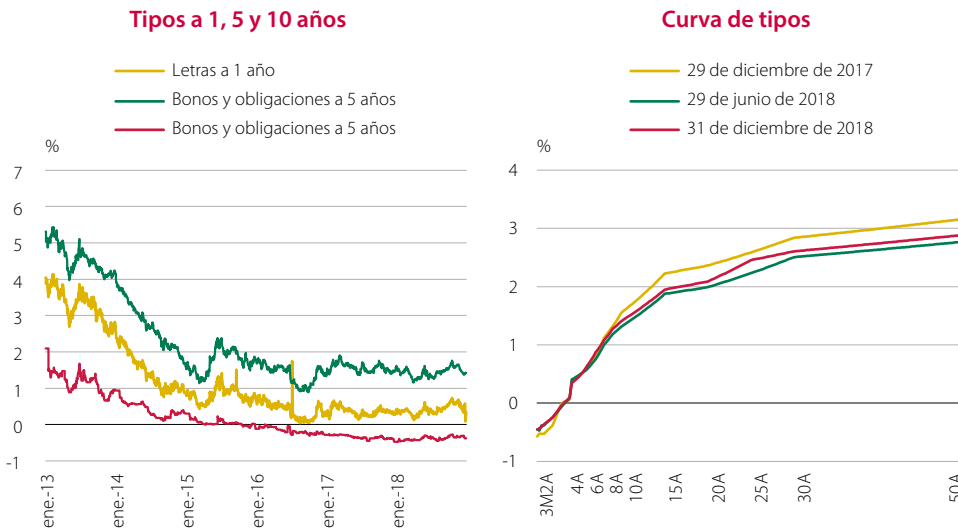
Fuente: Thomson Datastream. (1) Promedio mensual de datos diarios.

31 Su presidente reiteró a mediados de diciembre su compromiso de mantener los tipos en los niveles actuales (el 0%) hasta pasado el verano de 2019 y, en cualquier caso, cuanto tiempo sea necesario. A finales de diciembre de 2018, el BCE había adquirido deuda pública por importe de 2.171.277 millones de euros, de los cuales 260.820 millones correspondían a títulos españoles.

La curva de tipos de interés de la deuda pública española al cierre de 2018 era prácticamente idéntica a la del cierre de 2017 hasta los plazos de 8-10 años. Sin embargo, en los plazos posteriores, los tipos de interés a 31 de diciembre de 2018 se situaban ligeramente por debajo de los del cierre de 2017.

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 2.2.1

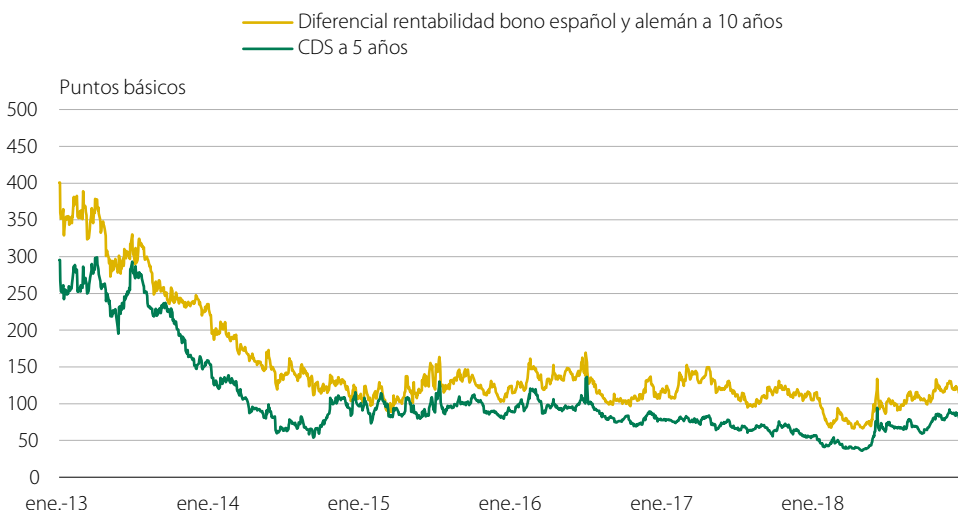


Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg.

La prima de riesgo —medida a través de la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— se situó en 118 p.b. al cierre de 2018, unos valores similares a los de finales de 2017 (114 p.b.), pero en la parte alta del rango entre el máximo anual de finales de mayo (134 p.b.) y el mínimo alcanzado en abril (66 p.b.). Por otro lado, la prima de riesgo evaluada utilizando el CDS del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono alemán— mostró alzas más significativas en su valor y alcanzó al cierre de 2018 los 80 p.b., frente a los 57 p.b. de finales de 2017 (véase gráfico 2.2.2).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 2.2.2



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

2.2.2.1 Mercado primario

El volumen de emisiones brutas registradas por las AA. PP. se situó en 2018 en 219.420 millones de euros, un 9,3% por debajo de las del año anterior. El desglose por tipo de emisor revela que la Administración General del Estado realizó el 98,3% de las emisiones (215.702 millones de euros), mientras que el importe emitido por las CC. AA. (3.718 millones de euros) representó un porcentaje muy reducido del total (1,7%). El Estado proporciona financiación tanto a las comunidades autónomas como a las entidades locales a través de distintos mecanismos, como el Fondo para la Financiación a las Comunidades Autónomas o el Fondo para la financiación de Entidades Locales, lo que explica la escasa necesidad de estas de recurrir a la financiación directa de los mercados.

Emisiones brutas de las Administraciones públicas

CUADRO 2.2.3

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Estado	240.594	223.067	236.506	215.702	-8,8
Corto plazo	97.871	100.996	94.439	80.984	-14,2
Largo plazo	142.723	122.071	142.067	134.717	-5,2
Comunidades autónomas	4.046	4.866	5.305	3.718	-29,9
Corto plazo	424	482	532	458	-13,8
Largo plazo	3.621	4.384	4.774	3.260	-31,7
Corporaciones locales	0	0	56	0	-100,0
Corto plazo	0	0	0	0	-
Largo plazo	0	0	56	0	-
Total AA. PP.	244.639	227.933	241.868	219.420	-9,3

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Las emisiones netas totales de las Administraciones públicas ascendieron en 2018 a 37.929 millones de euros, una cifra un 19,1% inferior al volumen neto de 2017, año en el que habían experimentado un importante incremento. A pesar del descenso, contribuyeron a un aumento del 3,8% del saldo vivo de deuda en circulación. Las emisiones netas de la Administración General del Estado se situaron en 41.684 millones de euros, mientras que en el caso de las comunidades autónomas y las corporaciones locales dichas emisiones fueron negativas (-3.621 y -134 millones de euros, respectivamente), ya que el volumen amortizado fue superior al emitido.

Las emisiones netas de la Administración General del Estado en los plazos más largos alcanzaron los 50.077 millones de euros, mientras que en los tramos más cortos de deuda se amortizaron 8.440 millones de euros más de lo emitido. Ello permitió incrementar nuevamente la vida media de la deuda en circulación, que alcanzó un nivel máximo histórico de 7,45 años a finales de 2018. El alargamiento de la vida media pretende aprovechar el momento actual de tipos de interés en mínimos históricos para reducir el riesgo de refinanciación de la deuda y el grado de vulnerabilidad relacionado con la carga financiera, ante un eventual periodo de subidas de los tipos de interés.

2.2.2.2 Mercado secundario

Como resultado de los cambios introducidos por la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico de la nueva normativa europea sobre mercados de valores (MiFID II y MiFIR), cuya entrada en vigor se produjo el 3 de enero de 2018, las nuevas emisiones del Tesoro español se admiten a negociación en AIAF, mercado regulado de renta fija. Estos cambios motivaron la suspensión, el 16 de abril de 2018, de la publicación del *Boletín del Mercado de Deuda Pública* por parte del Banco de España.

La deuda pública española se negocia en AIAF (mercado regulado), en SENAF (SMN), en CAPI OTF y en CIMD OTF (dos SOC españoles). El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF) es un sistema multilateral de negociación de deuda soberana española, gestionado por Bolsas y Mercados Españoles Renta Fija (BME RF), destinado a los creadores de mercado, para que puedan cumplir sus compromisos de liquidez.

