



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2014



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2014**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	9
II	Informes y análisis	67
	Los consejos de administración durante la crisis: una visión descriptiva de los procesos de toma de decisiones	69
	Alberto Lavín Fernández	
	Regímenes de transparencia obligatoria en el mercado secundario de deuda especulativa	105
	María del Rosario Martín Martín	
III	Anexo legislativo	127
IV	Anexo estadístico	139

Siglas y acrónimos

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

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

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	13
2	Entorno macrofinanciero	16
	2.1 La evolución económica y financiera internacional	16
	2.2 La evolución económica y financiera nacional	23
	2.3 Perspectivas	31
3	La evolución de los mercados nacionales	32
	3.1 Los mercados bursátiles	32
	3.2 Los mercados de renta fija	40
4	Los agentes de los mercados	49
	4.1 Vehículos de inversión	49
	4.2 Empresas de servicios de inversión	55
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	62
	4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo	63

Índice de recuadros

Recuadro 1	Proyecciones de la economía española	25
Recuadro 2	Principales novedades de la MiFID II en el ámbito de los mercados	37
Recuadro 3	Evolución de los flujos de inversión del sector no residente en España	46
Recuadro 4	Resultados obtenidos en la operativa con CFD por los clientes de las entidades más activas en la comercialización de estos productos: principales conclusiones de un análisis realizado por la CNMV	61

1 Resumen ejecutivo

- La información económica disponible¹ pone de manifiesto diferencias notables en el crecimiento de las economías más relevantes. Las emergentes y, dentro de las avanzadas, EE. UU. y el Reino Unido continuaron creciendo con intensidad durante el segundo trimestre del año, mientras que otras economías avanzadas, como Alemania o Francia, sorprendieron negativamente. Esta heterogeneidad explica las diferencias que empiezan a observarse en los giros de las políticas monetarias de estas zonas. En EE. UU., la Reserva Federal continuó reduciendo las compras de activos en los mercados y se espera que los tipos de interés empiecen a subir en la segunda mitad de 2015. Por el contrario, el BCE, en un marco de crecimiento e inflación muy bajos, redujo su tipo de interés hasta el mínimo histórico del 0,05% y adoptó medidas no convencionales que persiguen reavivar la concesión de crédito.
- En los mercados internacionales de deuda, las rentabilidades de las principales referencias han mostrado, con más o menos intensidad, descensos a lo largo del año. La zona del euro presenta caídas mayores debido a que su situación económica es más débil; así, en Alemania y en Francia, los tipos de interés de la deuda pública a diez años descendían hasta el 1,0% y el 1,4% a mediados de septiembre, mientras que en EE. UU. se situaban en el 2,6%. En los países de la periferia de Europa, la mejora de la confianza de los inversores acentuó la caída de las rentabilidades de los bonos y de las primas de riesgo hasta niveles inferiores a los existentes al inicio de la crisis.
- La abundancia de liquidez y el apetito por el riesgo determinaron la evolución de los mercados de renta variable en los primeros meses del año. Como resultado, los principales índices de las bolsas se revalorizaron durante la primera mitad de 2014. Sin embargo, en el tercer trimestre los mercados mostraron un comportamiento más heterogéneo debido a varios acontecimientos con efectos opuestos. Así, la debilidad de los datos de actividad en Europa, junto con algunos riesgos geopolíticos, daban lugar a caídas en las cotizaciones, mientras que las nuevas medidas adoptadas por el BCE provocaban avances. En el acumulado del año destacaron los incrementos de los índices estadounidenses (superiores al 7% en el caso del S&P 500 y del Nasdaq), mientras que los índices europeos mostraron mucha más heterogeneidad.
- El PIB de la economía española creció un 0,6% en el segundo trimestre del año (1,2% en términos anuales), claramente por encima de la media de la zona del euro. La mejora de la actividad, producto del mayor dinamismo de la demanda

1 El presente informe se cierra a 15 de septiembre de 2014.

nacional, dio lugar a una leve recuperación del empleo y por tanto a una disminución de la tasa de paro. Por su parte, la inflación, que se había mantenido en torno a cero durante el primer semestre, cayó hasta el -0,5% en agosto. En el ámbito presupuestario, el déficit del Estado hasta julio se situó en el 3,08% del PIB, medio punto por debajo del registrado un año antes. La deuda conjunta de las administraciones públicas superó el billón de euros a mitad de año, aunque cerca de seis mil millones de este incremento se debieron a un cambio contable.

- El sistema bancario español sigue estando condicionado por la actividad económica, que a pesar de su mejoría no tiene todavía intensidad suficiente para dinamizar el negocio bancario, y por la elevada morosidad, todavía superior al 13% del crédito total. No obstante, se observa un avance en la situación del sector, como pone de manifiesto la evolución positiva de la cuenta de resultados agregada, la revalorización de las cotizaciones en bolsa y la mejora de las condiciones de financiación de las entidades. Los resultados de los test de estrés, que se conocerán en octubre, serán claves para apuntalar la confianza en el sector.
- La recuperación de la actividad económica española también ha empezado a trasladarse a los resultados de las sociedades cotizadas. El beneficio agregado de las empresas cotizadas no financieras se incrementó un 3,9% en el primer semestre del año, hasta los 8.628 millones de euros. Este avance respondió, en gran medida, a la recuperación de los resultados de las empresas del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias. El endeudamiento agregado se redujo un 3,3%, hasta los 265 mil millones, pero la ratio de apalancamiento se mantuvo casi sin cambios (1,32).
- En los mercados nacionales de renta variable, después de un primer semestre de elevadas revalorizaciones, las cotizaciones tendieron a estabilizarse. El Ibex 35, que había aumentado un 10,2% en los seis primeros meses del año, perdió un 0,8% de su valor en el tercer trimestre. En el acumulado del año, su revalorización (9,3%) es significativamente superior a la de otros índices europeos de referencia. Además, el volumen de contratación continuó creciendo (un 27% en el año) debido al mayor atractivo de los activos de renta variable española en relación con otras alternativas de inversión, y a pesar de que aumentó la contratación de acciones españolas en mercados regulados y SMN de otros países. La volatilidad del mercado de renta variable permaneció en niveles muy reducidos, inferiores al 20%.
- En los mercados de renta fija españoles se observaron nuevas caídas en los tipos de interés, en un contexto marcado por la mejoría de las perspectivas sobre la economía española y la abundancia de liquidez en el sistema. Así, las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública y privada se situaron en nuevos mínimos históricos en el tercer trimestre del año, dejando poco margen para caídas adicionales. En el caso del bono de deuda pública a diez años, la rentabilidad se situaba en el 2,3% a mediados de septiembre, muy por debajo de los niveles de finales de 2013 (4,1%). También descendieron las primas de riesgo de crédito de los diferentes tipos de emisores españoles, dando lugar a un intenso abaratamiento de las condiciones de financiación de la economía en su conjunto. Tal vez en algunos segmentos de estos mercados los precios de las referencias estén algo desalineados con los fundamentos de la economía y pue-

dan ser más sensibles ante posibles rebrotes de inestabilidad o incrementos no anticipados en los tipos de interés. Las emisiones de deuda de los emisores españoles registradas en la CNMV retrocedieron un 28,5% en 2014, hasta los 67.311 millones de euros², debido a su menor necesidad de financiación.

- El patrimonio de los fondos de inversión aumentó un 16,6% durante el primer semestre del año, hasta situarse en 182,7 mil millones de euros. Gracias a esta tendencia creciente, que comenzó en 2013, el patrimonio del sector se ha situado en niveles que no se observaban desde finales de 2008. El 80% del aumento se debió a las suscripciones netas, que se concretaron de forma mayoritaria en las categorías de renta fija, renta fija mixta y fondos de gestión pasiva. El volumen de inversión de las IIC extranjeras también se incrementó sensiblemente (un 24,2%) y ya representa cerca de la cuarta parte del volumen total del patrimonio de IIC que se comercializa en España. En consonancia con la expansión del patrimonio del sector, las sociedades gestoras de estos productos (SGIIC) vieron aumentar sus ingresos por comisiones de gestión (16,7%) y sus beneficios (14%), si bien el número de entidades en pérdidas pasó de once en diciembre de 2013 a trece en junio de 2014.
- La actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) mejoró notablemente durante el primer semestre del año debido al incremento de la contratación en los mercados de renta variable y a la expansión de la inversión colectiva. En términos agregados, los beneficios de las ESI crecieron casi un 60% y su rentabilidad sobre fondos propios (ROE) pasó del 16,5% a finales de 2013 al 23,8% a mediados de 2014. Las condiciones de solvencia del sector, cuyo cálculo ha sido modificado por el Reglamento UE 575/2013, continuaron siendo óptimas. El volumen de patrimonio asesorado por las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) descendió en el primer semestre del año (un 18%, hasta los 14,4 mil millones), ya que se produjo la cancelación de un contrato voluminoso; fuera de esta cancelación, el patrimonio asesorado habría aumentado un 5%.
- Este informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primero describe la revisión al alza de las previsiones de crecimiento de la economía española para 2014 y 2105 efectuadas por diferentes instituciones y su causa.
 - El segundo contiene las principales novedades de la directiva MiFID II en el ámbito de los mercados financieros.
 - El tercero expone los cambios en el volumen y en el sector de destino de los flujos de inversión del sector no residente en España durante la crisis.
 - El cuarto recuadro detalla las conclusiones de un análisis realizado por la CNMV de los resultados obtenidos por los clientes que utilizan la operativa con CFD (Contratos Financieros por Diferencias).

2 La caída se atenúa hasta un 11,5% si se incluyen las emisiones efectuadas en el exterior.

2 Entorno macrofinanciero

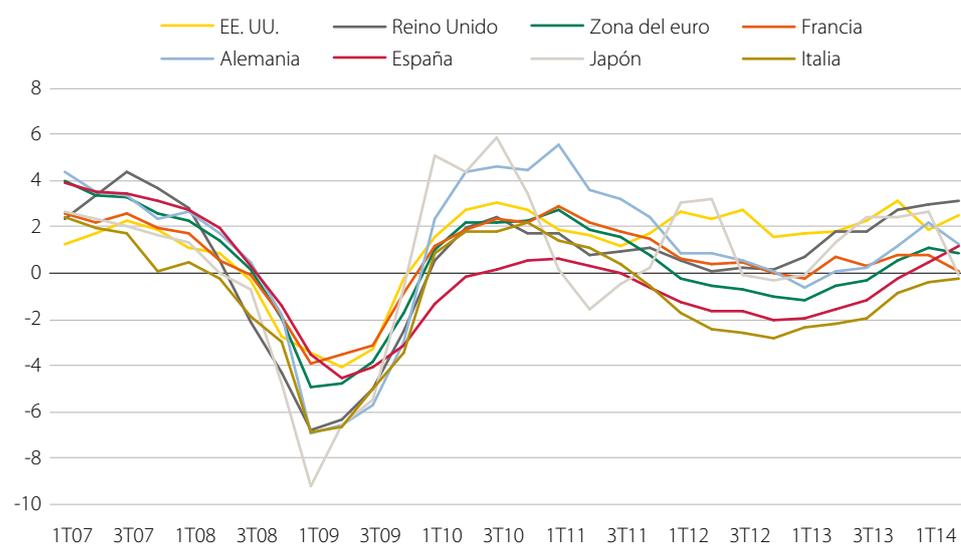
2.1 La evolución económica y financiera internacional

La evolución de la actividad fue desigual durante el segundo trimestre del año, con sorpresas negativas en Alemania y Francia y positivas en España, Portugal y Holanda.

La evolución de la actividad fue desigual en las economías avanzadas durante los meses centrales de 2014. Entre ellas, el crecimiento del PIB fue más vigoroso en EE. UU., a pesar de la debilidad del primer trimestre por factores puntuales, y en el Reino Unido. En términos anuales crecieron un 2,5% y un 3,2% respectivamente. Sin embargo, en la zona del euro los datos de actividad fueron algo desconcertantes ya que las economías más grandes no crecieron o incluso retrocedieron (Alemania registró un descenso trimestral del 0,2%, al igual que Italia, y Francia mostró una variación nula) mientras que las economías de la periferia, más débiles en trimestres anteriores, tuvieron un comportamiento más dinámico. Destacó el avance trimestral del PIB en España y Portugal (0,6% en ambos casos), así como en Holanda (0,5%). En China el crecimiento acumulado en los seis primeros meses del año fue del 7,4%, algo menos que en el mismo periodo del año anterior (7,6%).

PIB, tasas de variación anual (%)

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

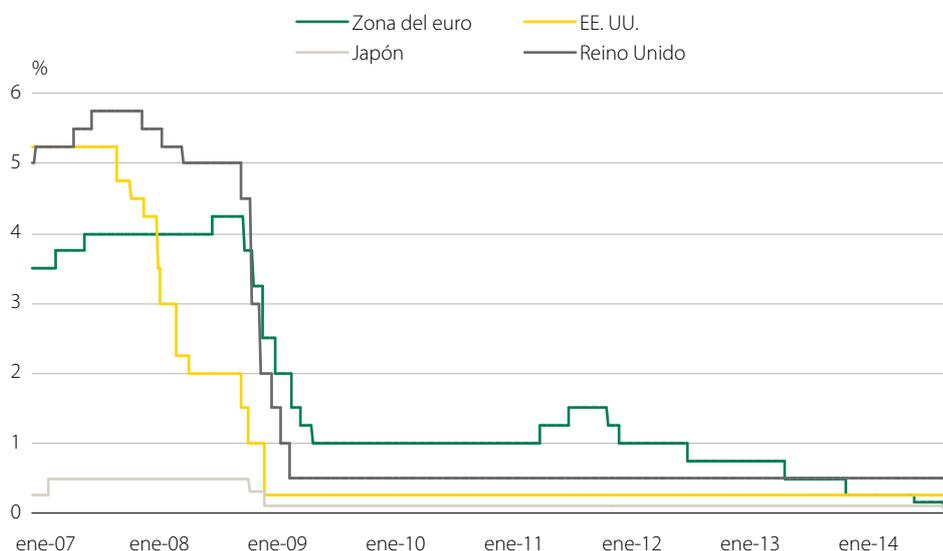
La inflación siguió cerca del 2% en EE. UU. y en el Reino Unido y por debajo del 1% en la zona del euro. Por ello, los bancos centrales muestran algunas divergencias en sus estrategias.

Las tasas de inflación se han mantenido cercanas al 2% tanto en EE. UU. como en el Reino Unido durante los últimos meses. En la zona del euro el crecimiento de los precios de consumo ha caído hasta tasas inferiores al 1% desde octubre de 2013, dando lugar a una cierta preocupación por el riesgo de deflación. Las políticas monetarias mantienen su tono ampliamente expansivo aunque se perciben diferencias notables. En EE. UU., por ejemplo, la evolución de la actividad y del empleo ha permitido a la autoridad monetaria ir reduciendo el volumen de las compras mensuales de deuda en los mercados. Hoy se sitúa en veinticinco mil millones de dólares, sesenta mil millones menos que a finales de 2013. La Reserva Federal ha anunciado que este importe se reducirá a quince mil millones a partir de octubre. Por el contrario, en la zona del euro, el BCE rebajó el tipo de interés oficial en junio y en septiembre hasta el mínimo histórico del 0,05% y anunció medidas no convencionales; entre ellas, las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, Targeted Longer-Term

Refinancing Operations), mediante las cuales los bancos podrán obtener financiación en función del volumen de crédito (no hipotecario) que concedan, y la compra de activos privados (células hipotecarias y determinadas titulizaciones³), que el BCE realizará a partir de octubre.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

En los mercados internacionales de deuda las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo han descendido, en general, durante todo el año, aunque con mucha menos intensidad en EE. UU. y en el Reino Unido. En estas dos economías, los tipos de interés se situaban en el 2,6% y el 2,5% respectivamente a mediados de septiembre, apenas 50 p.b. por debajo de los niveles de finales de 2014. El mayor dinamismo de su actividad económica es la causa principal de la resistencia a la baja de estas rentabilidades.

Las rentabilidades de las principales referencias de deuda pública a largo plazo han descendido, en general, durante el año...

En la zona del euro las caídas de las rentabilidades han sido mayores. En las economías de la periferia de Europa la mejora de las perspectivas económicas ha propiciado la compra de su deuda reduciendo aún más las rentabilidades de estos instrumentos. En Irlanda, España e Italia se quedaban en el 1,9%, 2,3% y 2,5% respectivamente, tras descensos superiores a 1,5 p.p. en lo que va de año. Estas rentabilidades, que están por debajo de los niveles previos a la crisis, podrían presentar una cierta disociación con los fundamentos macroeconómicos de estas economías. En el caso de las economías europeas de mayor tamaño, destaca el descenso de la rentabilidad del bono alemán, de 0,92 p.p., hasta el 1,02%, y sobre todo la del bono francés, de 1,1 p.p., hasta el 1,4%; su evolución, mucho más pareja que en años anteriores, responde posiblemente a la debilidad de sus datos de crecimiento del segundo trimestre.