AIAF es un mercado regulado de renta fija perfectamente adaptado a la normativa MiFID II, que en 2018 amplió el ámbito de actuación al admitir a cotización emisiones de deuda soberana de otros países como Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Austria, Portugal e Irlanda y las del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

En 2018 la negociación de deuda pública en AIAF se multiplicó en casi 500 veces, de modo que pasó de una cifra residual en 2017, 120 millones de euros en bonos y obligaciones y 4 millones de euros en letras a 56.121 y 24.767 millones de euros en bonos y letras respectivamente. Una de las razones que explica su aumento radica, como se ha comentado anteriormente, en el hecho de estar adaptado a la normativa MiFID II, cumpliendo con las obligaciones de transparencia pre y poscontratación impuestas por esta regulación. Por su parte, la contratación de deuda pública en SENAF fue algo inferior a la de AIAF en 2018.

En relación con los dos sistemas organizados de contratación españoles, CAPI OTF y CIMD OTF, autorizados por la CNMV en enero de 2018, cabe señalar que el volumen de deuda pública y privada nacional negociado en 2018 se situó en 92.000 millones de euros en el caso de CAPI OTF (35.301 millones en deuda extranjera) y en 257.662 millones en el caso de CIMD OTF (52.252 millones en deuda extranjera). En estos sistemas se pueden negociar instrumentos de deuda y también derivados (véase epígrafe 2.3.3).

Contratación total de instrumentos de renta fija en centros de negociación españoles. 2018

CUADRO 2.2.4

Centro	Tipo de deuda	Nominal (millones de euros)
AIAF		
	Corporativa	429
	Soberana	
	Nacional	80.899
	Extranjera	12.913
SENAF		
	Soberana	70.918
MARF		
	Corporativa	8
SOC¹		
CAPI	Corporativa y soberana	
	Nacional	92.000
	Extranjera	35.301
CIMD	Corporativa y soberana	
	Nacional	257.662
	Extranjera	52.252

Fuente: CNMV. (1) No se distingue la deuda soberana (la mayoría) de la deuda corporativa.

Respecto a la negociación de deuda pública española en otros centros de negociación extranjeros cabe destacar MTS Spain, que es una plataforma de negociación de deuda pública que depende de MTS Markets, entidad del grupo London Stock Exchange, autorizada como sistema multilateral de negociación por la FCA. El volumen de negociación de bonos y obligaciones del Tesoro Español en esta plataforma cayó un 17,4% durante 2018 (28.590 millones de euros), hasta representar el 1% del total, mientras que el de letras disminuyó un 62% (117.415 millones), lo que supone el 6,4% de la negociación de estos instrumentos.

Como se puede observar en el cuadro 2.2.5, el grueso de la negociación de deuda pública se registró en el apartado de otras plataformas y OTC. Este epígrafe recoge tanto los volúmenes negociados a través de SMN diferentes de los tres operadores de mercado reflejados en el cuadro (SENAF, MTS y EuroMTS) como lo negociado a través de otros SOC, IS y operaciones OTC.

El volumen de bonos y obligaciones del Estado y de Letras del Tesoro negociados en otras plataformas y operaciones OTC experimentó un notable aumento en 2018, que fue mucho mayor en el caso de los bonos y obligaciones. Este mayor crecimiento de la negociación de bonos y obligaciones en el mercado secundario estaría en línea con el experimentado en el mercado primario, en el que las emisiones netas de bonos y obligaciones fueron positivas, mientras que las de letras fueron negativas. También pueden haber influido otros factores como la evolución del rendimiento de ambos tipos de activos o efectos puramente estadísticos³².

32 Hasta 2017, los datos de negociación procedían del Banco de España, mientras que en 2018 los datos se obtienen de la Secretaría General de Tesoro, a partir de datos de Iberclear sobre la liquidación tanto de operaciones de titulares por cuenta propia como de operaciones por cuenta de terceros, por lo que las estadísticas pueden no ser totalmente comparables.

Contratación de deuda pública por plataformas de negociación

CUADRO 2.2.5

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Bonos y obligaciones no segregados					
SENAF	15.039	14.580	37.818	26.242	-30,6
AIAF	233	112	120	56.121	46.738,8
MTS Spain	136.430	164.814	164.722	136.132	-17,4
EuroMTS	18.807	11.648	6.051	7.083	17,1
Otras plataformas y OTC	10.143.946	8.047.692	9.080.255	13.880.941	52,9
Total	10.314.455	8.238.845	9.288.965	14.106.518	51,9
Letras del Tesoro					
SENAF	48.121	100.883	70.905	44.676	-37,0
AIAF	30	8	4	24.767	596.114,3
MTS Spain	146.458	247.257	189.080	136.828	-27,6
EuroMTS	8.641	6.604	2.903	1.294	-55,4
Otras plataformas y OTC	1.702.494	1.710.623	1.504.502	1.975.475	31,3
Total	1.905.744	2.065.376	1.767.394	2.183.040	23,2

Fuente: Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional y BME RF.

2.2.3 Renta fija privada

De forma paralela a lo acontecido en la deuda pública, el rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo cerró el año en niveles mínimos históricos y ligeramente inferiores a los de finales de 2017. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión alcanzaba en diciembre valores que oscilaban entre el 0,07% de la referencia a 12 meses y el 0,24% de la referencia a 3 meses. El hecho de que el tipo de interés medio de los pagarés a plazos más cortos sea más elevado que el de los plazos más largos se explica por el escaso número de referencias considerado en la media y la mayor calidad crediticia de los emisores que emiten en los plazos más largos.

Tipos de interés de la renta fija privada¹

CUADRO 2.2.6

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18
Corto plazo (pagarés de empresa)²				
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,24
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,19
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,07
Medio y largo plazo				
3 años	0,66	0,69	0,44	0,67
5 años	1,95	1,43	0,41	0,55
10 años	2,40	2,14	1,16	1,52

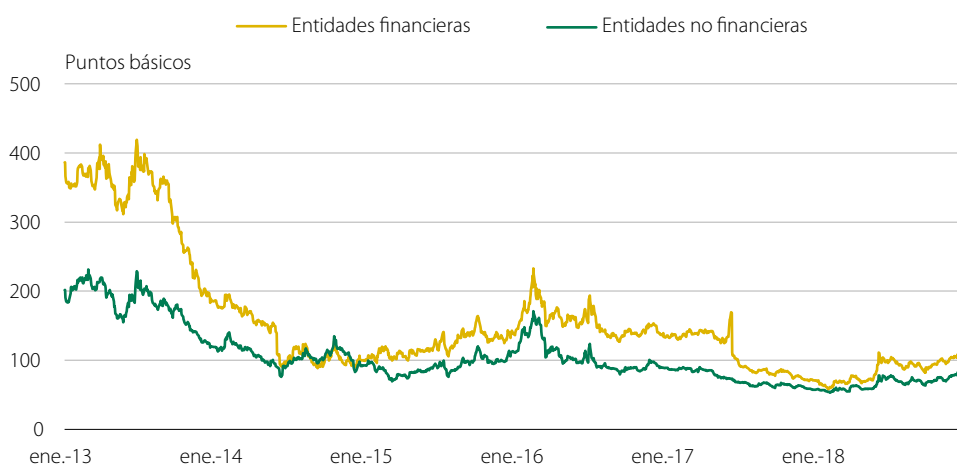
Fuente: Thomson Datastream y CNMV. (1) Promedio mensual de datos diarios. (2) Tipo de interés de emisión.

En los plazos más largos, los rendimientos de la deuda corporativa se vieron afectados por el impacto negativo de la finalización del programa de compras de deuda corporativa³³ del BCE, así como por el incremento de las primas de riesgo de esta deuda. Ambos factores, junto con la perspectiva de que la ralentización económica afectará a las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales en un entorno de tipos en el que se esperaban subidas a medio y largo plazo, llevaron a que el rendimiento de la deuda corporativa se incrementase ligeramente en la mayor parte de los plazos de la curva. En los tres primeros trimestres de 2018, la renta fija corporativa a largo plazo presentó un diferencial negativo respecto a la deuda pública gracias al efecto positivo del programa de compras de este tipo de activos, tanto en los mercados primarios como secundarios. Sin embargo, su finalización revirtió esta tendencia a finales del año y situó de nuevo su rendimiento por encima del de la deuda pública en todos los tramos de la curva. Así, al cierre de 2018 las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,67%, el 0,55% y el 1,52%, respectivamente, lo que implica una prima de riesgo respecto a la deuda pública de 71 p.b., 12 p.b. y 9 p.b., respectivamente, y un cierto aumento respecto al nivel de estas rentabilidades al cierre de 2017.