... con más intensidad en el conjunto de las economías europeas, debido a un estado macroeconómico más débil y también al incremento de los flujos de inversión hacia los países de la periferia.

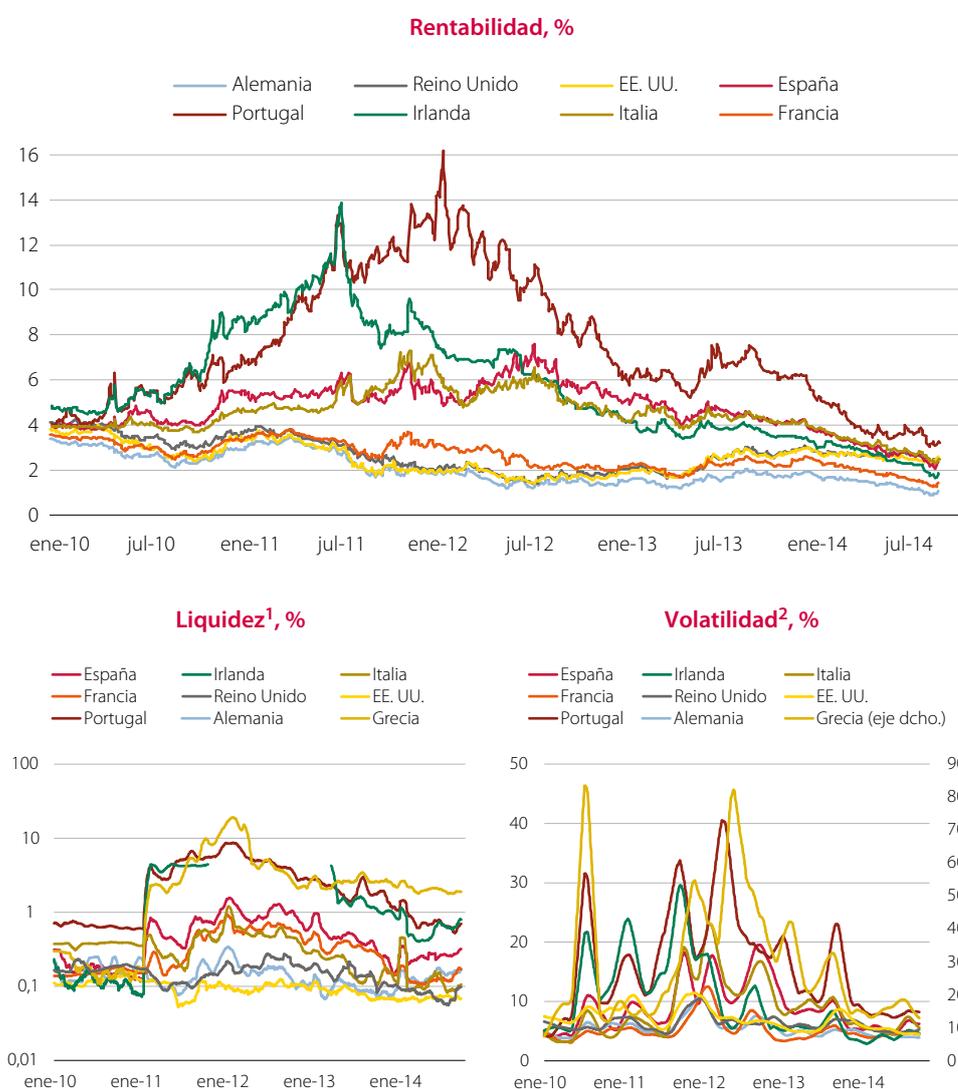
3 El BCE adquirirá titulizaciones (ABS, Asset-Backed Securities) cuyo activo subyacente sean derechos sobre el sector privado no financiero de la zona del euro bajo el programa de compras ABSPP (ABS Purchase Programme); asimismo, adquirirá cédulas hipotecarias acogiendo a un nuevo programa de compras (CBPP3, Covered Bonds Purchase Programme).

Las primas de riesgo de crédito soberano se encuentran en niveles similares o inferiores a los existentes antes de la crisis.

Las primas de riesgo de las economías europeas de la periferia han seguido descendiendo a lo largo del año, en línea con la moderación de las tensiones en los mercados de deuda y la mejora de las perspectivas económicas. Desde diciembre de 2013 hasta mediados de septiembre de 2014 la caída de las primas de los CDS a cinco años sobre bonos de deuda soberana a diez años ha oscilado entre los 70 y los 180 p.b. Como se observa en el gráfico 4, los niveles de estas primas son, en términos generales, similares o inferiores a los existentes antes del inicio de la crisis. En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de los bonos de menor calidad crediticia (*high yield*) siguieron siendo reducidas, ya que predominaron las estrategias basadas en la búsqueda de mayor rentabilidad (*search for yield*). Sin embargo, la tendencia descendente de estas primas se invirtió a principios de junio, acumulando desde entonces incrementos cercanos a los 60 p.b. en EE. UU. y a los 85 p.b. en Europa (véase gráfico 5).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

GRÁFICO 3

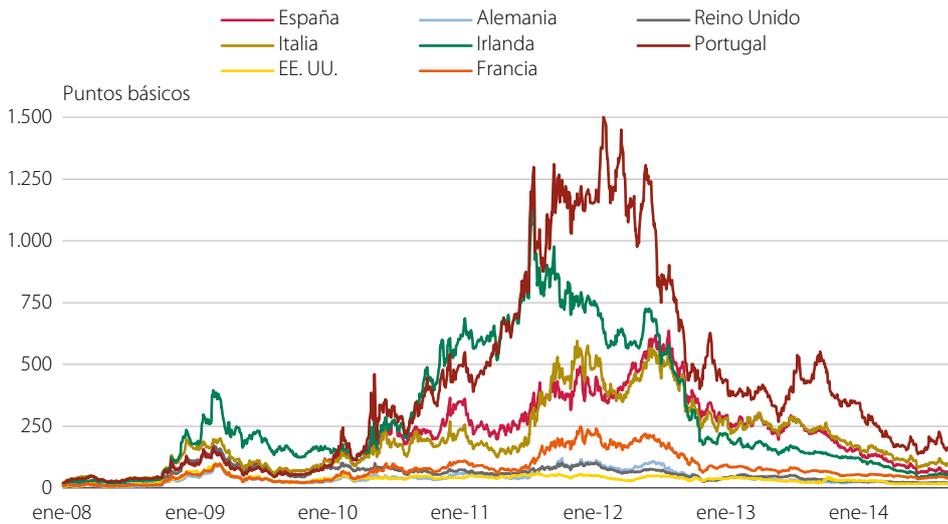


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre.

- 1 Promedio de un mes del diferencial compra-venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica).
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días. Se ofrece media móvil de 50 periodos.

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

GRÁFICO 4

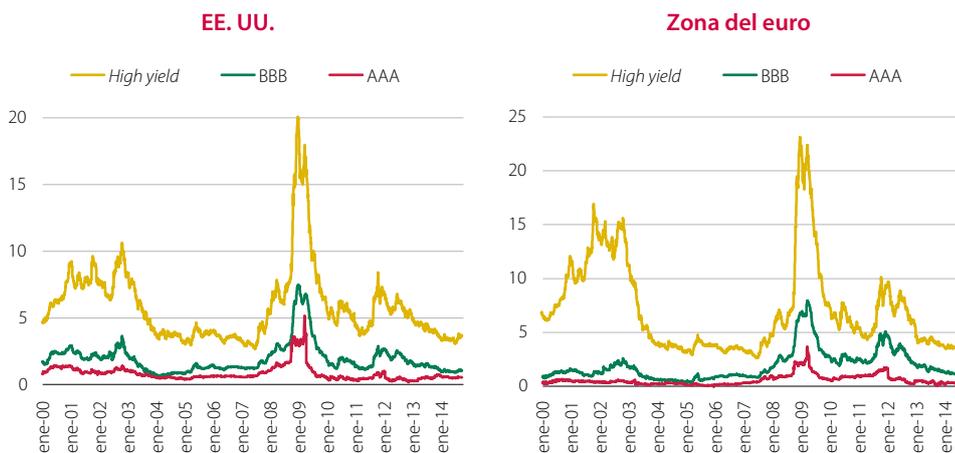


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 15 de septiembre.

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a diez años, puntos porcentuales¹



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 En la zona del euro respecto a la deuda pública alemana.

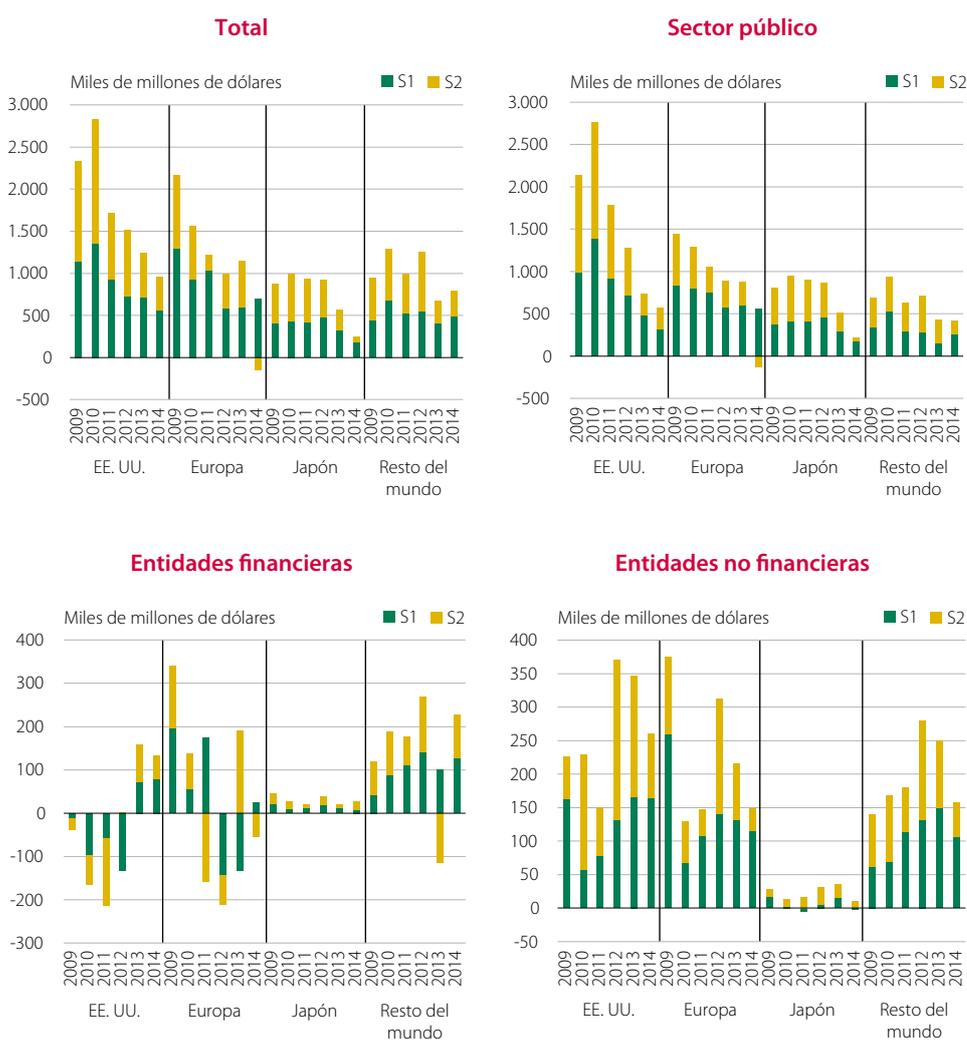
Las emisiones netas de deuda a largo plazo en los mercados internacionales en lo que va de año (en términos anualizados) fueron algo superiores a los 2,5 billones de dólares, lo que supone un descenso del 29,5% respecto al mismo periodo de 2013. Este retroceso tuvo su origen en la caída de las emisiones efectuadas por el sector público, que en los primeros meses del segundo semestre fueron muy reducidas, especialmente en Europa (véase gráfico 6). De hecho, en esta región, el descenso de las necesidades de financiación del sector público, en el contexto de los planes de consolidación fiscal, ha sido tan intenso que las emisiones netas se situaron en terreno negativo (es decir, los vencimientos de deuda pública a largo plazo fueron más altos que los volúmenes emitidos). En el sector privado de la economía destaca que, en el acumulado del año, las emisiones netas de las entidades financieras aumenta-

Las emisiones netas de deuda cayeron un 29,5%, hasta los 2,5 billones de dólares, por las menores necesidades de financiación del sector público.

ron desde los 223 mil millones de dólares en 2013 hasta los 357 mil millones en 2014, mientras que las de las entidades no financieras cayeron desde los 851 mil millones hasta los 574 mil millones. Sin embargo, como se observa en los paneles del gráfico 6, hay diferencias importantes entre regiones, también en cuanto al patrón temporal de las emisiones. En el caso de las entidades financieras, en EE. UU. los volúmenes netos llevan en terreno positivo varios trimestres, mientras que en Europa volvieron a ser negativos desde los meses centrales del año. En el caso de las entidades no financieras, el descenso de las emisiones ha sido relativamente similar en las regiones más relevantes.

Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

En los mercados de renta variable continuó predominando el apetito por el riesgo en un entorno de baja volatilidad. Tras las ganancias de los índices en los dos primeros trimestres, se produjo más heterogeneidad en el tercero...

La evolución de los mercados de renta variable continuó marcada por el aumento del apetito por el riesgo de los inversores en un entorno de volatilidad muy reducida. Los índices de renta variable de las principales economías avanzadas, que se habían revalorizado con intensidad en la primera mitad del año, mostraron un comportamiento algo más heterogéneo en el tercer trimestre. En este periodo, la debilidad de los datos de actividad en las economías más grandes de la zona del euro y la inesta-

bilidad geopolítica tuvieron un impacto relevante en la evolución de los índices europeos, que compensó el alza motivada por los anuncios del BCE; la variación de estos índices osciló entre el -2,2% del Mib 30 y el 0,7% del Euronext 100.

La información acumulada en lo que va de 2014 indica que los índices de renta variable de EE. UU. son los que han presentado las mayores ganancias, al crecer entre un 2,7% del Dow Jones y un 8,2% del Nasdaq. En la zona del euro, a pesar del retroceso experimentado durante los meses centrales del año, los índices presentaban avances que iban del 1,1% del Dax 30 al 9,3% del Ibex 35. En Japón, el Topix ganaba un 0,9% mientras que el Nikkei cedía un 2,1%. La evolución de los índices japoneses fue alcista en el segundo y tercer trimestre, pero su recorrido anual estuvo limitado por las elevadas caídas de los primeros meses del ejercicio.

... con descensos en algunos índices europeos debido a la debilidad de los datos macro y a la inestabilidad geopolítica, y a pesar del bálsamo que supusieron las nuevas medidas del BCE.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

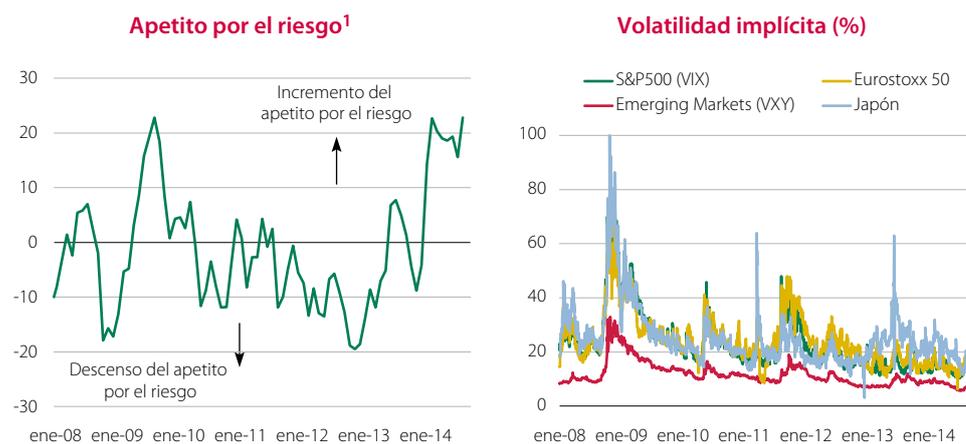
CUADRO 1

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

Fuente: Datastream.

1 En moneda local.

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



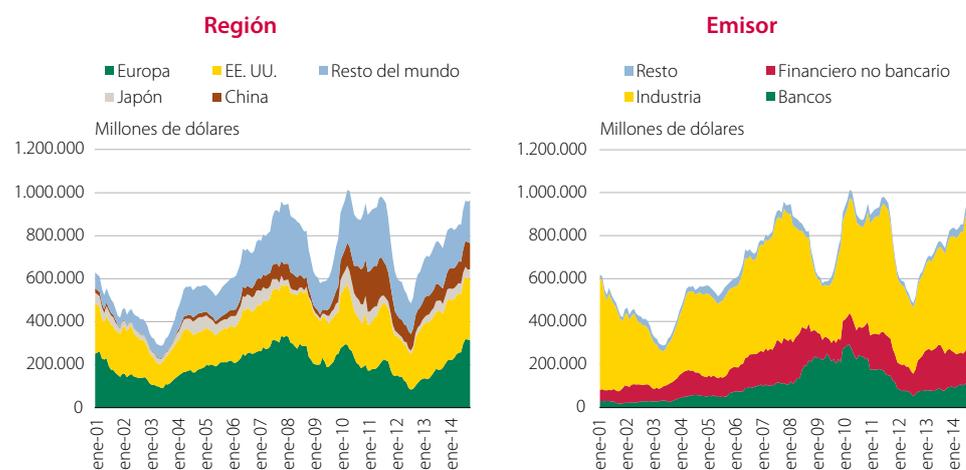
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados internacionales rozaron los 700 mil millones de euros, un 23% más que en 2013. Fueron especialmente dinámicas en Europa y en China.

El volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en los mercados internacionales entre enero y mediados de septiembre ascendió a 692 mil millones de dólares, lo que supone un incremento del 23,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Por modalidad de la emisión, destacó el dinamismo de las OPS (Ofertas Públicas de Suscripción), con un volumen que superó los 154 mil millones de dólares (un 54,3% más que en 2013). El aumento del apetito por el riesgo de los inversores en momentos de buen tono en los mercados favoreció la emisión de acciones en detrimento de otros instrumentos de menor riesgo relativo, sobre todo en Europa y en China, donde los avances se situaron en el 63,5% y en el 48,8% respectivamente. Por sectores, cabe señalar el crecimiento de las emisiones de renta variable de las empresas industriales (no *utilities*), que fue del 33,9%, y en menor medida de los bancos, del 11%. En términos acumulados de los últimos doce meses, las emisiones internacionales de renta variable ascendieron a 964 mil millones de dólares, cerca de los máximos de la última década alcanzados en la primavera de 2010 (véase gráfico 8).

Emisiones internacionales de renta variable



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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

Los últimos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral revelan que el PIB creció un 0,6% en términos trimestrales en el segundo trimestre, elevando la tasa de variación interanual hasta el 1,2%. El avance de la actividad española contrastó con el escaso crecimiento en la zona del euro (0,05% trimestral y 0,8% anual en el segundo trimestre), que se vio lastrado por el empeoramiento de los datos de Alemania y Francia. La tasa de variación anual del PIB español fue superior a la de la zona del euro por primera vez en cinco años.

La contribución al crecimiento agregado de la demanda nacional aumentó de forma notable al pasar de 0,7 puntos a 1,9 entre el primer trimestre y el segundo. Por el contrario, la aportación del sector exterior pasó de -0,2 puntos a -0,7. Los dos principales componentes de la demanda nacional aceleraron su crecimiento con respecto al primer trimestre: el consumo final de los hogares se incrementó un 2,4% (siete décimas más) y la formación bruta en capital fijo lo hizo un 1,2% (2,4 puntos más). Dentro de este último, destaca la evolución del sector de la construcción, cuyo descenso fue mucho menor que el de trimestres anteriores (3,4% en el segundo trimestre frente a 8,6% en el primero). Los avances de las exportaciones y las importaciones fueron bastante inferiores a los del trimestre previo, comportamiento que fue más acusado en el caso de las primeras.

El PIB creció en el segundo trimestre muy por encima de la zona del euro.

La contribución al crecimiento de la demanda nacional aumentó de 0,7 puntos a 1,9, mientras que la aportación del sector exterior pasó de -0,2 puntos a -0,7.

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 2

	2010	2011	2012	2013	CE ¹	
					2014P	2015P
PIB	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,1	2,1
Consumo privado	0,1	-1,2	-2,8	-2,1	1,3	1,6
Consumo público	1,5	-0,5	-4,8	-2,3	-0,8	-0,7
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-5,5	-5,4	-7,0	-5,0	-1,4	4,2
Construcción	-9,9	-10,8	-9,7	-9,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	5,0	5,6	-3,9	2,3	6,5	8,2
Exportaciones	11,7	7,7	2,1	4,9	5,5	6,7
Importaciones	9,4	0,0	-5,7	0,4	3,4	5,8
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	0,4	2,1	2,5	1,5	0,8	0,5
Empleo ²	-2,3	-2,2	-4,8	-3,4	0,4	1,2
Tasa de paro	19,9	21,4	24,8	26,1	25,5	24,0
Índice de precios de consumo	1,8	3,2	2,4	1,4	0,1	0,8
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	-4,5	-3,7	-1,2	0,8	1,4	1,5
Saldo de las AAPP (% PIB) ³	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,1
Deuda pública (% PIB)	61,7	70,5	86,0	93,9	100,2	103,8
Posición de inversión internacional neta (% PIB) ⁴	-92,0	-83,6	-68,4	-84,4	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a mayo de 2014.

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

3 Se incluyen los gastos ligados a la reestructuración bancaria, que ascienden a una cuantía del 0,5% del PIB, el 3,8% y el 0,47% respectivamente en 2011, 2012 y 2013.

4 Sin Banco de España.

n.d.: [dato] no disponible.

Todos los sectores de la economía salvo las ramas primarias presentaron un comportamiento mejor que el trimestre anterior.

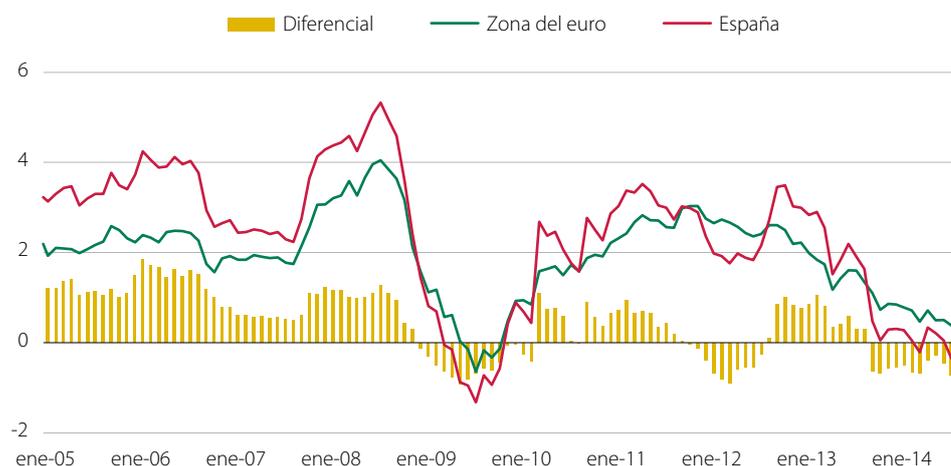
La tasa de variación del IPC osciló en torno a cero durante el primer semestre, y después observó una fuerte caída hasta terreno negativo.

Desde el punto de vista de la oferta, el análisis muestra que la industria, la construcción y los servicios a nivel agregado presentaron un comportamiento mejor que el registrado en el primer trimestre, mientras que el valor añadido bruto de las ramas primarias fue peor. Así, la variación anual del valor añadido bruto de las ramas industriales se aceleró desde el 0,5% hasta el 1,1%; la de la construcción, desde el -8,1% hasta el -3,1%, y la de los servicios pasó del 0,9% al 1,5%.

La tasa de inflación española, que permaneció en valores próximos a cero durante la primera mitad del año, descendió hacia valores negativos durante los meses de verano. En agosto, la variación anual de los precios se situaba en el -0,5%, una tasa notablemente inferior a la registrada en la zona del euro (véase gráfico 9), y la tasa subyacente permanecía en cero por cuarto mes consecutivo. Por componentes, cabe resaltar la tasa negativa de los precios de los bienes industriales no energéticos (desde hace un año) y, más recientemente, de los alimentos, sobre todo los frescos. La aportación de los servicios a la variación interanual del IPC fue ligeramente positiva.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta agosto.

El mercado laboral ha empezado a reflejar la mejoría de la actividad doméstica. Se han creado 127 mil empleos en un año y la tasa de paro se ha reducido cerca de 1,5 puntos, hasta el 24,5% de la población activa.

También continuó reduciéndose el déficit público, aunque de forma lenta.

Los datos más recientes del mercado laboral han empezado a reflejar la mejoría de la actividad de la economía de los últimos trimestres. El empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo se incrementó un 0,6% en el segundo trimestre del año y un 0,8% en términos interanuales (127 mil empleos en un año). Se trata de la primera variación anual positiva del número de empleados desde el segundo trimestre de 2008. La tasa de desempleo pasó del 25,9% de la población activa en el primer trimestre al 24,5% en el segundo. El número de desempleados era algo superior a 5,6 millones a mediados de año.

Los datos disponibles relacionados con la ejecución presupuestaria revelan que el déficit del Estado acumulado hasta julio era del 3,08% del PIB, por debajo del 3,60% registrado en el mismo periodo del año anterior. El descenso de los números rojos del Estado se explica por un incremento de los recursos no financieros del 3,0% y una disminución de los empleos no financieros del 2,6%. El déficit conjunto de todas las administraciones públicas (excepto las corporaciones locales) hasta mayo se

situó en el 2,35% del PIB (2,48% en 2013). Las comunidades autónomas presentaron un déficit del 0,6% del PIB, mientras que las administraciones de la Seguridad Social registraron un superávit del 0,52%.

Por su parte, el nivel de deuda de las AAPP superó el billón de euros en el segundo trimestre, de acuerdo con la metodología del nuevo Sistema Europeo de Cuentas Nacionales y Regionales de 2010 (SEC 2010), cuyo reglamento entró en vigor el 1 de septiembre de 2014. Esta metodología ha supuesto una ampliación del perímetro de las AAPP y, como consecuencia de ello, un incremento de la deuda⁴ de casi seis mil millones de euros. Cabe señalar que el PIB también se recalculará con la metodología SEC 2010, lo que provocará una revisión al alza de su valor y, previsiblemente, la ratio de deuda pública sobre el PIB disminuirá de forma apreciable⁵.

La deuda pública superó el billón de euros en el segundo trimestre del año, en parte como consecuencia de un cambio contable.

Proyecciones de la economía española

RECUADRO 1

Las previsiones para el crecimiento de la economía española a corto y medio plazo han mejorado a lo largo de los últimos meses. Tanto instituciones nacionales como organismos internacionales han ido corrigiendo al alza las expectativas de crecimiento en España para este y el próximo año. Así, por ejemplo, las proyecciones del Banco de España realizadas en el mes de julio incrementaban el crecimiento del PIB de 2014 en una décima (del 1,2% al 1,3%) y el de 2015 en tres décimas (del 1,7% al 2,0%) respecto a las cifras publicadas en el mes de marzo. Por su parte, la Fundación de Cajas de Ahorros (FUNCAS), en su panel de previsiones de la economía española de julio, también aumentaba las perspectivas de crecimiento de este año y del siguiente en relación a los valores estimados en marzo, desde el 1,0% al 1,2% para 2014 y del 1,8% al 1,9% para 2015.

En cuanto a los organismos internacionales, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la OCDE, en sus análisis periódicos de la economía mundial, también han revisado las predicciones para nuestro país. El primero, en el *World Economic Outlook* (WEO) de julio de este año, estimó una expansión del 1,2% y 1,6% en 2014 y 2015 respectivamente, frente a sus previsiones del pasado mes de abril, que apuntaban a un 0,9% para este año y a un 1,0% para el próximo. En este mismo documento se revisa a la baja el crecimiento mundial esperado para 2014 en tres décimas (del 3,7% al 3,4%)¹, no así para 2015, año en el que se mantiene estable en el 4,0%.

El informe más reciente es el que publicó la OCDE a principios de septiembre, y en él también se revisan al alza las previsiones de crecimiento para la economía española. Su pronóstico de crecimiento es del 1,2% en 2014 y del 1,6% en 2015, lo que, en comparación con sus previsiones de mayo, supone dos décimas más para el actual ejercicio y una más para el próximo.

4 De acuerdo con el PDE (Protocolo de Déficit Excesivo).

5 El Banco de España ha anunciado que, después de que el INE difunda la nueva estimación anual del PIB el 25 de septiembre y la estimación trimestral en octubre, actualizará los cuadros de las ratios de deuda sobre el PIB en su página web.

Proyección de las principales macromagnitudes

CUADRO R.1.1

Tasas de variación ¹	Banco de España		FUNCAS		FMI		OCDE	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
	PIB	1,3 (0,1)	2,0 (0,3)	1,2 (0,2)	1,9 (0,1)	1,2 (0,3)	1,6 (0,6)	1,2 (0,2)
Consumo privado	1,6 (0,5)	1,6 (0,4)	1,5 (0,5)	1,6 (0,2)	-	-	2,1 (1,1)	1,8 (0,8)
Consumo público	-0,8 (0,7)	-1,5 (1,0)	-0,9 (1,1)	-0,5 (-0,2)	-	-	-0,3 (3,3)	-1,5 (1,0)
Formación bruta de capital	1,8 (1,8)	4,2 (0,0)	0,5 (0,4)	2,9 (0,4)	-	-	0,6 (0,3)	2,9 (0,9)
Exportación bienes y servicios	4,6 (-0,5)	5,9 (-0,2)	5,2 (-0,2)	5,7 (-0,2)	-	-	3,7 (-1,9)	5,9 (-0,4)
Importación bienes y servicios	4,7 (1,7)	4,5 (0,1)	4,6 (1,3)	4,8 (-0,1)	-	-	4,3 (1,7)	5,2 (1,4)
Empleo	0,4 (0,0)	1,4 (0,5)	0,5 (0,1)	1,3 (0,2)	-	-	0,8	1,1

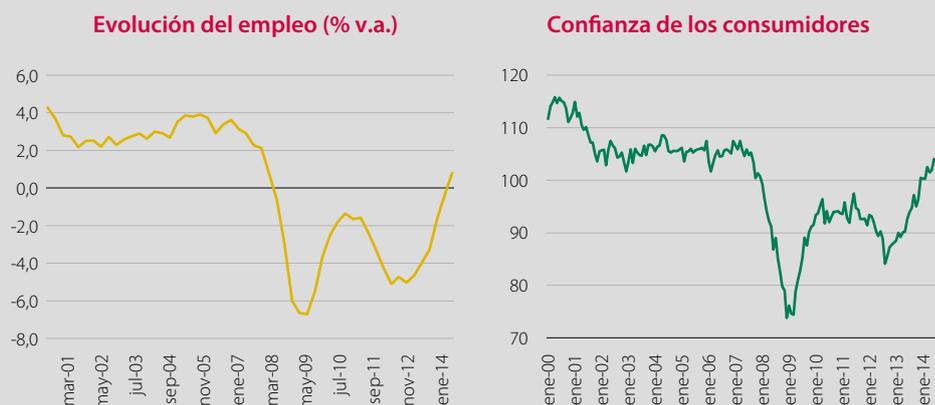
Fuente: Elaboración propia.

1 Los valores entre paréntesis corresponden a la diferencia entre el valor de la previsión del último informe y el del informe anterior. En el caso de FUNCAS, corresponde a la diferencia con el informe del mes de marzo, a pesar de que existe otro informe publicado en mayo (este criterio obedece a que la distancia temporal entre predicciones resultara similar).

Pero ¿cuáles han sido las razones que han llevado a esta revisión durante el último trimestre por parte de las distintas instituciones y organizaciones? Por un lado, las condiciones financieras internacionales se han vuelto más favorables, con una reducción de las tasas de interés a largo plazo de las economías avanzadas y una cierta estabilización de los mercados financieros. En la zona del euro, en concreto, gracias a una inflación por debajo de las expectativas, el BCE ha recortado el tipo de interés oficial a la vez que ha ido poniendo en marcha algunas medidas expansivas complementarias a las ya existentes. Por otro lado, en lo que se refiere a los condicionantes propios de nuestra economía, esta mejora en las expectativas de crecimiento a corto y medio plazo se apoya en una creciente contribución de la demanda interna, impulsada por un aumento gradual de la confianza y de la mejora del mercado laboral. El Banco de España, por ejemplo, estima que el consumo privado crecerá un 1,6% tanto en 2014 como en 2015 (frente a la predicción de marzo del 1,1% y del 1,2%), mientras que la proyección de la OCDE se sitúa en el 2,1% para este año y en el 1,8% para el próximo. También se valoran de forma positiva, por su impacto potencial en el crecimiento de la economía, la reciente reforma fiscal y la estrategia fiscal del Programa de Estabilidad del Gobierno para el periodo 2014-2017. Por su parte, el proceso de saneamiento y reestructuración del sistema financiero, gracias tanto a los esfuerzos realizados por las propias entidades como a los programas de reformas llevados a cabo por el Gobierno con la asistencia de la UE, ha comportado un fortalecimiento de las posiciones de capital y liquidez del sistema bancario y un descenso de los costes de financiación en los mercados.