Las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles obtenidas a partir de los CDS a 5 años mostraron una leve tendencia alcista en 2018, que fue algo más intensa en el caso de las entidades financieras, al verse más expuestas a algunas de las fuentes de incertidumbre presentes en 2018 (exposición a activos de deuda de Italia, economías emergentes con dificultades, incertidumbres regulatorias y fiscales...). A finales de año, la media de las primas de riesgo de estas entidades se situaba en 108 p.b. (70 p.b. en 2017), mientras que las de las sociedades no financieras lo hacía en 78 p.b. (58 p.b. en 2017).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 2.2.3



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. (1) Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

2.2.3.1 Mercado primario

Las emisiones de deuda registradas en la CNMV en 2018 siguieron la tónica de descenso de los últimos años y marcaron el volumen más bajo de la década, al situarse en

33 El programa de compras de deuda corporativa acumulaba a mediados de febrero de 2019 un volumen de compras por importe de 178.188 millones de euros, de los cuales alrededor del 10% se correspondía con emisores españoles.

101.295 millones, un 7,5% menos que en 2017. Disminuyeron las emisiones de la mayoría de los activos de deuda, tanto a largo como a corto plazo. Entre los avances, destacó el de las emisiones de bonos y obligaciones a largo plazo, con un volumen de 35.836 millones de euros, de los que 29.751 millones fue efectuado por la SAREB³⁴. La deuda emitida por la SAREB, que supuso el 83% del total de los bonos y las obligaciones a largo plazo y casi un tercio del total de las emisiones de renta fija privada registradas en la CNMV, no se coloca en el mercado, sino que es suscrita íntegramente por sus socios.

Respecto al resto de categorías, destacó la caída de las emisiones de bonos de titulación de activos (-38%), que se situaron en 18.145 millones de euros. Esta caída se explica fundamentalmente por el fuerte descenso de las emisiones de bonos de titulación de préstamos hipotecarios, que pasaron de 14.885 a 683 millones de euros, y que no pudo compensarse con el aumento de las titulaciones de préstamos a pymes (de 3.750 a 10.442 millones de euros).

Como ha sucedido en los últimos años, el importe de los bonos de titulación suscritos por el propio emisor o cedente de los derechos fue muy elevado, un 71,8% frente al 82% del ejercicio anterior. Desde que se originó la crisis financiera, las entidades financieras han recurrido a esta modalidad de emisión de deuda con el fin de aportar estos activos como colateral ante el BCE y obtener financiación del Eurosistema. El resto de las emisiones de titulación —es decir, aquellas que efectivamente fueron al mercado— eran principalmente bonos de titulación de la deuda emitida para financiar el déficit eléctrico (2.682 millones de euros) y deuda para financiar la compra de automóviles. Los anexos I.17 y I.18 incorporan un mayor detalle sobre las emisiones de bonos de titulación registrados en la CNMV.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

CUADRO 2.2.7

Importes nominales en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
A largo plazo	96.604	109.298	116.068	91.576	85.987
Bonos y obligaciones no convertibles	41.155	39.100	40.170	30.006	35.836
De deuda subordinada	1.000	500	512	1.550	500
Bonos y obligaciones convertibles	750	53	0	0	0
Cédulas hipotecarias	23.838	31.375	31.643	29.824	26.575
Cédulas territoriales	1.853	10.400	7.250	350	2.800
Bonos de titulación de activos (BTA)	29.008	28.370	35.505	29.415	18.145
Hipotecarios	17.310	9.458	19.621	14.885	683
Empresas (pymes)	8.750	14.124	7.500	4.850	10.442
Otros	2.948	4.788	8.384	9.680	7.020
Participaciones preferentes	0	0	0	1.000	2.850
Otras emisiones	0	0	1.500	981	0
A corto plazo²	33.654	27.310	22.960	17.911	15.089
Pagarés de empresa	33.654	27.310	22.960	17.911	15.089
De titulación de activos	620	2.420	1.880	1.800	240
Total	130.258	136.607	139.028	109.487	101.295

Fuente: CNMV. (1) Emitidos por fondos de titulación hipotecaria. (2) Las cifras de emisión de pagarés corresponden a los importes colocados.

El volumen de emisiones de pagarés de empresa registrados en la CNMV y admitidos a negociación en AIAF también disminuyó en 2018, con lo que se prolonga la tendencia a la baja de los años más recientes. Estas emisiones se situaron en 15.089 millones de euros, lo que representa un descenso del 16% respecto a la cifra registrada en 2017. En paralelo, se observó un notable aumento de las emisiones de pagarés en el exterior por parte de los emisores españoles. En 2018, dichas emisiones alcanzaron los 50.933 millones de euros, cifra que duplicó con creces la del año anterior. El principal emisor español en el exterior fue el Instituto de Crédito Oficial, con un total emitido de 22.383 millones de euros, lo que representa un 44% de los pagarés emitidos en el exterior.

De forma paralela al incremento de las emisiones de pagarés en el exterior se produjo una caída importante de las emisiones de bonos y obligaciones a largo plazo, cuyo volumen emitido en el exterior disminuyó un 31,5% en comparación con el año anterior (34.175 millones de euros frente a 49.882 millones).

Por otra parte, las emisiones de filiales de empresas españolas en el resto del mundo incrementaron su volumen un 39%, hasta situarse en 90.178 millones de euros. Dentro de estas resulta llamativo el aumento de las emisiones por parte de las instituciones financieras, que duplicaron con creces su importe en 2018, al pasar de 19.459 a 41.966 millones de euros.

Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior

CUADRO 2.2.8

Importes nominales en millones de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
A largo plazo	35.281	33.362	31.655	61.125	38.425
Participaciones preferentes	5.602	2.250	1.200	5.844	2.000
Obligaciones subordinadas	3.000	2.918	2.333	5.399	2.250
Bonos y obligaciones	26.679	28.194	28.122	49.882	34.175
Bonos de titulización	0	0	0	0	0
A corto plazo	21.441	32.984	26.932	23.646	50.933
Pagarés de empresa	21.441	32.984	26.932	23.646	50.933
De titulización de activos	0	0	0	0	0
Total	56.722	66.347	58.587	84.771	89.358
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo					
Instituciones financieras	10.201	14.875	11.427	19.459	41.966
Sociedades no financieras	31.969	40.411	45.247	45.361	48.212
Total	42.170	55.286	56.674	64.820	90.178

Fuente: Banco de España.

Resulta reseñable el importante incremento experimentado por el MARF. Diseñado en 2013 como un SMM, incorpora a los mercados de renta fija emisiones de empresas de tamaño más reducido, muchas de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales. Este mercado ha experimentado un crecimiento sostenido desde su creación, destacando el notable aumento de los pagarés admitidos a negociación durante 2018, cuyo nominal colocado creció un 60% frente al del 2017 y se situó en 5.759,6 millones de euros, lo que representa más de un tercio del volumen de las nuevas emisiones de pagarés admitidas a negociación en AIAF en 2018.

Importes nominales en millones de euros

	2015	2016	2017	2018
Bonos y obligaciones no convertibles	355,5	398,6	75,8	365,0
Bonos de titulización	0,0	1.782,5	242,5	234,1
Pagarés	431,7	23,5	3.651,6	5.759,6
Total	787,2	2.204,6	3.969,9	6.358,7

Fuente: CNMV.

2.2.3.2 Mercado secundario

Como en el caso de la negociación de deuda pública, la información relacionada con la contratación de renta fija privada se ha visto afectada por la entrada en vigor, el 3 de enero de 2018, de la normativa MiFID II, entre cuyos objetivos estaba el de atraer en mayor medida la negociación hacia entornos de contratación multilaterales sujetos a reglas de negociación organizada y transparente, en detrimento de la operativa bilateral OTC. Los sistemas multilaterales operan de acuerdo con tres posibilidades: mercados regulados, SMN y SOC. La operativa bilateral se puede canalizar a través de IS o bien tener carácter estrictamente OTC.