Evolución del empleo y de la confianza

GRÁFICO R.1.1



Fuente: Thomson Datastream.

No obstante, en términos generales se advierte que todavía persisten ciertos riesgos que podrían arrastrar a la baja el crecimiento de la economía española, especialmente para 2015. Teniendo en cuenta nuestra idiosincrasia, el elevado nivel de deuda pública es una fuente importante de vulnerabilidad ante un posible aumento de los tipos de interés en el mercado de deuda soberana. Por otro lado, se plantea la posibilidad de que el cumplimiento de los objetivos de déficit establecidos (5,5% para 2014 y 4,2% para 2015) pueda requerir un grado mayor de consolidación presupuestaria del previsto, lo que podría lastrar el crecimiento de la demanda interna.

En el ámbito exterior, el débil crecimiento que están experimentando nuestros principales socios comerciales podría lastrar la evolución de los mercados de exportación, con lo que las realizaciones de los pronósticos podrían ser más desfavorables de lo previsto².

- 1 La principal causa de la reducción de la tasa de crecimiento esperada para 2014 a nivel mundial es la debilidad mostrada por Estados Unidos durante los primeros meses del año, que ha provocado que las expectativas de crecimiento pasen del 2,8% al 1,7%.
- 2 Algunos informes, basándose en el debilitamiento de las expectativas de algunas economías emergentes, ya han corregido a la baja el crecimiento de las exportaciones. Así, por ejemplo, el Banco de España lo ha reducido cinco décimas para 2014 y dos décimas para 2015, hasta el 4,6% y el 5,9% respectivamente.

El sector bancario español ha continuado inmerso en el proceso de reestructuración y saneamiento que comenzó en 2012. Los procesos de racionalización de las entidades continúan progresando, pero el negocio bancario sigue lastrado por la debilidad de la actividad, que aún no tiene suficiente dinamismo a pesar de su mejora. La morosidad de las entidades aún es elevada, ya que refleja con cierto retraso la debilidad de la situación macroeconómica, pero otras variables fundamentales del sector han empezado a cambiar de tendencia. Por un lado, la cuenta de resultados de los bancos, incluidos los intervenidos, ha mejorado como consecuencia del notable descenso de las provisiones efectuadas. Su financiación también se ha realizado en mejores condiciones ya que los mercados han tendido a normalizarse, reduciéndose notablemente, en particular, la fragmentación que se observaba en la zona del euro. También se ha apreciado una mejora de la predisposición de las entidades a conceder crédito: el saldo vivo sigue descendiendo, pero cada vez con

El sistema bancario español continúa progresando, aunque su evolución sigue lastrada por la actividad económica y por la morosidad. Del lado positivo destaca la cuenta de resultados, la revalorización de sus cotizaciones y la mejora de sus condiciones de financiación. Los resultados de los test de estrés serán claves para apuntalar la confianza en el sector.

menos intensidad. De cara al futuro, los resultados de los test de estrés realizados en el ámbito europeo pueden ser claves a la hora de fijar las expectativas de los agentes sobre el sector.

Los beneficios agregados de los bancos aumentaron desde 621 millones de euros en el primer trimestre de 2013 hasta 3.702 millones en el mismo periodo de 2014.

La cuenta de resultados correspondiente al primer trimestre del año arrojó unos beneficios para el sector de 3.702 millones de euros, muy por encima de los 621 millones de 2013. El desglose de la cuenta de pérdidas y ganancias pone de manifiesto que el margen de intereses siguió contrayéndose (un 7,4%, hasta los 6.405 millones de euros), como consecuencia de la disminución de la actividad y particularmente de los tipos de interés reducidos, que suponen un gran desafío para las entidades. Sin embargo, la mejora de los rendimientos de los instrumentos de capital, el ajuste de los gastos de explotación y el descenso de las pérdidas por el deterioro de los activos financieros permitieron la mejoría de los resultados del sector en su conjunto.

La financiación a los sectores privados de la economía continuó cayendo, aunque de forma más atenuada que en trimestres anteriores.

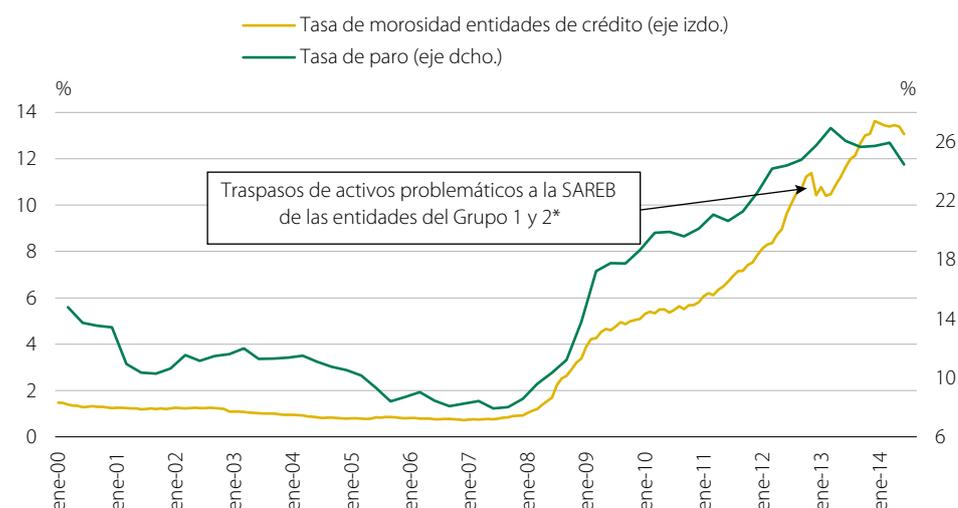
En este entorno, la financiación de los bancos a los sectores no financieros de la economía ha seguido retrocediendo, aunque de forma más atenuada que en meses anteriores. La financiación proporcionada a las sociedades no financieras caía un 4,7% en julio (el mínimo del año se observó en febrero con un descenso del 5,9%) y la de los hogares retrocedía un 4,5% (5% en enero). En la zona del euro, los préstamos a empresas y hogares caen un 2,3% y un 0,5% respectivamente. En España, es previsible que siga atenuándose la contracción de la financiación al sector privado en vista de la mejoría de la actividad doméstica y de la tendencia que están mostrando recientemente los bancos a la hora de relajar los criterios de aprobación de préstamos. Según los datos de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), esta relajación estaría siendo más intensa en los préstamos a corto plazo y en los dirigidos a las pymes.

La morosidad en junio se situó en el 13,1% del crédito total.

La morosidad del sector se situó en junio en el 13,1% del crédito total (véase gráfico 10), ligeramente por debajo de los registros de los cuatro meses anteriores (13,4%).

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

GRÁFICO 10



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

¹ Sobre la población activa.

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

Las necesidades de financiación del sector bancario han seguido reduciéndose, por lo que la notable mejoría de sus condiciones de financiación no se ha traducido en aumentos significativos de las emisiones de instrumentos de renta fija. De hecho, la evolución del pasivo de estas entidades, cuyo tamaño en términos agregados ha descendido por debajo de los tres billones de euros⁶, muestra un cambio en la composición de las fuentes de financiación: aumenta la proporción relativa de capital en el sector, mientras que disminuyen los depósitos⁷, los valores de renta fija y la financiación del Eurosistema⁸.

Destaca la reducción del tamaño del balance agregado del sector y la recomposición de sus fuentes de financiación primando el capital.

El resultado agregado del conjunto de las empresas cotizadas no financieras aumentó hasta los 8.628 millones de euros en el primer semestre del año 2014, lo que supone una expansión del 3,9% respecto al mismo periodo de 2013. Este incremento se produjo como consecuencia de las ganancias obtenidas por las sociedades del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias (829 millones de euros), en contraste con las pérdidas superiores a los 500 millones del primer semestre de 2013 (véase cuadro 3). También mejoraron los beneficios de las empresas industriales, un 5,2%, hasta los 664 millones de euros. Por el contrario, el resultado obtenido por las empresas del sector energético y, sobre todo, por las empresas relacionadas con el comercio y los servicios fue menor que el de 2013. El de las primeras retrocedió un 3,8%, hasta los 5.479 millones de euros; y el de las segundas, un 35%, hasta los 1.624 millones. Con todo, el beneficio del sector energético continuó siendo el más voluminoso, ya que representaba el 64% del total agregado de las sociedades cotizadas no financieras a mediados de año (68% en junio de 2013).

El resultado agregado de las empresas cotizadas no financieras aumentó un 3,9% en el primer semestre del año debido a la mejora del sector de las empresas de la construcción y las inmobiliarias...

Evolución de los resultados por sectores¹: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

Millones de euros	EBITDA ²		EBIT ³		Resultado ejercicio	
	1513	1514	1513	1514	1513	1514
Energía	10.471	11.775	6.176	7.282	5.690	5.479
Industria	2.085	2.236	1.311	1.414	631	664
Comercio y servicios	13.698	13.656	6.456	7.198	2.496	1.624
Construcción e inmobiliario	3.182	3.021	1.654	1.850	-517	829
Ajustes	-69	-59	-21	-16	7	32
TOTAL AGREGADO	29.367	30.629	15.576	17.728	8.307	8.628

Fuente: CNMV.

- 1 Resultados acumulados en el semestre.
- 2 Resultado bruto de explotación.
- 3 Resultados antes de intereses e impuestos.

El endeudamiento agregado de las sociedades cotizadas no financieras se redujo en el primer semestre de 2014 un 3,3%, hasta los 265 mil millones de euros. El 76% del descenso en el nivel de las deudas se concentró en el sector energético. La ratio de apalancamiento agregada, definida como el cociente de las deudas sobre el patrimonio

... mientras que el nivel de deudas se redujo un 3,3%, hasta los 265 mil millones de euros.

6 Algo que no ocurría desde marzo de 2008.

7 Especialmente los depósitos del sistema crediticio. Los depósitos de Otros Sectores Residentes (sociedades y hogares) se han mantenido relativamente estables durante 2014 en 1,3 billones de euros.

8 En agosto el saldo del préstamo neto del Eurosistema ascendía a 162,5 mil millones de euros (188,8 mil millones en enero).

nio, permaneció casi invariable al pasar de 1,33 a 1,32 en el primer semestre de este año. Esta ratio descendió en todos los sectores, excepto en el sector industrial, en el que pasó de 0,6 a 1,0 (véase cuadro 4). La ratio de cobertura de la deuda, medida por el número de años necesarios para pagar la deuda si se mantuviera constante el EBITDA (resultado bruto de explotación), permaneció prácticamente estable en 4,3, y el indicador de la carga financiera soportada por las empresas (ratio EBIT/carga financiera) mejoró entre finales de 2013 y junio de 2014, después de los deterioros continuados desde 2010. Este indicador presentó mejorías en todos los sectores, salvo en las empresas del sector industrial.

Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores: empresas cotizadas

CUADRO 4

Millones de euros		2010	2011	2012	2013	jun-14
Energía	Deudas	98.283	95.853	91.233	82.146	75.363
	Deudas/patrimonio	0,95	0,92	0,85	0,75	0,68
	Deudas/EBITDA ¹	2,81	3,27	3,26	3,41	3,20
	EBIT ² /carga financiera	4,15	3,30	3,14	2,90	3,48
Industria	Deudas	14.948	17.586	17.232	16.609	18.145
	Deudas/patrimonio	0,58	0,63	0,63	0,62	1,03
	Deudas/EBITDA	2,11	2,54	2,38	2,17	4,06
	EBIT/carga financiera	5,00	3,90	3,82	4,56	2,41
Comercio y servicios	Deudas	115.413	113.142	117.359	111.795	109.503
	Deudas/patrimonio	1,60	2,01	2,00	1,99	1,95
	Deudas/EBITDA	3,38	3,78	4,01	3,90	4,01
	EBIT/carga financiera	3,94	2,45	2,02	2,08	2,21
Construcción e inmobiliario	Deudas	99.917	83.716	76.236	65.066	63.637
	Deudas/patrimonio	3,42	2,98	3,51	4,46	3,59
	Deudas/EBITDA	11,18	15,00	15,17	18,87	10,53
	EBIT/carga financiera	0,98	0,52	0,32	0,09	0,92
Ajustes ³		-1.792	-1.404	-1.429	-1.395	-1.376
TOTAL AGREGADO	Deudas	326.769	308.893	300.633	274.221	265.271
	Deudas/patrimonio	1,43	1,44	1,41	1,33	1,32
	Deudas/EBITDA	3,84	4,29	4,32	4,29	4,33
	EBIT/carga financiera	3,12	2,30	2,06	1,99	2,24

Fuente: CNMV.

1 Resultado bruto de explotación.

2 Resultado antes de intereses e impuestos.

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

La tasa de ahorro de los hogares cae por debajo del 10% de su renta disponible y aumenta ligeramente su riqueza debido a la revalorización de los activos financieros y al descenso de las deudas.

Los indicadores más recientes de la posición patrimonial de los hogares revelan que su tasa de ahorro ha continuado descendiendo en 2014 debido a la caída de la renta disponible y a la leve recuperación del consumo privado. En el primer trimestre del año la tasa de ahorro se situaba en el 9,4% de la renta disponible (promedio de los últimos cuatro trimestres), por debajo del 10,4% registrado en diciembre y muy alejada de los valores cercanos al 18% observados a finales de 2009. La riqueza neta de las familias (saldo de activos financieros e inmobiliarios menos pasivos) se incre-

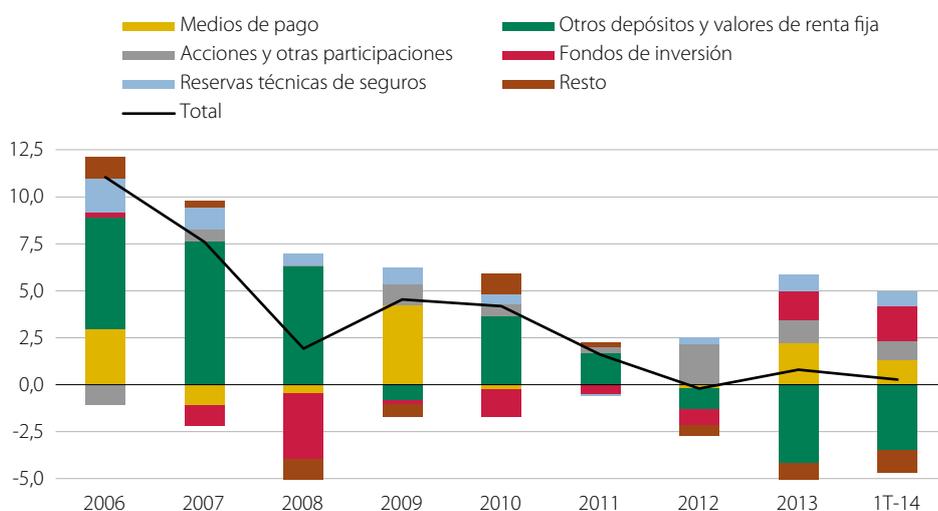
mentó ligeramente, rompiéndose la tendencia a la baja de los últimos años como consecuencia de la revalorización de los activos de renta variable y del descenso de las deudas. Los activos inmobiliarios continuaron perdiendo valor.

En relación con las inversiones financieras de las familias, los datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2014 ponen de manifiesto que la adquisición neta de activos financieros fue del 0,3% del PIB (0,8% en 2013 y -0,2% en 2012). Continuó la desinversión en depósitos a plazo y en activos de renta fija (un 3,5% del PIB en conjunto), mientras que se prolongó la adquisición de participaciones en fondos de inversión (1,9% del PIB), en medios de pago⁹ (1,3%) y en acciones y otras participaciones (1,0%).

Las inversiones financieras de los hogares fueron muy reducidas y continuaron enfocadas en la compra de participaciones en fondos de inversión, medios de pago y acciones.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

De acuerdo con las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial ascenderá al 3,4% en 2014 y al 4,0% en 2015 (véase cuadro 5). La previsión correspondiente a 2014 es tres décimas inferior a la anterior como consecuencia de la caída del pronóstico sobre la economía estadounidense, afectada sensiblemente por los datos negativos del primer trimestre de 2014, y, en menor medida, de las economías emergentes. Estas últimas mostrarían un crecimiento en 2014 del 4,6%, en línea con el de 2013, mientras que en 2015 volverían a crecer en términos agregados por encima del 5%.

El PIB mundial crecerá un 3,4% en 2014 y un 4,0% en 2015, según los pronósticos del FMI...

Los riesgos más relevantes que se ciernen sobre el escenario macroeconómico están asociados a la posibilidad de que: (i) se prolonguen las tensiones geopolíticas en determinadas áreas o países y se acaben produciendo, por ejemplo, repuntes en los precios del crudo y descensos de la confianza de los inversores; (ii) comiencen a su-

... aunque se observan notables riesgos a la baja derivados de las tensiones geopolíticas, de la posibilidad de reversión de tipos de interés y del estancamiento en Europa.

9 Efectivo y depósitos transferibles.

bir los tipos de interés antes y con más fuerza de lo previsto, particularmente en EE. UU., dando lugar a una reversión de la caída de las primas de riesgo y a una revaluación del riesgo, y (iii) se dé un largo periodo de crecimiento e inflación reducidos en Europa, a la vista de la debilidad de los datos de algunas de las economías más grandes en los meses centrales de 2014.

Producto Interior Bruto (% var. anual)

CUADRO 5

	2010	2011	2012	2013	FMI ¹	
					2014P	2015P
Mundial	5,2	3,9	3,5	3,2	3,4 (-0,3)	4,0 (=)
EE. UU.	2,5	1,6	2,8	1,9	1,7 (-1,1)	3,0 (+0,1)
Zona del euro	1,9	1,8	-0,7	-0,4	1,1 (=)	1,5 (+0,1)
Alemania	3,9	3,7	0,9	0,5	1,9 (+0,2)	1,7 (+0,1)
Francia	1,9	2,1	0,3	0,3	0,7 (-0,3)	1,4 (-0,1)
Italia	1,7	0,6	-2,4	-1,9	0,3 (-0,3)	1,1 (=)
España	-0,2	0,1	-1,6	-1,2	1,2 (+0,3)	1,6 (+0,6)
Reino Unido	1,7	1,1	0,3	1,7	3,2 (+0,4)	2,7 (+0,2)
Japón	4,7	-0,4	1,4	1,5	1,6 (+0,3)	1,1 (+0,1)
Emergentes	7,5	6,3	5,1	4,7	4,6 (-0,2)	5,2 (-0,1)

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada. FMI, previsiones publicadas en julio de 2014 respecto a abril.

Los pronósticos de crecimiento para la economía española han mejorado de forma notable a lo largo de los últimos meses, aunque el escenario también muestra riesgos relevantes.

En cuanto a la economía española, el FMI pronostica un crecimiento del 1,2% en 2014 y del 1,6% en 2015. Estas previsiones suponen una revisión al alza de tres y seis décimas respectivamente en relación al último pronóstico, aunque están ligeramente por debajo de las previsiones de algunas instituciones y casas de análisis, sobre todo de cara a 2015 (véase recuadro 1). Los riesgos más importantes que deberá seguir afrontando la economía española tienen que ver con las exigencias del programa de consolidación fiscal en un entorno de crecimiento aún no muy vigoroso (la deuda pública está cerca del 100% del PIB), con el éxito del programa de reestructuración y saneamiento del sistema bancario y con la necesidad de reducir al máximo el número de desempleados.

3 La evolución de los mercados nacionales

3.1 Los mercados bursátiles

Tras los repuntes del primer semestre del año, las cotizaciones se estabilizaron, en un contexto de contratación creciente y volatilidad reducida.

En los mercados de renta variable, después de un primer semestre de elevadas revalorizaciones, las cotizaciones tendieron a estabilizarse. En el tercer trimestre se conocieron diversas noticias relevantes para los mercados, pero sus efectos fueron opuestos y tendieron a compensarse: la debilidad de los datos macroeconómicos de la zona del euro y la inestabilidad geopolítica originaron descensos en los precios, mientras que la adopción de las nuevas medidas del BCE dio lugar a incrementos. El

volumen de contratación continuó creciendo en el mercado debido a la liquidez disponible y al mayor atractivo de los activos de renta variable en relación con otras alternativas de inversión de menor rendimiento esperado. La volatilidad del mercado permaneció en niveles muy reducidos, inferiores al 20%, y sus condiciones de liquidez fueron holgadas.

En este contexto, el Ibex 35, que se había revalorizado un 4,3% y un 5,6% en el primer y el segundo trimestre del año respectivamente, mostró un comportamiento más irregular en el tercero, que acabó cerrando con un retroceso del 0,8%. En el acumulado del año, este índice muestra una ganancia del 9,3%. Otros índices de renta variable españoles mostraron variaciones similares. Por ejemplo, en el caso del IGBM, las variaciones fueron del 4,4%, 5,7% y -1,0% en estos trimestres y del 9,2% desde el inicio del ejercicio. La revalorización acumulada en el año de los índices de las empresas de tamaño mediano y pequeño fue menor, del 2,8% y el 6,2% respectivamente, afectada por las elevadas pérdidas del tercer trimestre. Finalmente, los índices representativos de valores latinoamericanos se han incrementado durante el mismo periodo entre un 8,5% (FTSE Latibex Top) y un 12,7% (FTSE Latibex All-Share), gracias al crecimiento registrado en el segundo y el tercer trimestre, que compensaron sobradamente las pérdidas experimentadas en el primero (véase cuadro 6).

El análisis sectorial pone de manifiesto revalorizaciones notables en el primer semestre del año y un comportamiento más heterogéneo en el tercer trimestre, en el que el impulso alcista originado por las medidas anunciadas por el BCE en septiembre no fue suficiente para compensar en todos los sectores las pérdidas de las semanas anteriores. Así, en este último trimestre se observaron descensos en cinco de los seis grandes sectores del mercado, que oscilaron entre el 0,3% del petróleo y la energía y el 6,3% de los materiales básicos, industria y construcción. Solo un sector mostró avances en este trimestre, el de los servicios financieros e inmobiliarios (1,1%), gracias a la revalorización de las entidades bancarias. En el acumulado del año todos los sectores registran ganancias, con la excepción de aquellos relacionados con los bienes y servicios de consumo. Los avances oscilan entre el 0,05% de la tecnología y las telecomunicaciones y el 17,8% del petróleo y la energía (véase cuadro 6). Otros sectores como el de los servicios financieros e inmobiliarios o el de los materiales básicos, industria y construcción avanzan por encima del 10% en el año y más del 20% en términos interanuales. El retroceso de las cotizaciones en el sector de bienes de consumo es del 2,1%, mientras que en el de servicios de consumo asciende al 1,3%.

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 se incrementó durante el primer semestre del año desde 14,2 veces hasta 16,3, en línea con la revalorización de las acciones, y posteriormente se redujo hasta 15,2. Como se observa en el gráfico 12, las ratios PER de los índices de renta variable más relevantes, en general en ascenso desde mediados de 2011, están muy próximas a los valores medios de los últimos años. En el caso del Ibex, el promedio de esta ratio desde 2000 se sitúa en 13,5, por debajo del registro de esta variable en septiembre (15,2). La evolución de este indicador podría estar reflejando que, tanto en España como en otros países, los precios actuales de las acciones no responden completamente a los fundamentos de las economías.

El Ibex 35, que se revalorizó en los dos primeros trimestres del año, se estabilizó en el tercero. En el acumulado de 2014 la ganancia es del 9,3%, por encima de la variación de los índices europeos más importantes.

Por sectores, las revalorizaciones acumuladas en el año oscilan entre el 0,05% y el 17,8%, con la excepción de los sectores relacionados con los bienes y servicios de consumo.

El PER aumentó durante el primer semestre y, aunque retrocedió en el tercer trimestre del año, el nivel de septiembre (15,2) se sitúa por encima de la media del periodo 2000-2014.

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

CUADRO 6

Índices	2010	2011	2012	2013	I-14 ¹	II-14 ¹	III-14 (hasta el 15 de septiembre)		
							% s/trim. ant.	% s/dic-13	% inter- anual
Ibex 35	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	4,3	5,6	-0,8	9,3	21,2
Madrid	-19,2	-14,6	-3,8	22,7	4,4	5,7	-1,0	9,2	22,0
Ibex Medium Cap	-5,6	-20,7	13,8	52,0	6,8	2,4	-6,0	2,8	22,0
Ibex Small Cap	-18,3	-25,1	-24,4	44,3	20,5	-1,3	-10,7	6,2	27,2
FTSE Latibex All-Share	9,0	-23,3	-10,7	-20,0	-5,6	6,9	11,7	12,7	6,2
FTSE Latibex Top	9,7	-17,1	-2,6	-12,4	-6,3	7,2	8,0	8,5	6,2
Sectores²									
Servicios financieros e inmobiliarios	-31,7	-18,9	-4,7	19,9	6,4	6,1	1,1	14,0	30,3
Banca	-33,1	-20,3	-4,8	18,8	6,5	6,3	1,5	14,9	31,0
Seguros	-26,4	12,5	-2,0	47,3	2,0	-6,3	-4,8	-9,1	5,5
Inmobiliarias y otros	-53,3	-47,5	-14,4	38,3	42,3	10,8	-3,8	51,6	101,7
Petróleo y energía	-8,6	-2,7	-16,0	19,0	8,8	8,6	-0,3	17,8	28,0
Petróleo	10,2	14,9	-35,4	19,5	1,1	4,0	-2,8	2,2	1,1
Electricidad y gas	-14,2	-10,8	-5,4	18,7	11,9	10,4	0,5	24,1	41,0
Mat. básicos, industria y construcción	-15,2	-14,3	-8,0	28,9	11,6	6,2	-6,3	11,1	21,4
Construcción	-14,9	-6,9	-9,3	26,5	16,0	6,5	-7,3	14,4	21,3
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-29,2	-12,2	-8,8	55,4	-2,4	6,0	-10,9	-7,8	7,2
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-9,1	-33,7	-8,7	11,5	9,2	5,6	3,4	19,2	35,5
Ingeniería y otros	-0,1	-29,0	3,8	7,6	22,0	9,5	-5,5	26,3	36,8
Tecnología y telecomunicaciones	-12,8	-20,9	-18,3	22,8	-1,3	6,3	-4,6	0,05	8,5
Telecomunicaciones y otros	-12,8	-20,8	-23,0	17,1	-1,4	8,2	-4,1	2,3	8,0
Electrónica y <i>software</i>	-12,0	-21,3	39,4	56,8	-0,7	-1,4	-7,2	-9,1	10,7
Bienes de consumo	17,0	5,7	55,6	17,1	-4,3	2,8	-0,5	-2,1	7,1
Textil, vestido y calzado	28,6	12,7	66,2	13,5	-9,1	3,2	4,5	-1,9	6,8
Alimentación y bebidas	25,3	-6,3	25,0	4,7	-4,2	5,7	-4,8	-3,6	0,0
Productos farmacéuticos y biotecnología	-22,2	-7,3	68,3	39,6	12,1	1,8	-13,4	-1,1	11,5
Servicios de consumo	-0,1	-24,2	12,7	58,9	2,8	-1,4	-2,5	-1,3	16,9
Autopistas y aparcamientos	-10,1	-3,7	5,7	36,5	2,6	6,4	-5,5	3,3	22,7
Transporte y distribución	55,3	-34,9	29,7	116,4	4,6	-8,5	0,9	-3,4	24,3

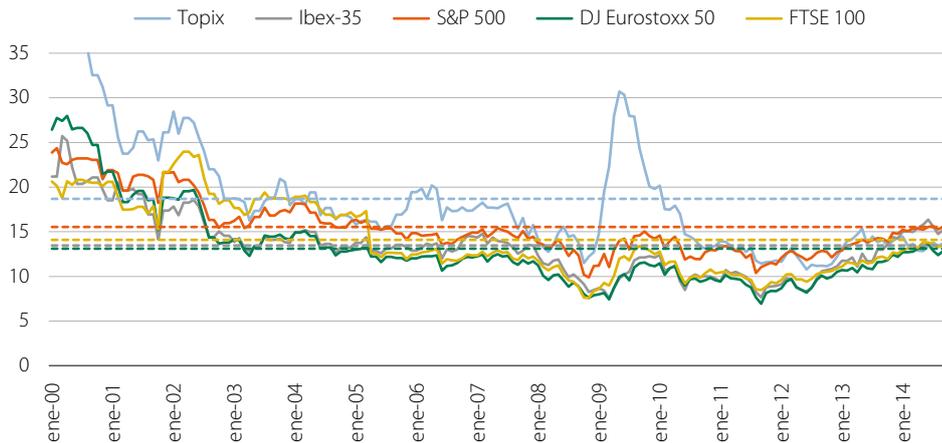
Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 12



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

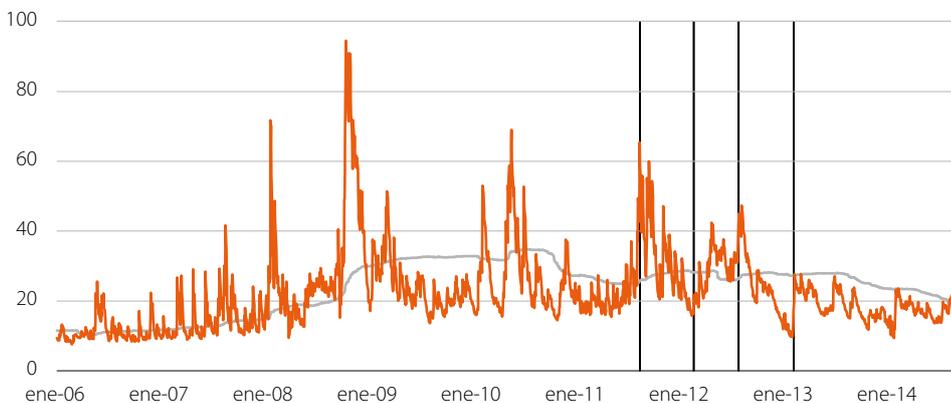
1 Con beneficios previstos a doce meses.

La volatilidad del Ibex 35 se ha mantenido prácticamente todo el año por debajo del 20%, un nivel notablemente inferior al observado en cualquiera de los periodos de tensión experimentados en los mercados financieros desde 2008. La caída de la volatilidad y su mantenimiento en niveles bajos se enmarca en una tendencia más general que también se ha observado en otros índices de renta variable desde el año pasado. En septiembre, la volatilidad del Ibex 35 se situaba en el 15,6%. El promedio de esta variable en el conjunto del año es del 17,1% (18,5% en 2013).

La volatilidad del mercado ha permanecido en niveles inferiores al 20% durante prácticamente todo el año. Esta tendencia también se ha observado en otras bolsas.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 13



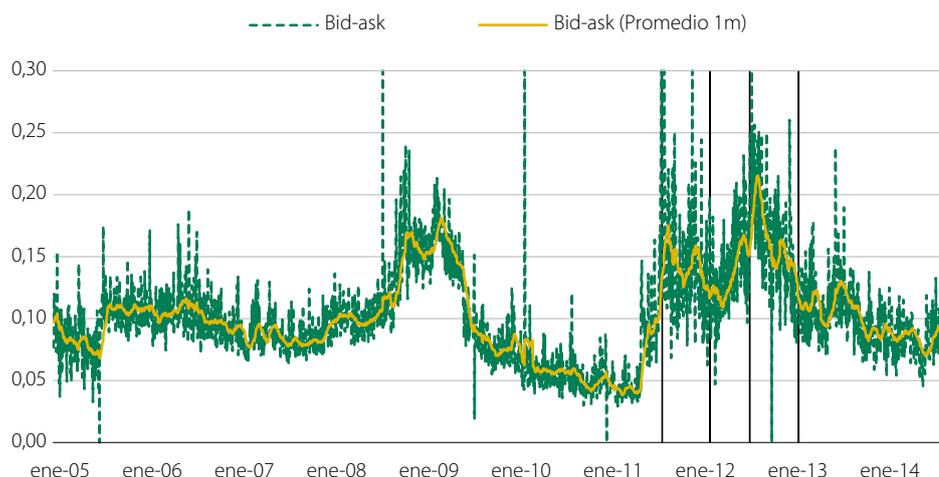
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. En rojo se muestra la volatilidad condicionada y en gris la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11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

Como se observa en el gráfico 14, las condiciones de liquidez del Ibex 35 continuaron siendo holgadas en el tercer trimestre del año, a pesar del ligero incremento del diferencial *bid-ask* que se produjo a mediados de agosto. El promedio de este diferencial ha oscilado entre el 0,081% y el 0,087% en los tres primeros trimestres del año, por debajo de la media desde 2003 (0,104%).