Este nuevo marco normativo ha fomentado un aumento de la competencia entre los distintos sistemas y centros de negociación que parece haber afectado negativamente la actividad en AIAF, el mercado regulado español. La negociación de renta fija privada en este mercado pasó de 66.775 millones en 2017 a 429 millones en 2018, como consecuencia no solo de este incremento de la competencia, sino también del cambio en la canalización de la operativa bilateral que, como se ha comentado, se realiza actualmente mediante IS o bien tiene estrictamente carácter OTC (ya no interviene AIAF). Como se ha comentado anteriormente, la CNMV autorizó dos SOC españoles en enero de 2018 (CAPI OTF y CIMD OTF), en los que también se empezó a negociar renta fija privada (véase cuadro 2.2.4).

Sin embargo, la contratación agregada de activos de deuda privada en los centros de negociación españoles representa una parte reducida de la negociación total de estos activos. Algunas estimaciones preliminares sugieren que la negociación más relevante sigue siendo OTC (con una cuota relativa aproximada del 45% de la contratación total), seguida de la efectuada en Bloomberg Multilateral Trading Facility. Este último, que es un SMN con sede en el Reino Unido, habría sido el SMN que mayor volumen de negociación concentró en 2018 (algo más del 30% del total). Otros dos SMN (Tradeweb y MarketAxees), domiciliados también en el Reino Unido, habrían realizado en conjunto algo más del 10% de la negociación de renta fija privada.

Contratación total de instrumentos de renta fija privada emitidos por sociedades españolas¹. 2018

CUADRO 2.2.10

Importes en millones de euros	
	2018
Negociación bilateral (OTC)	93.198
Bloomberg (SMN)	64.418
Tradeweb (SMN)	17.804
MarketAxees (SMN)	5.716
Otros centros de negociación ²	26.238
Total	207.374

Fuente: CNMV. (1) Datos estimados a partir de la información contenida en el TR (Transaction Reporting Exchange Mechanism). (2) Este epígrafe recoge la suma de los volúmenes negociados en otros sistemas de negociación multilateral distintos de los identificados, bien sean mercados regulados (entre ellos, AIAF en el caso español), otros sistemas multilaterales de negociación (entre los que se encuentra el MARF), sistemas organizados de contratación (entre ellos CAPI OTF y CIMD OTF, registrados en España) y otros internalizados sistemáticos (entre estos últimos están autorizados en España Banco Santander y BBVA).

2.3 Mercados de productos derivados

La actividad de los mercados organizados españoles de productos derivados (MEFF Exchange, donde se negocian derivados financieros y contratos de energía eléctrica) experimentó un ligero retroceso, que contrastó con el crecimiento de estos mercados a nivel global. Además, tuvo lugar la creación de los dos primeros SOC en los que se negocian derivados, que se corresponden con una nueva figura de centro de negociación introducida por la normativa MiFID II. Por otro lado, como sucedió en los últimos ejercicios, tanto la actividad transaccional en el mercado secundario bursátil de *warrants* como el volumen de los emitidos en el mercado primario continuó retrocediendo respecto a los ejercicios anteriores.

El volumen de contratos de productos derivados negociados en los mercados financieros internacionales alcanzó un nuevo récord histórico en 2018, con un total de 30.280 millones de contratos (un 20,2% más, la mayor tasa de crecimiento desde 2010). Este avance se extendió a los dos segmentos existentes en el mercado, que alcanzaron en ambos casos su récord, con 17.150 millones de contratos (15,6%) para los futuros y 13.130 millones para las opciones (26,8%).

Por áreas geográficas, se produjo un incremento de la negociación en todas las grandes regiones, destacando el crecimiento del número de contratos registrados en las áreas de Asia-Pacífico (27,1%) y Latinoamérica (40,8%), aunque Asia-Pacífico y América del Norte siguieron siendo las regiones con mayor cuota de mercado (37% y 34,9%, respectivamente). En el caso de Europa, la negociación creció un 6,7%, hasta alcanzar un máximo histórico de 5.265 millones de contratos (de los que 4.165 millones correspondieron a futuros y 1.100 millones a opciones), lo que representa el 17,4% del mercado mundial. Entre los mercados europeos, destacaron por su tamaño Eurex e ICE Futures Europe, que presentaron los mayores volúmenes de contratos y tasas de crecimiento.

Miles de contratos

	2016	2017	2018	% var. 18/17
Eurex	1.727.460	1.675.898	1.951.763	16,5
ICE Futures Europe	973.858	1.166.947	1.276.090	9,4
Euronext	126.241	140.276	149.254	6,4
Nasdaq Exchange Nordic Markets	91.077	86.420	87.272	1,0
London Stock Exchange Group	54.065	42.538	46.105	8,6
MEFF	40.205	39.246	38.396	-2,2

Fuente: Eurex, Futures Industry Association, Intercontinental Exchange y CNMV.

2.3.1 MEFF Exchange

Derivados financieros

El número de contratos de derivados negociados en MEFF retrocedió en 2017 un 2,2% respecto al año anterior, pues la mejora de la actividad en los contratos sobre índices (1%) no fue suficiente para compensar la caída del número de contratos sobre acciones (-2,9%). Asimismo, a pesar de estar disponible en este mercado un contrato de futuros sobre el bono soberano español a 10 años, este no registró ninguna actividad —como ya había sucedido en el ejercicio 2017— debido a la competencia de un contrato similar sobre el mismo subyacente en el mercado alemán Eurex³⁵.

En el segmento de derivados financieros sobre el Ibex 35, los contratos más negociados fueron los futuros sobre el Ibex 35, que crecieron un 1,3% gracias al avance de los contratos Plus de mayor tamaño (1,2%) y, en menor medida, de los contratos Impacto dividendo sobre Ibex 35 (63,1%). En sentido contrario, retrocedieron los contratos Mini de menor tamaño (-7,9%) y los contratos sobre índices sectoriales de bancos y energía (-64,6%), que siguen concentrados en el sector bancario. Asimismo, los contratos de opciones sobre el índice Ibex 35 retrocedieron un 2,8%.

35 Eurex lanzó el 26 de octubre de 2015 su contrato Euro-BONO Futures, un futuro cuyo activo subyacente es el bono soberano español a 10 años. En 2018 se negociaron 173.450 contratos de este tipo en ese mercado (Fuente: Eurex).

Negociación en MEFF Exchange¹

CUADRO 2.3.2

Número de contratos					
	2015	2016	2017	2018	% var. 18/17
Contratos s/deuda	8.012	360	0	0	-
Futuro s/bono a 10 años	8.012	360	0	0	-
Contratos s/lbex 35	8.279.939	7.468.299	6.911.671	6.983.287	1,0
Futuros s/lbex 35 ²	7.735.524	7.146.060	6.481.301	6.564.971	1,3
Plus	7.384.896	6.836.500	6.268.290	6.342.478	1,2
Mini ²	318.129	249.897	161.886	149.023	-7,9
Impacto dividendo	32.499	58.044	43.372	70.725	63,1
Sectoriales		1.619	7.753	2.745	-64,6
Opciones s/lbex 35 ²	544.416	322.239	430.370	418.315	-2,8
Contratos s/acciones	31.769.507	32.736.458	32.335.004	31.412.879	-2,9
Futuros s/acciones	10.054.830	9.467.294	11.671.215	10.703.1912	-8,3
Futuros s/dividendos	292.840	367.785	346.555	471.614	36,1
Futuros s/dividendos plus	1.152	760	880	200	-77,3
Opciones s/acciones	21.420.685	22.900.619	20.316.354	20.237.873	-0,4
Total	40.056.458	40.205.117	39.246.675	38.396.166	-2,2

Fuente: CNMV. (1) Las diferencias en el valor nominal de los distintos productos impide efectuar comparaciones entre ellos basadas en el número de contratos negociados; sin embargo, puede realizarse un seguimiento de la evolución temporal de la contratación en cada tipo de producto. (2) En el caso del futuro Mini y de las opciones, el número de contratos negociados se computa dividido por diez para homogeneizar el tamaño individual del contrato con el del futuro Plus lbex 35 (se tiene en cuenta que el multiplicador del índice utilizado para calcular el valor nominal del contrato es un euro en los dos primeros y diez euros en el segundo).

En lo que respecta a los derivados sobre acciones, su contratación retrocedió un 2,9% en el ejercicio debido a la caída del volumen contratado en futuros sobre acciones (-8,3%), mientras que el número de contratos de opciones sobre acciones apenas varió (-0,4%). Asimismo, como ha sucedido en años anteriores, se acentuó la contratación en un número reducido de subyacentes (Banco de Santander, BBVA, Telefónica, Iberdrola y Repsol), que representaron alrededor del 92% de la negociación total tanto de futuros como de opciones, porcentajes similares a los observados en 2017. Solo los futuros y las opciones sobre el Banco de Santander supusieron el 73% y el 33% del total, respectivamente. Por otro lado, los futuros sobre dividendos crecieron un 36,1%, alcanzando su volumen contratado un máximo histórico desde su introducción en 2012.

Novedades en el segmento de derivados financieros

En el segmento de derivados financieros, la principal novedad desde el inicio del año fue el establecimiento de un nuevo sistema de cotización bajo petición, también llamado RFQ (*request for quote*). Esta modalidad de negociación, que se suma al sistema electrónico de negociación (con órdenes y operaciones acordadas) ya existente, permite a los miembros introducir solicitudes de cotización a otros miembros sobre los contratos admitidos a negociación en el segmento de derivados financieros de MEFF. Cualquier participante en el mercado puede iniciar las solicitudes que permiten a los destinatarios introducir respuestas a estas, que pueden ser de aceptación (aceptando el precio propuesto por el solicitante) o de propuesta (en el caso de

que la solicitud se hubiese realizado sin precio), no pudiendo proponer un contrato distinto al de la solicitud a la que están respondiendo.

En cuanto a los productos, la principal novedad fue la introducción desde el mes de diciembre de los futuros Micro Ibex 35, que se caracterizan por tener como subyacente el índice Ibex 35, vencimientos semanal y mensual estándar y multiplicador 0,1 euros, frente a los 10 euros y 1 euro del futuro sobre el Ibex 35 y el futuro Mini Ibex 35, respectivamente. La aprobación de este nuevo contrato supuso cambios en las condiciones generales y en algunas circulares del mercado, que se modificaron para recoger las particularidades de este producto novedoso.

Además, desde diciembre también se amplió el horario para la aceptación de operaciones dentro del sistema de operaciones acordadas en el segmento de derivados financieros, que se extendió hasta las 19:00 horas para los contratos con horario corto (los distintos a los futuros Ibex 35, futuros Mini Ibex 35 y futuros Micro Ibex 35), manteniéndose las 20:15 como límite para la aceptación de operaciones acordadas para los contratos en horario extendido (futuros Ibex 35, futuros Mini Ibex 35 y futuros Micro Ibex 35).

Por otra parte, BME lanzó una nueva gama de índices diarios relacionados con el mercado de opciones y futuros MEFF y el índice Ibex 35, que incluyen un índice de volatilidad, otro de tendencia de volatilidad y un conjunto de índices de estrategias con opciones.

Miembros del mercado

MEFF Exchange contaba al cierre de 2018 con un total de 88 miembros de mercado, 2 menos que el año anterior. De todos ellos, 56 operaban en el segmento de los derivados financieros y 36, en el de la energía. Durante el ejercicio se mantuvieron los miembros en el segmento de derivados de la energía, por lo que las 2 bajas se produjeron en el de derivados financieros.

Número de miembros en MEFF Exchange

CUADRO 2.3.3

Segmento	Negociador	Neg. cuenta propia	Total entidades	Var. 18/17
Derivados financieros	43	13	56	-2
Energía	7	29	36	0
Total entidades¹	46	42	88	-2
Var. 2018	-2	0	-2	-

Fuente: MEFF Exchange y CNMV. (1) El total es inferior a la suma de miembros en cada segmento debido a que hay entidades que participan en más de uno.

2.3.2 MEFF Power

El ejercicio 2018 se caracterizó por una significativa reducción de la actividad en este segmento, registrándose operaciones por un total de 12,3 TWh, un volumen un 31,2% menor que el de 2017. Los contratos registrados alcanzaron un valor efectivo de 683 millones de euros, frente a los 854 millones del ejercicio anterior, lo que supone un descenso del 20,1%. La disminución de este valor efectivo es inferior a la

registrada en el volumen de energía como consecuencia del aumento interanual de los precios de los futuros de la electricidad española, en línea con lo ocurrido en otros mercados eléctricos europeos; esto explica que la reducción en valor efectivo sea inferior en valor absoluto al decremento del volumen de energía registrado.

En un contexto de volumen de registro de operaciones muy reducido, el periodo de mayor actividad fue el último trimestre del año, con máximos en los meses de octubre y noviembre, frente a los meses de verano, en los que apenas se registró actividad, al contrario de lo que sucedió en 2017. La caída de la actividad interanual afectó a todos los tipos de contratos, salvo a los mensuales —que crecieron un 9,4%— y fue especialmente intensa en los contratos más largos. Los contratos de duración trimestral y anual cayeron un 42,8% y un 34,8%, respectivamente, en términos interanuales. Además, se registró un menor número de operaciones en el año (1.894, un 4,3% menos que en 2017 y un promedio de 7,5 operaciones diarias), que además se caracterizaron por un menor tamaño (15 contratos y 6,5 GWh de media, frente a los 17,2 contratos y 9,1 GWh de media en 2017).

La posición abierta al final del ejercicio 2018 alcanzó 5,5 TWh (con una valoración a precios de cierre de casi 317 millones de euros), por debajo de los 8,0 TWh de la posición abierta al final del año precedente, valorada entonces en 422 millones de euros. Así, el volumen de subyacente cayó un 31,8% en términos interanuales, mientras que la valoración de la posición fue menor, del 24,9%, como consecuencia del aumento de los precios.

A pesar de la reducción global de la posición abierta durante 2018, la referida a contratos anuales casi se duplicó (desde 1,1 a 2,1 TWh), representando el 37,6% de la posición total, frente al 13,2% que suponía al cierre de 2017. Este cambio en la composición de los plazos de las operaciones se produce porque, aunque se redujo el registro global de los contratos anuales, empezaron a realizarse operaciones con periodos de vencimiento más distantes (anuales para 2020 y posteriores), que hasta el ejercicio anterior eran muy esporádicas.

Al final de 2018 este mercado contaba con un total de 201 participantes, 3 más que a finales de 2017.

2.3.3 Sistemas organizados de contratación (SOC)

La Directiva MiFID II introdujo una nueva figura de centros de negociación denominados sistemas organizados de contratación (SOC u OTF, por sus siglas en inglés), en los que únicamente se pueden negociar instrumentos de renta fija y derivados. En los SOC, a diferencia de lo que ocurre en los mercados regulados y en los SMN, la negociación puede efectuarse a través de reglas discrecionales. Además, los SOC pueden interponer, en ciertas circunstancias, su cuenta propia sin riesgo en instrumentos derivados y valores de renta fija, además de negociar por cuenta propia aquellos instrumentos de deuda soberana para los que no exista un mercado líquido.

La CNMV autorizó en enero de 2018 el funcionamiento de los dos primeros SOC, CAPI OTF y CIMD OTF. El primero opera en derivados financieros y divisas, mientras que el segundo desarrolla su actividad en dos segmentos diferenciados: el de derivados financieros y el de derivados sobre la energía eléctrica.

Negociación en sistemas organizados de contratación (SOC)

CUADRO 2.3.4

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Segmento derivados financieros	N.º operaciones contratadas	Importe efectivo (millones de euros)
Derivados financieros ¹	2.250	737.350
Derivados FX ²	1.247	367.268
Total	3.497	1.104.618
Segmento derivados sobre energía	2.041	1.344

Fuente: CNMV. (1) Corresponden a operaciones sobre *swaps*, *swaps* de bases, futuros sobre índices de tipos de interés y permutas nocturnas indicadas. (2) Corresponden a operaciones sobre futuros sobre tipos de cambio.