*La liquidez del Ibex 35 se mantuvo en buenos niveles a pesar del ligero aumento del diferencial *bid-ask* que se observó en agosto.*

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

GRÁFICO 14



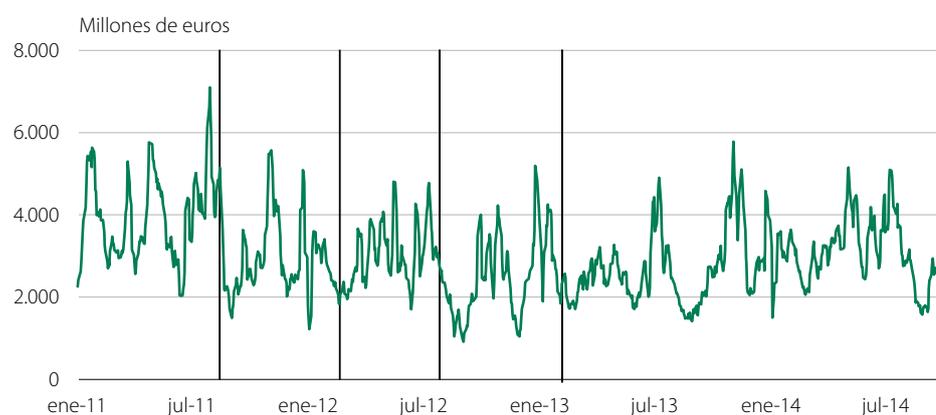
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico ampliado hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto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

La contratación en el mercado bursátil español aumentó casi un 27%.

El volumen de contratación en el mercado bursátil español fue cercano a los 578 mil millones de euros en los tres primeros trimestres del año, lo que supone un incremento del 26,8% en relación con el mismo periodo del año anterior. Este aumento de los volúmenes, observado también en otras plazas de referencia, es consecuencia del incremento generalizado de las compras de instrumentos de renta variable, que resultan muy atractivas en un contexto como el actual, caracterizado por el exceso de liquidez y los tipos de interés muy reducidos. En términos diarios, la contratación en el mercado se ha situado en 3.202 millones de euros (media de 2014), superando así los promedios de 2013 (2.760 millones diarios) y de 2012 (2.730 millones).

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 15



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

¹ Media móvil de cinco sesiones hábiles.

El 14 de enero de 2014, el Parlamento y el Consejo Europeo alcanzaron un acuerdo por el que se aprobó la modificación de la Directiva 2004/39/EC¹ relativa a los mercados de instrumentos financieros (en adelante, MiFID). La modificación de la MiFID se realizará a través de una directiva² (MiFID II) y un reglamento (MiFIR) que están basados en sendas propuestas legislativas efectuadas por la Comisión Europea en 2011.

Las principales novedades en el ámbito de los mercados contempladas en el acuerdo entre el Parlamento y el Consejo Europeo son las siguientes:

- Se modifica el régimen de infraestructuras de negociación y se impulsa la negociación de acciones y derivados a través de los centros de negociación reconocidos.
- Se introducen dos reformas: i) en el ámbito de la renta variable, las empresas de inversión que gestionen sistemas internos de case de órdenes sobre una base multilateral deberán ser autorizadas a operar como sistemas multilaterales de negociación, y ii) se incluye un nuevo tipo de infraestructuras de negociación de carácter multilateral, los denominados sistemas organizados de negociación (Organised Trading Facility, OTF), que se añade a los internalizadores sistemáticos, los mercados regulados y los sistemas multilaterales de negociación (SMN). En los OTF se negociarán instrumentos financieros distintos a las acciones y se establecen restricciones sobre la utilización de su propio capital para dar contrapartida a sus clientes.
- Se establece la obligación de contratar las acciones en los centros de negociación reconocidos por la normativa, así como aquellos productos derivados que se consideren aptos para la compensación centralizada, de acuerdo con el EMIR, y que sean suficientemente líquidos.
- Se fomenta la competencia entre las infraestructuras de negociación y compensación.

La MiFID II establece un régimen armonizado de acceso no discriminatorio a las plataformas de negociación y a las cámaras de contrapartida central. Las primeras tendrán que enviar los datos de negociación necesarios a todas las cámaras de contrapartida central que los soliciten y estas, a su vez, tendrán que dar acceso a sus servicios a cualquier plataforma que lo solicite. Asimismo, los propietarios de derechos sobre referencias o índices permitirán el acceso a sus datos y metodología de cálculo.

Se extienden los requisitos de transparencia a las plataformas en las que se negocien instrumentos financieros distintos a las acciones, como renta fija o productos derivados. Se obliga a los centros de negociación a poner a disposición del público sus datos de pretransparencia y postransparencia con unos criterios razonables desde un punto de vista comercial, fomentándose de esta manera la consolidación y la difusión efectiva de la información.

- Se refuerza la capacidad de supervisión sobre los mercados de derivados de materias primas.

En consonancia con los compromisos asumidos en el seno del G20, se introduce un régimen armonizado de límites a las posiciones abiertas en estos mercados con la finalidad de mejorar la transparencia, favorecer la correcta formación de precios y prevenir el abuso de mercado. ESMA determinará la metodología de cálculo para la imposición de los límites aplicables a las posiciones individuales. Asimismo, se establecen obligaciones de reporte de las posiciones para los distintos tipos de participantes de estos mercados con la finalidad de que los supervisores y el propio mercado tengan acceso a una mejor información sobre su funcionamiento.

- Se introducen controles sobre la negociación algorítmica.

Este tipo de operativa ha transformado la negociación en los mercados financieros y en algunas circunstancias ha ocasionado incidentes que han alterado la formación de precios, como en el *flash crash* de mayo de 2010 en EE. UU., e incluso podrían llegar a generar riesgos sistémicos. Bajo la MiFID II se establecerán una serie de requisitos para las empresas de inversión que realicen esta actividad así como para aquellas infraestructuras de negociación donde se lleven a cabo.

Aquellas empresas que realicen negociación algorítmica y que, de manera específica, sigan estrategias de creación de mercado estarán obligadas a aportar liquidez. Además, las empresas de servicios de inversión que faciliten un acceso directo electrónico a plataformas de negociación deberán tener en vigor sistemas de control del riesgo para prevenir el funcionamiento desordenado del mercado o las prácticas abusivas.

Por último, la novedad más importante desde el punto de vista de la protección al inversor es una nueva competencia recogida en el artículo 42 del reglamento MiFIR por la que se otorga a las autoridades supervisoras lo que se denomina intervención de productos (*product intervention*). Mediante esta facultad se podrían restringir e incluso prohibir ciertas actividades y productos financieros que supusieran una amenaza para la estabilidad financiera, el funcionamiento ordenado de los mercados o la protección al inversor. Se trata, por tanto, de una herramienta preventiva que permitiría anticiparse y evitar potenciales problemas en la colocación indebida de productos financieros a minoristas. La autoridad de Reino Unido ya ha utilizado esta herramienta, prohibiendo, desde el 1 de octubre de 2014 y durante un periodo de un año, la comercialización a inversores minoristas de bonos contingentes (*Contingent Convertibles* o CoCos) por considerarlos no adecuados para minoristas por su elevada complejidad y alto riesgo.

1 Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril relativa a los mercados de instrumentos financieros y traspuesta al Derecho español mediante la Ley 47/2007 de 20 de diciembre que modifica la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

2 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se derogan las directivas 2002/92/UE y 2011/61/UE, y Reglamento n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo relativo a los mercados de instrumentos financieros, y por el que se modifica el reglamento (EMIR) relativo a los derivados OTC, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

Por otra parte, continuó aumentando la contratación de acciones españolas negociadas en las bolsas nacionales en otros mercados regulados y SMN europeos. En lo que va de año, la contratación en estos mercados exteriores superó¹⁰ los 98 mil millones de euros, lo que supone casi el 15% de la negociación total de estos valores (10% en el conjunto de 2013).

Se mantiene la tendencia a la fragmentación de los mercados.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2010	2011	2012	2013	I-14	II-14	III-14 ²
Total	1.030.498,6	926.873,7	709.902,0	764.986,6	218.532,7	254.003,2	183.270,1
Admitida en SIBE	1.030.330,2	926.828,6	709.851,7	764.933,4	218.511,6	253.996,2	183.255,8
BME	1.020.063,2	912.176,9	687.456,1	687.527,6	182.995,1	218.004,1	156.536,7
Chi-X	8.383,6	11.120,3	16.601,3	53.396,7	25.230,6	20.074,6	15.798,6
Turquoise	269,1	707,7	3.519,6	11.707,9	3.405,8	7.193,1	6.883,9
BATS	272,4	1.276,4	2.261,9	10.632,1	5.106,7	4.219,4	3.338,6
Otros ³	1.341,90	1.547,3	12,8	1.669,2	1.773,4	4.504,9	698,1
Corros	165,4	42,8	49,9	51,4	20,9	6,8	14,1
Madrid	15,7	16,1	3	7,3	1,0	3,7	2,5
Bilbao	3,9	0,1	8,5	0,1	14,2	0,0	0,0
Barcelona	143,9	26,4	37,7	44,1	5,7	2,9	11,6
Valencia	1,9	0,3	0,7	0,0	0,0	0,2	0,0
Segundo mercado	3,0	2,3	0,4	1,7	0,2	0,2	0,2
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	6.415	5.206	4.102	5.640	2.576,7	3.127,2	2.050,9
MAB	4.147,9	4.379,9	4.329,6	5.896,3	2.092,0	2.098,2	1.486,5
Latibex	521,2	357,7	313,2	367,3	137,3	76,7	58,5
ETF	5.968,2	3.495,4	2.736,0	4.283,9	2.696,6	1.894,9	2.140,5
Total contratación BME	1.037.284,3	925.661,3	698.987,5	703.768,7	190.518,8	225.208,1	162.287,9
% RV española en BME respecto al total RV española	99,0	98,4	96,9	90,0	83,9	85,9	85,5

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.
- 2 Datos hasta el 15 de septiembre.
- 3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU Composite calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF incluidos en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

Las emisiones de renta variable en los mercados domésticos ascendieron a 5.811 millones de euros en el tercer trimestre del año, dejando el volumen acumulado en 2014 en 19.754 millones (véase cuadro 8). Esta cifra es inferior a la del mismo periodo del año anterior, pero es preciso tener en cuenta que en 2013 se produjeron algunas ampliaciones de capital muy cuantiosas en el contexto del proceso de reestructuración y saneamiento del sector bancario que posiblemente no se van a repetir

Las emisiones de renta variable se han situado cerca de los veinte mil millones en lo que va de año, con aumentos de la importancia de la modalidad dividendo-elección (scrip dividend).

10 Según información extraída de Bloomberg.

este año. Cabe destacar que las emisiones de renta variable de 2014 han sido efectuadas por sociedades de múltiples sectores productivos (no solo el financiero) y que las emisiones realizadas bajo la modalidad de dividendo elección (*scrip dividend*) han continuado incrementando su importancia. El importe acumulado de estas emisiones ascendía a 8.239 millones de euros, lo que supone el 41,7% de las emisiones totales (25,2% en 2013).

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2011	2012	2013	IV-13	I-14	II-14	III-14 ¹
IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)	20.970,3	29.557,4	39.171,9	4.982,5	4.829,1	9.113,3	5.811,4
Ampliaciones de capital	20.843,3	28.326,0	39.171,9	4.982,5	4.829,1	7.877,0	5.293,6
De las cuales, dividendo elección	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.466,6	2.867,5	2.439,5	2.931,7
De ellas, mediante OPS	6.238,8	2.457,3	1.744,6	0,0	900,0	1.655,0	401,5
Tramo nacional	5.827,1	2.457,3	1.744,6	0,0	98,7	348,1	8,9
Tramo internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	801,3	1.306,9	392,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	1.236,2	517,7
Tramo nacional	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5
Tramo internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	1.180,5	459,2
NÚMERO DE EXPEDIENTES	91	106	159	49	35	46	39
Ampliaciones de capital	90	103	159	49	35	43	37
De ellas, liberadas	24	24	38	7	7	7	11
De ellas, mediante OPS	8	7	6	0	2	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	3	2
NÚMERO DE EMISORES	44	39	46	23	21	30	29
Ampliaciones de capital	44	39	46	23	21	30	28
De ellas, mediante OPS	8	7	6	0	2	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	2	1

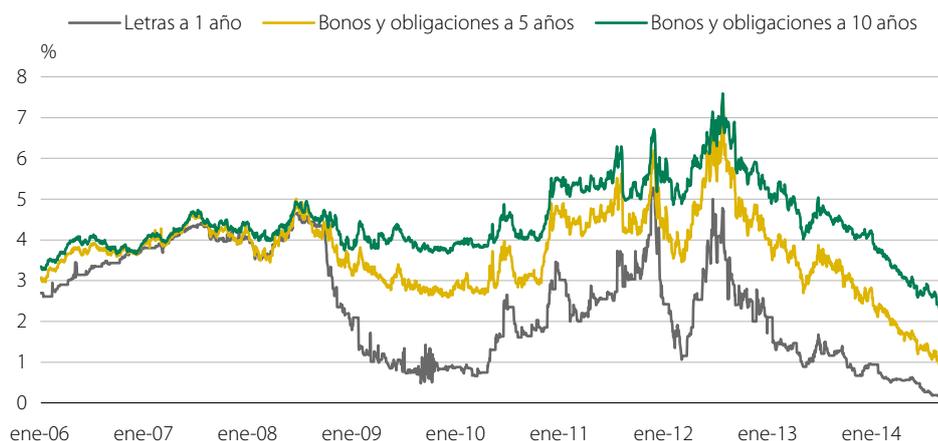
Fuente: CNMV.

¹ Datos disponibles hasta el 15 de septiembre de 2014.

3.2 Los mercados de renta fija

Nuevos descensos de los tipos de interés de la deuda española hasta mínimos históricos. En algunos casos, los precios de la deuda podrían no estar alineados con la evolución de los fundamentos económicos.

Los mercados de renta fija nacionales continúan dominados por la abundancia de liquidez y la mejoría de las perspectivas sobre la situación macroeconómica nacional. Los tipos de interés de las principales referencias de deuda (pública y privada) se han situado en nuevos mínimos históricos, así como las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles, dando lugar a un intenso abaratamiento de las condiciones de financiación de la economía en su conjunto. En algunos casos, los precios de los instrumentos de deuda son muy elevados y podrían estar desalineados de los fundamentos de la economía española, siendo más sensibles a posibles episodios de inestabilidad en los mercados o a incrementos no anticipados en los tipos de interés. En este contexto, las emisiones de deuda registradas en la CNMV retrocedieron un 28,6% (un 11,5% si tenemos en cuenta el avance de las emisiones en el exterior) como consecuencia de las menores necesidades de financiación de los emisores españoles.



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

En este contexto, los tipos de interés de corto plazo de la deuda pública alcanzaron nuevos mínimos en el tercer trimestre del año. La caída acumulada desde enero en los tipos de las principales referencias ha oscilado entre los 51 y los 77 p.b. A mediados de septiembre, las rentabilidades de las Letras a tres, seis y doce meses se situaban en el 0,03%, 0,06% y 0,12%, unos niveles que dejan poco margen para nuevas disminuciones. En el caso de la renta fija privada a corto plazo, las rentabilidades también experimentaron descensos notables durante el año, que se situaron entre los 45 y los 63 p.b. Los tipos de interés de los pagarés a tres, seis y doce meses en el momento de la emisión descendían hasta niveles del 0,64%, 0,79% y 0,96% respectivamente en el promedio de septiembre (véase cuadro 9).

Caídas en las rentabilidades de la deuda a corto plazo, con poco margen ya para mantener esta tendencia...

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 9

%	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14 ²
Letras del Tesoro						
3 meses	2,20	1,14	0,54	0,26	0,14	0,03
6 meses	3,47	1,68	0,70	0,41	0,20	0,09
12 meses	3,27	2,23	0,91	0,56	0,42	0,13
Pagarés de empresa³						
3 meses	2,74	2,83	1,09	1,01	0,93	0,64
6 meses	3,52	3,58	1,36	1,34	1,23	0,79
12 meses	3,77	3,83	1,59	1,34	1,32	0,96

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

- 1 Promedio mensual de datos diarios.
- 2 Datos a 15 de septiembre.
- 3 Tipos de interés de emisión.