En su primer año de actividad los SOC contrataron 3.497 operaciones sobre derivados financieros y 2.041 sobre derivados de energía, por un importe efectivo de 1,1 billones y 1.344 millones de euros (como se comentará más adelante), respectivamente. Entre los derivados financieros, en torno a dos tercios de las operaciones y el importe efectivo contratado correspondieron a derivados sobre tipos de interés como distintos tipos de *swaps* y futuros, mientras que el tercio restante fueron operaciones con derivados cuyo subyacente eran tipos de cambio.

Segmento de derivados de energía

En el segmento de derivados de energía de CIMD se negocian contratos derivados *swaps* con liquidación financiera contra el promedio diario del precio del mercado spot de electricidad española (SPEL) e italiana (ITEL). Estos contratos tienen periodos de liquidación que oscilan entre un día (contratos diarios) y un año (anuales o *calendar*), junto con los contratos de duración intermedia: semanales, mensuales y trimestrales. Por su parte, las horas relevantes del periodo de liquidación para el cálculo del promedio del precio spot contra el que liquida el derivado pueden ser todas las horas del periodo (contratos en carga base) o solo las comprendidas entre las 08:00 y las 20:00 horas de los días de lunes a viernes incluidos en el periodo de liquidación (contrato en carga punta). En el segmento de energía del SOC de CIMD se negocian derivados SPEL en carga base y derivados ITEL base y punta.

Durante el conjunto del ejercicio, la negociación total en estos instrumentos alcanzó un volumen de 25,1 TWh, el 74,6% del cual fue en derivados SPEL y el 25,4% en *swaps* ITEL, mayoritariamente en base. El volumen efectivo total de la negociación se elevó a 1.344,2 millones de euros, un 71,5% en derivados españoles y un 28,5% en el subyacente de electricidad italiana, un reparto más equilibrado que en el volumen físico, por el mayor precio medio de los *swaps* de la electricidad italiana respecto de la española.

Con relación a los periodos de liquidación de los contratos, destacó la negociación de contratos anuales de las referencias SPEL, que acumularon 11,5 TWh (61,2% de la negociación total de los derivados «españoles»), mientras que para los contratos italianos la negociación estuvo algo más repartida, pues los anuales concentraron el 42,8% de su volumen total, con más operaciones pequeñas en contratos de periodo de liquidación inferior al mes.

2.3.4 Mercado de *warrants* y certificados

En 2018 tanto el número de emisiones de *warrants* registradas como el volumen emitido continuaron cayendo, mientras que su contratación en el mercado secundario apenas cambió respecto al ejercicio anterior, todo ello en un escenario de baja volatilidad de los mercados que desincentiva el uso de este tipo de instrumentos. En el caso de los certificados, el mercado primario siguió sin registrar actividad (no ha habido ninguna emisión desde 2010), a la vez que la actividad del secundario continuó reduciéndose, con una caída del 11,5% en el importe de las primas contratadas, hasta el nivel más bajo de su historia.

Emisiones

El número de emisiones de *warrants* registradas durante 2018 fue de 5.231, un 8,7% menos que en 2017 y su valor más bajo desde el año 2006. El número de entidades emisoras disminuyó hasta 5, todas ellas bancos, correspondiendo la baja a una compañía de ingeniería que había emitido *warrants* en el ejercicio anterior en el marco de su proceso de reestructuración. Las primas totales, cuyo importe alcanzó los 2.085 millones de euros, un 14,3% menos que en 2017, siguieron concentrándose en contratos cuyos activos subyacentes eran acciones e índices, si bien los índices perdieron peso relativo en beneficio del resto de los subyacentes. El importe total agregado de las primas de las emisiones fue el más bajo de los últimos años, destacando las caídas de casi el 20% en las primas de las emisiones de índices. En el lado contrario, a pesar de su reducido volumen, fueron notables las emisiones de divisas y materias primas, cuyas primas crecieron un 50,4% y un 204,1%, respectivamente. Asimismo, como ya se ha indicado previamente, no se registró ninguna emisión de certificados en la CNMV.

Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 2.3.5

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Divisas	Materias primas
2014	6	8.574	3.644.239	1.770.915	1.697.295	99.964	76.065
2015	8	9.059	3.479.064	1.807.276	1.486.148	106.199	79.441
2016	5	7.809	2.688.574	1.438.206	1.153.143	57.305	39.920
2017	6	5.730	2.433.614	939.528	1.443.030	32.415	18.642
2018	5	5.231	2.084.891	818.952	1.160.478	48.767	56.695

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

Mercado secundario

La contratación de *warrants* en el mercado secundario experimentó un ligerísimo descenso en 2018, hasta situarse en 456,6 millones de euros, su valor más bajo en los últimos 15 años. La contratación se concentró principalmente en *warrants* sobre índices, que representaron casi el 70% del total y, en menor medida, en *warrants* sobre acciones, que acumularon el 29%. Los contratos sobre el resto de los activos (divisas y materias primas), que habían crecido en el ejercicio en el mercado primario, redujeron su contratación a menos de la mitad que en 2017 y apenas supusieron el 1% del total del mercado.

Contratación de warrants en el mercado continuo

CUADRO 2.3.6

Los mercados de valores
y sus agentes
Mercados y emisores

Primas negociadas en miles de euros

	N.º emisiones	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices ¹	Acciones	Divisas ²	Materias primas	
2014	7.612	364.302	430.984	14.209	8.202	817.698
2015	7.530	691.995	370.256	20.004	13.604	1.095.859
2016	6.296	420.353	280.953	5.025	9.209	715.541
2017	5.082	266.016	186.717	2.018	7.837	462.588
2018	4.191	317.881	133.863	1.390	3.542	456.676

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices. (2) Incluye los warrants sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

El importe de las primas negociadas en el segmento de certificados volvió a ser muy reducido, debido a la ausencia de nuevas emisiones de este tipo de activo. La negociación disminuyó hasta 0,32 millones de euros, correspondientes a las dos únicas emisiones activas del mercado, cuyos activos subyacentes son oro y petróleo (ambas fueron emitidas por la misma entidad bancaria en 2007 y 2010, respectivamente).

Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 2.3.7

Primas negociadas en miles de euros

	N.º emisiones ¹	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total
		Índices ²	Acciones	Divisas	Materias primas	
2014	2	0,0	0,0	0,0	1.682,5	1.682,5
2015	2	0,0	0,0	0,0	1.135,1	1.135,1
2016	2	0,0	0,0	0,0	400,5	400,5
2017	2	0,0	0,0	0,0	362,2	362,2
2018	2	0,0	0,0	0,0	320,4	320,4

Fuente: CNMV. (1) El número de emisiones contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo. (2) Incluye cestas de valores y de índices.

2.3.5 Contratos financieros atípicos

En el ejercicio se registraron en la CNMV 11 emisiones de contratos financieros atípicos en los que una entidad de crédito recibe dinero de sus clientes, a la vez que asume una obligación de reembolso en función de la evolución en el mercado de uno o varios valores, aunque sin el compromiso de reembolso íntegro del principal recibido. Así, el reembolso consiste bien en la entrega de determinados valores cotizados, bien en el pago de una suma de dinero, o ambas cosas. Estos contratos se caracterizan por que no están admitidos a negociación en mercados secundarios organizados. El importe de las primas negociadas alcanzó 953 millones de euros, menos de la mitad de los 1.964 millones de euros contratados en 2017, siendo el subyacente mayoritariamente acciones.

Emisiones de contratos de compraventa de opciones registradas en la CNMV

CUADRO 2.3.8

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Materias primas	Tipos de cambio
2014	0	0	0	0	0	0	0
2015	1	1	5.000	5.000	0	0	0
2016	1	4	650.000	650.000	0	0	0
2017	2	15	1.964.500	1.950.000	14.500	0	0
2018	2	11	953.000	950.000	3.000	0	0

Fuente: CNMV. (1) Incluye cestas de valores y de índices.

Como novedad en el ámbito de la regulación en este aspecto en 2018, cabe mencionar que en el Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, se atribuye la competencia sobre los depósitos estructurados (modalidad de CFA, en la que se garantiza el 100% del capital) a la CNMV.

2.4 Compensación, liquidación y registro

2.4.1 Iberclear

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, cuyo nombre comercial es Iberclear, es el depositario central de valores (DCV) español, presta el servicio de registro inicial (servicio de notaría), el servicio de provisión y mantenimiento de cuentas de valores a nivel superior de tenencia (servicio central de mantenimiento o función de depósito central) y realiza la gestión del sistema de liquidación de valores ARCO (servicio de liquidación), así como otros servicios auxiliares relacionados, en la terminología del CSDR³⁶.

A finales de 2018, Iberclear contaba con 67 entidades participantes (incluidas las entidades de contrapartida central y otros DCV con los que Iberclear tiene enlace), 1 entidad menos que al finalizar 2017. Durante 2018 se dieron de alta 4 entidades y 5 causaron baja, la mayoría como consecuencia de procesos de fusión.

2.4.1.1 Actividad de registro

Desde su integración en Target2-Securities (T2S), en septiembre de 2017, Iberclear gestiona una única plataforma (ARCO), en la que están integrados todos los valores.

Al cierre del ejercicio, el número de emisiones registradas en Iberclear se situó en 8.499, por un importe nominal de 1.661.254 millones de euros. En relación con las cifras del año anterior, se produjo una disminución tanto en el número de emisiones

36 Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012 (CSDR, por sus siglas en inglés).

vivas (-7,2%) como en su importe (-0,3%). Esta caída global tuvo lugar a pesar del incremento del número de emisiones y del importe en valores admitidos de deuda soberana, tal y como se aprecia en el cuadro 2.4.1.

Iberclear ARCO. Actividad de registro

CUADRO 2.4.1

Importes en millones de euros

Valores registrados	2017	2018	% var. 18/17
Número de emisiones	9.155	8.499	-7,2
Deuda pública	472	486	3,0
Deuda corporativa	2.254	2.129	-5,5
Resto de valores	6.429	5.884	-8,5
Saldo nominal registrado	1.666.693	1.661.254	-0,3
Deuda pública	989.698	1.036.073	4,7
Deuda corporativa	530.290	485.873	-8,4
Resto de valores	146.705	139.308	-5,0

Fuente: Iberclear y CNMV.

2.4.1.2 Actividad de liquidación

La cifra total de liquidación no es directamente comparable con la del año 2017 porque la renta fija se incorporó a la plataforma ARCO en septiembre de 2017, con la implantación de la fase II de la reforma efectuada en España en los sistemas de compensación, liquidación y registro, y la codificación de las operaciones no permite una correspondencia exacta. No obstante, de acuerdo con la estimación realizada debe señalarse que, en relación con la renta fija y en términos globales, la actividad se redujo notablemente (un 56% respecto al número de operaciones y un 63% en términos de efectivo). Esto se debe a que, tras la incorporación a Target2-Securities, los movimientos de saldo dentro de una misma cuenta de terceros han dejado de comunicarse y computarse en Iberclear, puesto que no dan lugar a instrucciones de liquidación a través del sistema.

En relación con las operaciones de renta variable procedentes de entidades de contrapartida central (ECC), la actividad se ha vuelto a reducir, en sintonía con la menor actividad del mercado. Por lo que se refiere a la operativa bilateral, se estima un incremento del 2,3% en el número de operaciones y del 1,3% con respecto al efectivo.

Iberclear. Operaciones liquidadas ARCO

CUADRO 2.4.2

Importes en millones de euros

	2017		2018	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Operaciones provenientes de ECC	2.367.529	2.782.727	2.512.771	7.850.520
Deuda soberana ¹	78.490	2.092.330	282.626	7.167.911
Deuda corporativa ¹	-	-	-	-
Renta variable	2.289.039	690.397	2.230.145	682.609
Operaciones bilaterales y de plataforma	8.538.996	33.278.388	6.652.376	12.884.526
Deuda soberana ¹	2.703.625	30.742.801	1.167.172	11.520.441
Deuda corporativa ¹	556.919	1.321.559	85.074	134.177
Renta variable	5.278.452	1.214.028	5.400.130	1.229.909
TOTAL	10.906.525	36.061.115	9.165.147	20.735.046

Fuente: Iberclear y CNMV. (1) Para 2017, en los valores de deuda soberana y deuda corporativa se agregan todos los tipos de operación en los periodos previo y posterior al 15 de septiembre, fecha de la fase II de la reforma, en la que Iberclear se incorporó a T2S y la renta fija, a la plataforma ARCO. Adicionalmente, antes de la incorporación a ARCO, las operaciones procedentes de ECC de renta fija no podían identificarse porque se procesaban como bilaterales.

Iberclear. Incidencias en la liquidación ARCO

CUADRO 2.4.3

Importes en millones de euros

	2017		2018	
	N.º operaciones	Efectivo	N.º operaciones	Efectivo
Deuda soberana ¹	24.999	436.864	51.138	761.471
Deuda corporativa ¹	1.726	2.618	5.965	7.590
Renta variable	745.317	239.366	917.761	294.144
Total ventas vencidas	772.042	678.848	974.864	1.063.205
Recompras y liquidación en efectivo	104	2	78	9

Fuente: Iberclear y CNMV. (1) Para 2017, en los valores de deuda soberana y deuda corporativa la información corresponde únicamente al periodo posterior al 15 de septiembre, fecha de la fase II de la reforma, en la que Iberclear se incorporó a T2S y la renta fija, a la plataforma ARCO.

Las cifras sobre eficiencia en la renta fija y el total de 2018 no son directamente comparables con las de 2017, porque para ese año solo se han computado las incidencias correspondientes al periodo posterior al 15 de septiembre, una vez que los valores de renta fija se incorporaron a la plataforma ARCO. No obstante, considerando la eficiencia en esta plataforma desde esa fecha, el porcentaje de operaciones vencidas en 2018 fue menor que el de las 14 últimas semanas de 2017 (4,3% de operaciones vencidas frente al 5,5% de 2017), con un mejor comportamiento de la deuda soberana (4,1%) respecto a la deuda corporativa (7,5%).

Por su parte, la ineficiencia en la renta variable se incrementó en torno a dos puntos porcentuales. Esto se debe al mayor peso de las operaciones bilaterales, que, en general, tienen peores ratios de eficiencia.

2.4.2 BME Clearing

BME Clearing es la entidad de contrapartida central autorizada en España a prestar servicios de compensación, de acuerdo con el Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR, por sus siglas en inglés).

El cuadro 2.4.4 refleja la distribución de miembros activos en BME Clearing, diferenciando por segmento y por tipo de miembro. A final de 2018 el número de miembros de BME Clearing se mantuvo en 132, debido a que se dieron de alta 10 entidades y otras 10 causaron baja.

Número de miembros en BME Clearing por segmento

CUADRO 2.4.4

Segmento	Compensador		No compensador			Cuenta propia	Total entidades	Var. 18/17
	General	Individual	Indiv. especial	No compens. Ordinario				
BME Clearing Derivados	7	27	-	10	-	13	57	1
BME Clearing Energía	6	-	-	-	-	31	37	2
BME Clearing Repo	-	25	-	-	-	-	25	-3
BME Clearing Swap	-	8	-	-	-	-	8	0
BME Clearing Renta Variable	9	16	5	-	24	-	54	-1
TOTAL ENTIDADES (*)	17	50	5	10	24	44	132	-
Var. 2017	-1	-1	-2	-1	1	4	0	-

Fuente: BME Clearing y CNMV. (*) La fila del total de entidades no se corresponde con la suma por segmentos, ya que una misma entidad puede participar en varios.

2.4.2.1 BME Clearing Derivados

En este segmento se compensan las operaciones sobre derivados financieros negociados en MEFF. A lo largo de 2018 se dieron de baja 7 entidades y se incorporaron 6, con lo que el número de miembros se situaba en 57 a finales de año (1 menos que en 2017) como se observa en el cuadro 2.4.4.

2.4.2.2 BME Clearing Energía

La principal novedad en este segmento en 2018 fue la puesta en marcha, el 24 de mayo, del nuevo servicio de compensación de contratos sobre gas natural. Estos contratos, a diferencia de los contratos sobre electricidad, se liquidan por entrega física en el punto virtual de balance³⁷ (PVB) español. Los nuevos contratos que BME Clearing acepta para compensación son futuros y operaciones al contado sobre gas natural, así como operaciones de préstamo o depósito. En concreto, los contratos negociados en BME Clearing son los *day-ahead* (contratos diarios) y toda la curva de futuros de gas natural (con vencimiento semanal, mensual, trimestral, de temporada y anual).