Las rentabilidades de medio y largo plazo de la deuda pública aún descendieron más que las de las referencias a corto plazo y lo hicieron prácticamente sin interrupción durante el año. Estas rentabilidades, cuya caída osciló entre los 150 y los 191 p.b., se situaban en el promedio de septiembre en el 0,50%, 0,93% y 2,24 % en los plazos de tres, cinco y diez años respectivamente (véase cuadro 10). La disminución de las rentabilidades de la renta fija privada también ha sido significativa a lo largo del ejercicio,

... más intensas en las referencias a largo plazo. La rentabilidad del bono de deuda pública a diez años cerraba el tercer trimestre algo por encima del 2%, marcando mínimos históricos.

especialmente en los plazos más largos. A mediados de septiembre, estas rentabilidades eran del 1,13%, 1,60% y 2,77% en los plazos de tres, cinco y diez años. Estas rentabilidades se sitúan así en niveles mínimos históricos y, por tanto, suponen un abaratamiento sustancial de la financiación que obtiene el sector público español. Sin embargo, también se corresponden con precios muy elevados para estas referencias, y su evolución podría ser muy sensible a incrementos no anticipados en los tipos de interés o a nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%	dic-11	dic-12	dic-13	mar-14	jun-14	sep-14 ²
Renta fija pública						
3 años	4,01	3,40	2,00	1,26	0,85	0,50
5 años	4,65	4,22	2,68	1,96	1,36	0,93
10 años	5,62	5,35	4,15	3,34	2,70	2,24
Renta fija privada						
3 años	5,43	4,19	2,63	1,78	1,40	1,13
5 años	5,91	4,66	2,84	2,18	1,90	1,60
10 años	8,06	6,79	4,46	3,66	3,07	2,77

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

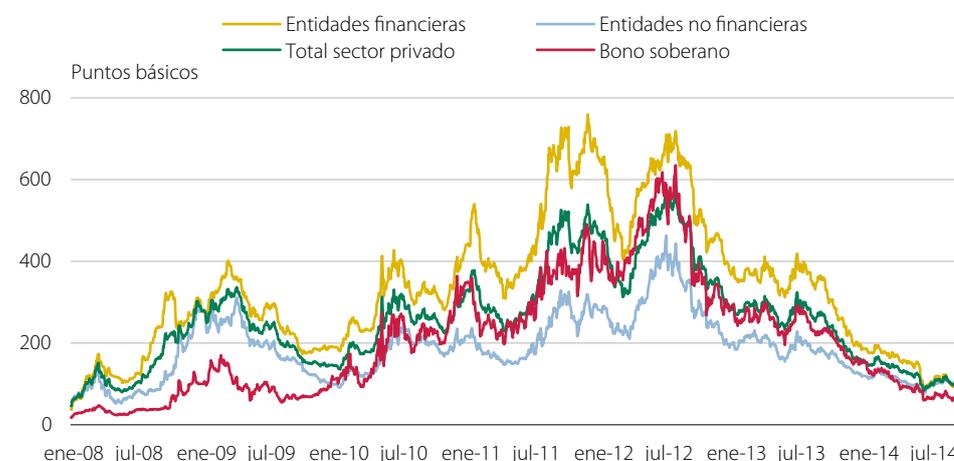
2 Datos a 15 de septiembre.

La prima de riesgo soberano ha disminuido cerca de noventa p.b. durante el año...

En esta tendencia a la baja en los tipos de interés de la economía, también se observó una moderación adicional de la prima de riesgo soberano durante el tercer trimestre, que ya había descendido de forma significativa en trimestres anteriores. El diferencial entre el tipo de interés del bono soberano español a diez años y el bono alemán pasaba de 220 p.b. a finales de diciembre de 2013 a 167 p.b., 142 y 132 al final de cada trimestre de 2014. De forma paralela, la prima de riesgo del CDS del bono soberano español se situaba en 67 p.b. a mediados de septiembre, por debajo de los 153 de finales de 2013.

Prima de riesgo agregada¹ con información de CDS a cinco años de emisores españoles

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Media simple. Datos hasta el 15 de septiembre.

Las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector privado también han descendido de forma notable a lo largo del año, si bien esta tendencia se ha estabilizado en las últimas semanas. El promedio de la prima de riesgo de los CDS de las entidades financieras ha pasado de 186 p.b. a finales de 2013 a 165, 107 y 94 a finales de los tres trimestres de 2014. En estos periodos, el promedio de las primas de riesgo de los CDS de las entidades no financieras ha sido de 119, 112, 99 y 103 p.b.

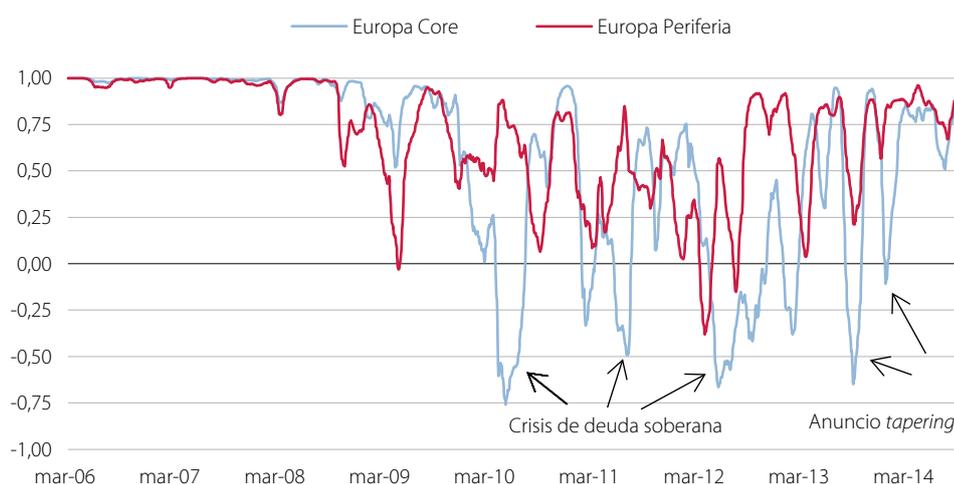
... un descenso similar al de la prima de riesgo del sector financiero. La del sector no financiero, mucho menos afectada por la crisis, cedió algo más de 15 p.b.

La correlación entre el precio de la deuda pública española y otros activos como la deuda pública de otras economías europeas o la renta variable está en niveles elevados. Este comportamiento se aleja del observado durante la crisis de la deuda soberana europea, en la que se producía una disociación clara entre los movimientos de la deuda pública española y los de esos activos, junto con una evolución más pareja respecto a la deuda soberana emitida en los países periféricos de la zona del euro (véase gráfico 18). A pesar de que las correlaciones son altas, los indicadores de contagio de riesgo de crédito están en niveles bajos debido, en parte, al reducido nivel de las primas de riesgo de crédito de los países.

La correlación entre la deuda pública española y otros activos de deuda o las acciones está en niveles elevados.

Correlación entre la rentabilidad del bono español y la de otros bonos europeos¹

GRÁFICO 18



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 15 de septiembre de 2014.

1 Coeficiente de correlación calculado en ventanas de tres meses sobre rentabilidades de bonos de deuda pública a diez años. El grupo Europa Core incluye Alemania, Francia, Bélgica y Holanda, mientras que el grupo Europa Periferia incluye Italia, Irlanda, Portugal y Grecia. Se calcula el coeficiente de correlación entre la rentabilidad del bono español y la de cada uno de los bonos europeos y se realiza el promedio de estos coeficientes para cada grupo.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 67.311 millones de euros en los tres primeros trimestres del año, un 28,5% menos que en el mismo periodo del año anterior. Este retroceso está en parte causado por las emisiones de bonos realizadas por la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que fueron mucho más elevadas en 2013¹¹. Además, se observa un aumento de las emisiones de deuda de las sociedades españo-

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 67 mil millones de euros, un 28,5% menos que en 2013. La caída se atenúa al 11,5% si se incluyen las emisiones en el exterior.

11 En 2013, las emisiones de la SAREB en los tres primeros trimestres del año se situaron en 14.087 millones de euros, mientras que en 2014 disminuyeron hasta los 4.085 millones.

las en el exterior (12%), particularmente en los instrumentos de corto plazo y en participaciones preferentes. Si tenemos en cuenta estos factores, el retroceso de las emisiones de las entidades españolas se atenuaría hasta el 11,5% y respondería fundamentalmente a sus menores necesidades de financiación. En el caso de las sociedades financieras también se explicaría por la preferencia de los instrumentos de capital como fuente de financiación en detrimento de la deuda.

Descensos importantes en las emisiones de pagarés...

En términos absolutos, el mayor retroceso en las emisiones de deuda se produjo en el segmento de los pagarés, cuyas emisiones acumuladas en el año fueron cercanas a los veinte mil millones de euros, 12,5 mil millones menos que en 2013. Las emisiones de estos productos en el exterior se situaron en 11,3 mil millones de euros, cerca de tres mil millones más que en 2013 (véase cuadro 11).

... de bonos simples (afectados por las emisiones de la SAREB) y de cédulas hipotecarias y territoriales.

Las emisiones brutas de bonos simples registradas en la CNMV hasta mediados de septiembre se situaron en 13.204 millones de euros, un 33,6% menos que en 2013. Descontando las emisiones efectuadas por la SAREB, las emisiones de bonos se habrían incrementado un 57%, hasta los 9.119 millones. Destaca asimismo el descenso de las emisiones de cédulas, tanto hipotecarias (un 17,7%, hasta los 17.950 millones de euros) como territoriales (un 67%, hasta los 1.853 millones).

Las emisiones de bonos de titulización se mantuvieron en niveles parecidos a los de 2013.

Las emisiones de bonos de titulización también cayeron, pero mucho menos que otros instrumentos. En el acumulado del año se situaron en 13.345 millones de euros, ligeramente por debajo de los 13.898 millones del año anterior.

Emisiones brutas de renta fija

CUADRO 11

	2010	2011	2012	2013	2014		
					I	II	III ²
Registradas¹ en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	226.449	287.490	357.830	138.839	20.593	28.009	18.709
Cédulas hipotecarias	34.378	67.227	102.170	24.800	3.450	11.000	3.500
Cédulas territoriales	5.900	22.334	8.974	8.115	1.500	218	135
Bonos y obligaciones no convertibles	24.356	18.692	86.442	32.537	5.988	4.855	2.361
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	968	7.126	3.563	803	0	1.000	1
Bonos de titulización	63.261	68.410	23.800	28.593	1.850	3.855	7.640
Tramo nacional	62.743	63.453	20.627	24.980	1.389	3.573	7.550
Tramo internacional	518	4.957	3.173	3.613	461	282	90
Pagarés de empresa ³	97.586	103.501	132.882	43.991	7.804	7.081	5.072
De titulización	5.057	2.366	1.821	1.410	200	420	0
Resto de pagarés	92.529	101.135	131.061	42.581	7.604	6.661	5.072
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	200	0	0	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	9.154	28.549	7.633	4.776	0	2.244	1.545
Emisiones aseguradas	299	10	0	193	196	0	0
					2014		
En el exterior por emisores españoles	2010	2011	2012	2013	I	II	III⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	127.731	120.043	91.882	47.852	17.421	15.116	3.896
A largo plazo	51.107	51.365	50.312	34.452	12.526	10.849	1.710
Participaciones preferentes	0	0	0	1.653	3.000	1.102	0
Obligaciones subordinadas	0	242	307	750	0	0	0
Bonos y obligaciones	50.807	51.123	50.005	32.049	9.526	9.746	1.710
Bonos de titulización	300	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	76.624	68.677	41.570	13.400	4.896	4.267	2.186
Pagarés de empresa	76.624	68.677	41.570	13.400	4.896	4.267	2.186
De titulización de activos	248	322	11.590	0	0	0	0
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo					2014		
	2010	2011	2012	2013	I	II	III⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	191.266	108.396	49.123	48.271	13.463	9.610	2.843
Instituciones financieras	161.897	79.199	18.389	8.071	2.549	2.989	60
Sociedades no financieras	29.369	29.197	30.734	40.200	10.914	6.621	2.783

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos disponibles hasta el 15 de septiembre.

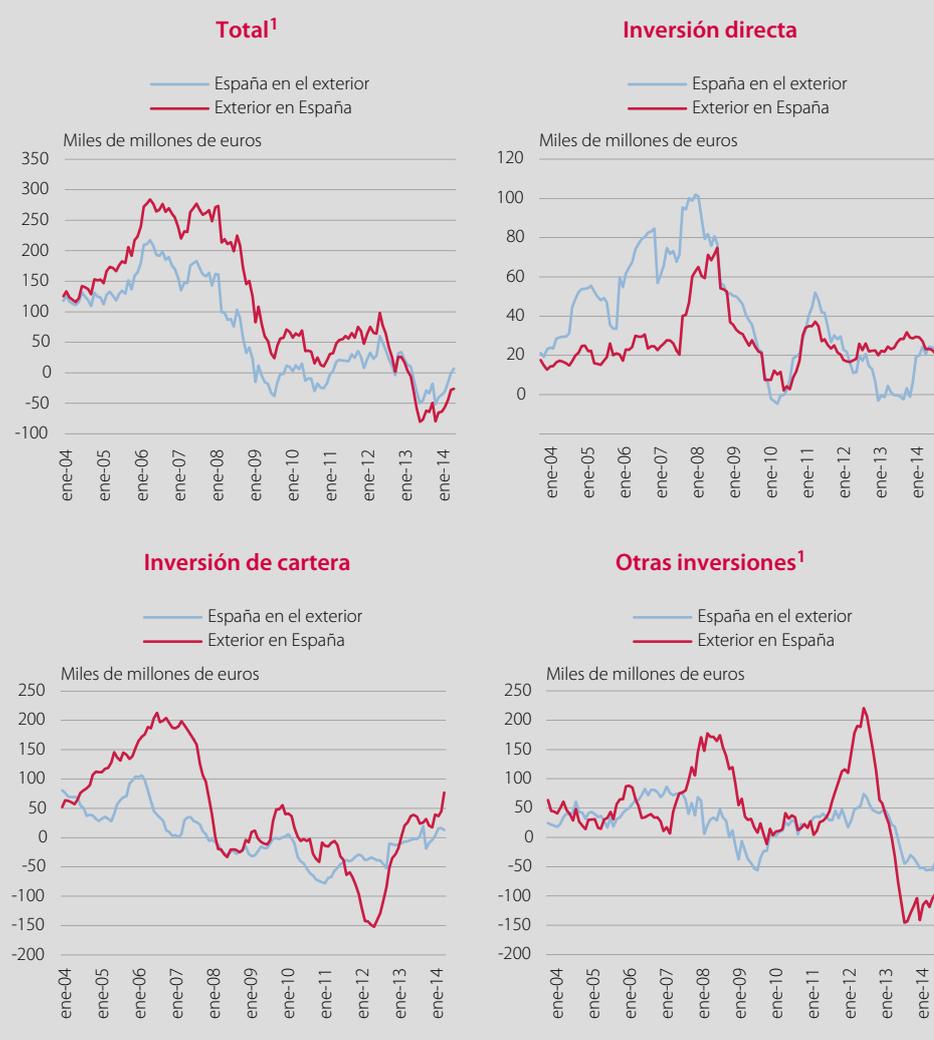
3 Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados.

4 Datos disponibles hasta el 31 de julio.

Durante los años anteriores al inicio de la crisis financiera, la economía española era receptora de altos volúmenes de financiación procedentes del exterior. Esta necesidad de financiación surgía como consecuencia de la elevada tasa de inversión, que era muy superior a la tasa de ahorro. Sin embargo, la corrección de algunos desequilibrios durante la crisis redujo de tal manera la necesidad de financiación de la economía que, desde finales de 2012, España comenzó a ser emisor (neto) de financiación en relación con el sector no residente¹ (véase panel superior izquierdo del gráfico R.3.1). Los datos de la cuenta financiera revelan un nuevo cambio en el comportamiento inversor desde mediados de 2013, con incrementos sustanciales del volumen de inversión tanto del sector no residente en España como de España en el exterior. En este recuadro se hace un breve repaso de las diferentes etapas por las que ha pasado la inversión del exterior en nuestra economía, teniendo en cuenta su modalidad y el sector de destino.

Cuenta financiera: desglose en función de la modalidad de inversión (datos acumulados de doce meses)

GRÁFICO R.3.1



Fuente: Banco de España, Balanza de pagos. Datos hasta junio de 2014.

¹ Excepto los derivados y las reservas para las que no se dispone del desglose España - sector no residente.

Los flujos de inversión del sector no residente en España han transitado por varias fases desde el inicio de la crisis. Durante la primera etapa (véase panel superior izquierdo del gráfico R.3.1), desde principios de 2008 hasta mediados de 2009, el volumen de inversión del sector no residente en nuestra economía descendió desde niveles superiores a los 250 mil millones (al año) hasta algo menos de 25 mil millones. Posteriormente mostró oscilaciones menos acentuadas durante los diferentes episodios de turbulencias asociados a la crisis de la deuda soberana europea, hasta que a mediados de 2012 la inversión del exterior retomó una nueva senda descendente. Por aquellas fechas la incertidumbre relacionada con la salud del sistema financiero español y con las posibilidades de recuperación de la economía era muy elevada. Desde mediados de 2013, el descenso de las tensiones relacionadas con estos factores ha permitido una recuperación notable de los volúmenes de inversión del sector no residente².