37 El punto virtual de balance es el punto de intercambio virtual de la red de transporte donde los usuarios pueden transferir la titularidad del gas como entrada o salida del mismo.

BME Clearing gestiona el riesgo y las garantías, además del registro de las posiciones, las notificaciones al gestor técnico del sistema (GTS) gasista, que en España es Enagás, y realiza las liquidaciones y las correspondientes facturaciones.

La actividad actual de negociación de derivados sobre gas en España se realiza mediante transacciones bilaterales OTC. El volumen de entregas derivadas de esta negociación se comunica por medio de notificaciones de cesiones y adquisiciones de gas al GTS (Enagás). En este contexto, BME Clearing compensa contratos de dos tipos diferentes de gas: gas natural y gas natural licuado. Este último debe ser procesado en una planta de regasificación como paso previo a su conversión en gas natural y su distribución comercial posterior. Los contratos sobre gas natural se liquidan mediante la notificación al GTS de la entrega de gas en el punto virtual de balance, mientras que los contratos sobre gas natural licuado se liquidan mediante la notificación de la entrega en una planta de regasificación.

La aprobación de esta actividad se realizó en 2017 y en abril de 2018 el Consejo de la CNMV aprobó el establecimiento de convenios entre BME Clearing y tres SOC u OTF, nuevas figuras autorizadas bajo el marco MiFID II, para la compensación en la ECC de las operaciones sobre contratos de gas que se ejecutan en ellos. Desde entonces y hasta el cierre del año, se han sumado 22 entidades participantes, con un volumen registrado hasta diciembre de 1,4 TWh.

Además del gas, los derivados sobre electricidad (negociados en MEFF) siguieron atrayendo el interés de las entidades activas en el sector para ser participantes en el mercado, cuyo número aumentó desde 146 a finales de 2017 hasta 156 en los últimos meses del año 2018. A pesar de esta tendencia se registró un número menor de contratos, por lo que el volumen registrado en productos derivados sobre electricidad se redujo un 30% en 2018 y se situó en 12,5 TWh.

Evolución de la actividad en BME Clearing Energía

CUADRO 2.4.5

Volumen nominal en millones de euros

	2017			2018		
	Electricidad	Gas	Total	Electricidad	Gas	Total
Volumen efectivo	854	-	854	689	35	724
Número de operaciones	1.982	-	1.982	1.908	48	1.956
TWh	17,9	-	17,9	12,5	1,4	13,9

Fuente: CNMV y BME Clearing.

En cuanto al número de miembros registrados en este segmento de BME Clearing, en 2018 se dio de baja 1 entidad y se incorporaron 3, con lo que el número total de miembros se situó en 37 (2 más que en 2017) como se observa en el cuadro 2.4.4.

2.4.2.3 BME Clearing Renta Variable

El segmento de renta variable es el servicio de contrapartida central para las compras de valores negociados en bolsa. Este segmento inició su actividad el 27 de abril de 2016, fecha de comienzo del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro, que estableció como obligatoria la compensación por medio de una ECC de

las operaciones sobre acciones y derechos de suscripción realizadas a través de segmentos multilaterales.

En septiembre de 2017 se completó otro hito con la conexión de Iberclear y BME Clearing a la plataforma de liquidación de valores paneuropea Target2-Securities, dándose así por concluida la segunda y última fase de la reforma.

Durante 2018 se registró un volumen efectivo de 1.136.782 millones de euros, un 12,2% menos que en 2017, como se observa en el cuadro 2.4.6.

Evolución de la actividad en BME Clearing Renta Variable

CUADRO 2.4.6

	2017	2018
Volumen efectivo (millones de euros)	1.294.553	1.136.782
Número de operaciones	101.960.566	88.278.588

Fuente: CNMV y BME Clearing.

A finales de 2018 este segmento contaba con 56 miembros compensadores, 2 más que al cierre de 2017, tras producirse 4 incorporaciones y 2 bajas (véase cuadro 2.4.4).

2.4.2.4 BME Clearing Repo

El segmento de renta fija Repo ofrece el servicio de contrapartida central para las operaciones de repos sobre deuda pública española, con lo que se elimina el riesgo de contrapartida para las entidades participantes.

En abril de 2018 el Consejo de la CNMV aprobó el establecimiento de un convenio entre BME Clearing y BrokerTec para registrar operaciones de esta plataforma en el segmento de repos. Las entidades financieras negocian repos de forma bilateral y los compensan en BME Clearing. A través de este acuerdo los bancos que operan a través de la plataforma BrokerTec —la principal plataforma para la negociación de repos sobre deuda española— pueden compensar sus operaciones en la CCP de BME, beneficiándose del acceso a una mayor liquidez.

A pesar de ello, durante el año 2018 la actividad en este segmento se redujo notablemente. El volumen total registrado fue de 155.639 millones de euros, con una media mensual de 190 operaciones. Al cierre de 2018, la posición abierta media de los 10 últimos días, equivalente a la financiación facilitada, se situaba en 8.243 millones de euros, con un plazo medio financiado de 26 días.

En este segmento 3 miembros se dieron de baja en 2018, con lo que el número de miembros activos era de 25 a finales de año, todos ellos compensadores individuales.

Evolución de la actividad en BME Clearing Repo

CUADRO 2.4.7

	2017	2018
Volumen nominal (millones de euros)	295.256	155.639
Número de operaciones	4.915	2.145

Fuente: CNMV y BME Clearing.

2.4.2.5 BME Clearing Swap

Este segmento ofrece el servicio de contrapartida central para las operaciones de derivados negociados OTC sobre tipos de interés. Comenzó su actividad en 2016.

A pesar de los cambios durante este último año, la actividad de este segmento continuó reduciéndose. En 2018 se registraron únicamente 11 operaciones por un importe nominal inferior a los 150 millones de euros, muy por debajo de las 47 operaciones de 2017 por un importe superior a los 2.200 millones de euros.

A finales de 2018 este segmento contaba con ocho miembros compensadores (sin cambios respecto a 2017), todos ellos compensadores individuales.

2.4.3 Iniciativas europeas en el cambio de los servicios de registro, contrapartida, compensación y liquidación

Progreso en la implantación del Reglamento (UE) 909/2014 sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores (CSDR)

El Reglamento sobre depositarios centrales de valores (CSDR) proporciona, junto con T2S, una base clave para un mercado único de capitales. El objetivo de esta norma es establecer requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en toda la Unión Europea y armonizar la organización y conducta de los DCV europeos.

El desarrollo del nivel 2 del CSDR (nivel 1) se inició en 2017 y el 13 de septiembre de 2018 se completó con la publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* del Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 de la Comisión, de 25 de mayo de 2018 (nivel 2), por el que se completa el CSDR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina en la liquidación. Esta norma de nivel 2 entrará en vigor en septiembre de 2020.

En lo que respecta a las medidas de nivel 3, con el fin de contribuir al objetivo de asegurar la convergencia de la supervisión y una implementación uniforme del CSDR y de las medidas conexas de nivel 2, ESMA publicó a lo largo de 2018 una serie de directrices, recomendaciones, opiniones, y preguntas y respuestas.

Entre las directrices se pueden destacar las relativas al proceso para calcular los indicadores con los que determinar las monedas más relevantes en las que tiene lugar la liquidación, las directrices sobre el proceso para calcular los indicadores con los que determinar la importancia significativa de un DCV para un Estado miembro de acogida y las directrices relativas a la cooperación entre autoridades, en virtud de los

artículos 17 y 23 del CSDR. Estos conjuntos de directrices se publicaron el 28 de marzo de 2018 en la web de ESMA, habiendo comunicado la CNMV su intención de cumplirlas.

Por último, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 17 del CSDR, desde octubre de 2017 se está llevando a cabo el proceso de autorización de Iberclear como DCV según dicho reglamento. Durante 2018 continuaron los trabajos relacionados con este proceso por parte de Iberclear, la CNMV y el Banco de España.

Finalmente, destaca la creación, a finales de 2018 y por parte de la CNMV, de un grupo de contacto sobre el sistema de compensación, liquidación y registro, como canal para la transmisión y la consulta de iniciativas regulatorias en los ámbitos nacional y de la Unión Europea en el marco de la poscontratación y también como foro para la discusión sobre la aplicación de asuntos que afecten a este sector y propuestas de mejora.