El análisis de los flujos por modalidad de inversión revela patrones de comportamiento diferentes. Por una parte, los flujos de inversión directa (panel superior derecho del gráfico R.3.1), que descendieron significativamente entre finales de 2008 y mediados de 2010, sobre todo en el sector corporativo no financiero, han mostrado después oscilaciones mucho menos intensas y se han mantenido en terreno positivo a lo largo de todo el periodo considerado (cifras acumuladas de doce meses). Esta evolución es coherente con la naturaleza de este tipo de inversión, que tiene una vocación de permanencia mayor. Por el contrario, los flujos de inversión en cartera se redujeron sustancialmente durante 2008 y lo siguieron haciendo con intensidad durante algunos periodos de turbulencias relacionados con la crisis de la deuda europea. A mediados de 2012, las salidas de estos flujos de inversión (cifras acumuladas de doce meses) eran superiores a los 150 mil millones de euros. Desde entonces, la recuperación de la confianza y de las perspectivas sobre la economía ha facilitado la recuperación de esta modalidad de inversión, que en junio de 2014 ascendía casi a 77 mil millones de euros.

El desglose de la inversión en cartera permite contemplar un cambio de patrón en cuanto al sector que recibe los flujos de inversión de los inversores no residentes. Mientras que antes de la crisis los volúmenes más elevados tenían como destinatarias a las entidades del sector privado de la economía (financiero y no financiero), la recuperación de la inversión de cartera de los últimos meses está más relacionada con la adquisición de instrumentos emitidos por el sector público (véase panel derecho del gráfico R.3.2). De hecho, la participación del sector no residente en el saldo de la deuda del Estado se ha incrementado desde niveles mínimos del 32% a mediados de 2012 hasta el 44,6% a mediados de 2014³ (véase gráfico R.3.3).

Inversión del exterior en España: detalle por sectores institucionales (datos acumulados de doce meses)

GRÁFICO R.3.2

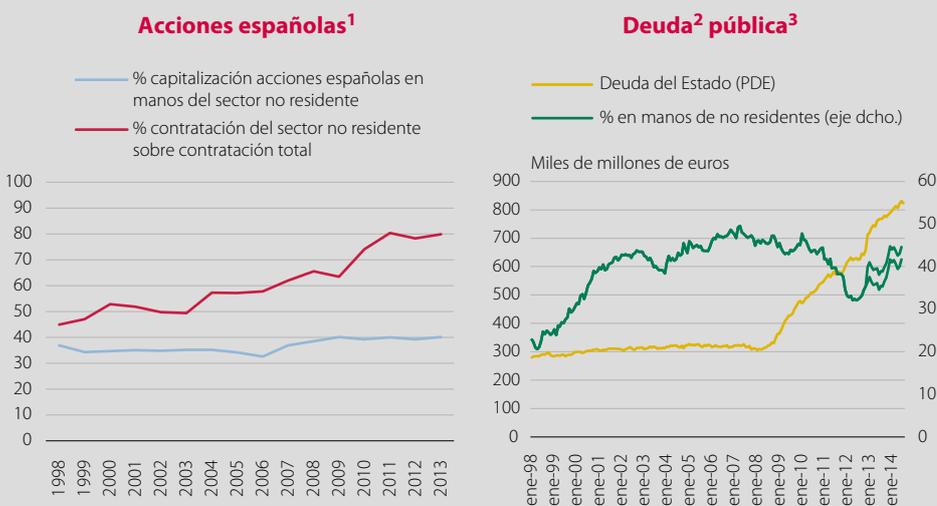


Fuente: Banco de España, Balanza de pagos. Datos hasta junio de 2014.

IFM: Instituciones Financieras Monetarias, ex Banco de España.

Participación del sector no residente en:

GRÁFICO R.3.3



Fuente: BME (datos hasta 2013) y Banco de España (datos hasta julio de 2014 para el saldo de deuda pública, y hasta junio para la proporción del sector no residente).

1 Acciones de empresas españolas cotizadas.

2 Deuda según Protocolo de Déficit Excesivo.

3 Se ofrece la participación bruta del sector no residente y la participación descontando el saldo de la financiación del MEDE (Mecanismo Europeo de Estabilidad), que hasta junio ascendía a 41,3 mil millones de euros.

Cabe señalar asimismo dos elementos que han tenido una incidencia relevante en la evolución de la inversión del sector no residente, en particular, sobre la categoría denominada «Otras inversiones». Como se observa en el panel inferior derecho del gráfico R.3.1, este tipo de inversión ha mostrado dos máximos a lo largo de los últimos años que están relacionados fundamentalmente con la financia-

ción a los bancos procedente del Eurosistema y con los recursos recibidos del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La primera vía de financiación fue ampliamente utilizada por el sector bancario español durante la crisis y su saldo (en términos netos) alcanzó un máximo de 388 mil millones de euros en agosto de 2012. La financiación procedente del MEDE superó los 41 mil millones de euros (entre diciembre de 2012 y febrero de 2013) y formó parte del proceso de saneamiento y reestructuración de las entidades de crédito españolas. La caída reciente de los flujos de inversión de esta categoría está relacionada con el descenso de la financiación del Eurosistema, ya que los primeros pagos de la financiación del MEDE todavía no tienen reflejo en la estadística⁴.

En conclusión, durante la crisis de los últimos años la economía española ha pasado a ser financiadora (neta) del resto del mundo, después de muchos años de ser gran receptora de fondos. Sin embargo, desde hace meses, la mejoría de la confianza sobre la actividad económica y la solidez del sector bancario han favorecido un incremento notable de la inversión del exterior en nuestra economía. Por el momento, el grueso de esta inversión se ha destinado a la compra de deuda pública. Sin embargo, si la recuperación de la economía se consolida, la inversión del sector no residente podría extenderse con más intensidad a los sectores privados. Así lo sugiere la participación creciente del sector no residente en las emisiones de renta fija y renta variable registradas en la CNMV, así como en otros productos financieros como la inversión colectiva.

- 1 La diferencia entre la inversión de España en el exterior y la inversión del exterior en España (cifras acumuladas de doce meses) comenzó a ser positiva en diciembre de 2012. El cálculo excluye el importe de los derivados y las reservas.
- 2 Véase la publicación del BCE *Financial Stability Review* (mayo de 2014), que expone los flujos de inversión en bonos y acciones en varias economías durante el último año, destacando España como gran receptora de fondos.
- 3 Si descontamos el volumen de deuda que se corresponde con la financiación obtenida del MEDE, este porcentaje queda en el 41,7%.
- 4 La estadística cubre hasta junio de 2014 y los primeros pagos del MEDE están previstos para julio de 2014.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero¹²

El patrimonio de los fondos de inversión creció un 16,6% durante el primer semestre de 2014, hasta situarse en 182.735 millones de euros. Este avance, que consolida la senda alcista iniciada en 2013, sitúa el nivel del patrimonio del sector en valores similares a los existentes a finales de 2008 (véase cuadro 13). El 80% del aumento del patrimonio tuvo su origen en las suscripciones netas realizadas durante estos dos trimestres, que superaron los veinte mil millones de euros (véase cuadro 12). Las entradas de fondos más voluminosas se produjeron en las categorías de renta fija

El patrimonio de los fondos de inversión creció un 16,6% en el primer semestre de 2014, hasta los 182,7 mil millones de euros. El 80% del aumento se debió a las suscripciones de fondos.

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

mixta (7.221 millones de euros), renta fija (6.639 millones) y gestión pasiva (4.724 millones). Por otro lado, los reembolsos netos más cuantiosos se observaron en los fondos garantizados, tanto de renta variable (2.950 millones) como de renta fija (1.466 millones). Este comportamiento de los inversores es similar al observado en trimestres anteriores, con reembolsos en las categorías de fondos garantizados e inversiones en fondos de renta fija¹³ y de gestión pasiva.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	-10.838,6	-12.737,7	24.133,0	5.866,8	8.804,3	10.069,9	10.461,6
Rta. fija ¹	-10.427,7	-5.843,6	13.783,1	3.438,4	4.386,4	3.633,3	3.005,6
Rta. fija mixta ²	-1.925,7	-775,2	2.059,3	194,4	1.142,3	2.323,5	4.898,0
Rta. vble. mixta ³	-320,5	-383,1	1.881,9	419,8	1.032,2	1.208,8	1.447,3
Rta. vble. euro ⁴	152,0	-163,7	1.730,3	327,7	1.025,8	955,0	452,0
Rta. vble. internacional ⁵	-817,6	-420,6	900,2	197,3	430,0	422,8	388,9
Gar. rta. fija	7.228,3	-853,0	-4.469,2	-956,1	-3.706,3	-3.763,4	2.297,6
Gar. rta. vble. ⁶	-3.061,6	-3.523,5	-2.070,2	-311,8	-343,0	-23,7	-2.926,0
Fondos globales	945,3	-7,5	847,4	178,3	288,7	413,7	-21,3
De gestión pasiva ⁷	-274,5	572,1	9.538,2	2.426,5	4.518,6	4.357,3	367,0
Retorno absoluto ⁷	-2.337,0	-1.339,4	-67,8	-47,8	29,9	542,7	552,5

Fuente: CNMV. Datos estimados.

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

13 Desde 2013 una buena parte de los reembolsos observados en los fondos garantizados ha tenido como destino fondos de renta fija con objetivo concreto de rentabilidad pero sin garantía (para más información véase recuadro 3 del Informe de Mercados y Agentes, en el Boletín del tercer trimestre de 2013).

Número	2011	2012	2013	2013		2014	
				III	IV	I	II
Total fondos de inversión	2.310	2.185	2.045	2.070	2.045	2.037	2.023
Rta. fija ¹	508	454	384	388	384	374	375
Rta. fija mixta ²	140	125	122	125	122	119	119
Rta. vble. mixta ³	128	117	128	128	128	127	126
Rta. vble. euro ⁴	148	127	108	113	108	103	104
Rta. vble. internacional ⁵	220	211	193	192	193	190	190
Gar. rta. fija	351	398	374	391	374	355	336
Gar. rta. vble. ⁶	420	361	308	316	308	307	297
Fondos globales	203	192	162	168	162	160	163
De gestión pasiva ⁷	59	85	169	148	169	205	217
Retorno absoluto ⁷	133	115	97	101	97	97	96
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8
Rta. fija ¹	46.945,5	40.664,6	55.058,9	50.381,0	55.058,9	59.381,8	62.740,7
Rta. fija mixta ²	5.253,6	5.500,9	8.138,0	6.873,4	8.138,0	10.600,2	15.666,0
Rta. vble. mixta ³	2.906,1	3.179,9	6.312,4	4.783,4	6.312,4	7.648,6	9.242,9
Rta. vble. euro ⁴	4.829,2	5.270,2	8.632,8	7.021,5	8.632,8	7.753,1	8.601,7
Rta. vble. internacional ⁵	6.281,2	6.615,0	8.849,0	7.967,6	8.849,0	11.693,7	12.426,8
Gar. rta. fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	35.504,7	31.481,2	27.529,5	24.920,1
Gar. rta. vble. ⁶	18.014,5	14.413,2	12.503,8	12.767,2	12.503,8	12.810,3	12.940,7
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.352,8	4.528,1	5.007,9	5.650,3
De gestión pasiva ⁷	1.986,2	2.991,2	16.515,9	10.926,5	16.515,9	21.847,0	24.898,6
Retorno absoluto ⁷	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.590,4	4.659,9	5.241,5	5.648,0
Participes							
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	4.799.719	5.050.719	5.410.205	5.814.175
Rta. fija ¹	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.410.867	1.508.009	1.612.002	1.712.747
Rta. fija mixta ²	206.938	188.574	240.676	205.034	240.676	314.879	425.424
Rta. vble. mixta ³	145.150	138.096	182.223	161.099	182.223	211.810	252.255
Rta. vble. euro ⁴	237.815	220.450	293.193	254.009	293.193	323.474	347.335
Rta. vble. internacional ⁵	448.539	398.664	457.606	435.571	457.606	531.270	601.531
Gar. rta. fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.091.051	1.002.458	871.622	796.983
Gar. rta. vble. ⁶	912.298	727.880	608.051	628.100	608.051	613.296	602.530
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	117.838	128.741	146.223	168.796
De gestión pasiva ⁷	100.416	125.003	441.705	321.669	441.705	575.262	673.166
Retorno absoluto ⁷	229.097	173.297	188.057	174.481	188.057	210.367	233.407
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	-0,08	5,50	6,50	2,50	1,85	1,71	1,41
Rta. fija ¹	1,56	3,54	2,28	0,65	0,54	0,89	0,67
Rta. fija mixta ²	-1,34	4,95	4,16	1,85	1,62	1,57	1,34
Rta. vble. mixta ³	-5,64	7,83	10,85	4,78	3,52	1,69	1,89
Rta. vble. euro ⁴	-11,71	12,31	28,06	13,71	7,99	5,01	3,04
Rta. vble. internacional ⁵	-10,83	13,05	20,30	6,87	5,54	2,22	2,92
Gar. rta. fija	3,28	4,85	4,96	1,46	0,89	1,56	0,71
Gar. rta. vble. ⁶	0,14	5,07	6,15	2,62	1,83	1,26	1,59
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	3,80	3,25	1,65	1,69
De gestión pasiva ⁷	-7,33	7,10	8,88	4,13	2,58	3,45	2,64
Retorno absoluto ⁷	-1,87	3,84	2,46	1,07	1,04	0,82	0,75

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

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

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

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

4 Incluye: Renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y Garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2011, 2012 y 2013. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

El aumento del patrimonio se debió, en segundo término, a la revalorización de la cartera de los fondos.

Por su parte, la rentabilidad de los fondos de inversión fue positiva durante los primeros seis meses del año (3,1%), aunque con valores inferiores a los del semestre anterior (véase cuadro 13). Las categorías más rentables fueron las de los fondos de inversión de renta variable euro y de gestión pasiva (8,2% y 6,2% respectivamente), como consecuencia de la revalorización de las acciones durante este periodo. A pesar de las buenas cifras en cuanto a rentabilidades se refiere, el número de fondos siguió descendiendo en el primer semestre de 2014, pero con menos intensidad que anteriormente. Así, a finales de junio había un total de 2.023 fondos registrados, 22 menos que a finales de 2013. La mayor reducción en el número de fondos se produjo en la categoría de garantizados de renta fija (38). La vocación de gestión pasiva fue, de nuevo, la que experimentó el aumento más relevante en el número de fondos, que pasó de 169 a finales de 2013 a 217 a finales del primer semestre de 2014 (48 fondos más).

El número de partícipes en fondos de inversión aumentó en más de 760 mil en el primer semestre. En total superan los 5,8 millones.

El número de partícipes en fondos de inversión se incrementó en más de 760 mil desde diciembre del año anterior, situándose a mediados de 2014 en 5.814.175. En consonancia con la evolución del patrimonio, los mayores incrementos de número de partícipes se produjeron en los fondos de gestión pasiva, de renta fija y de renta fija mixta (231.461, 204.738 y 184.748 respectivamente, en relación al último trimestre de 2013). Únicamente los fondos garantizados de renta fija y variable mostraron un descenso en el número de partícipes.

La expansión del patrimonio y del número de partícipes del sector continuó en julio, a la vista de los datos preliminares.

Los datos preliminares correspondientes al mes de julio de 2014 indican que continuó la tendencia expansiva del patrimonio y del número de partícipes en este sector, con aumentos cercanos al 2% en ambas magnitudes respecto a los datos de junio. También siguió la disminución del número de fondos, sobre todo de los fondos garantizados.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 14

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/total de la cartera		
	dic-13	mar-14	jun-14	dic-13	mar-14	jun-14
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	177	216	202	18%	20%	18%
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	2.457	2.360	1.214	15%	14%	6%
Renta fija no financiera	177	207	280	6%	6%	6%
Titulizaciones	509	522	554	23%	21%	21%
Titulización AAA	33	33	40	100%	100%	100%
Resto de titulizaciones	476	489	514	22%	20%	20%
Total	3.320	3.304	2.249	16%	14%	8%
% sobre patrimonio FI	2,1	2,0	1,2			

Fuente: CNMV.

El volumen de activos de menor liquidez de la cartera de los fondos descendió un 32% en el primer semestre y apenas representa el 1,2% del patrimonio total del sector.

Las condiciones de liquidez de los fondos de inversión en el ámbito de la cartera de renta fija privada continuaron mejorando a lo largo del primer semestre de 2014. El volumen de activos de liquidez reducida pasó de 3.320 millones de euros en diciembre de 2013 a 2.249 en junio de 2014, es decir, disminuyó en más de mil millones (-32,2%). En términos relativos, el patrimonio de liquidez reducida de los fondos de

inversión pasó de representar el 2,1% del patrimonio total a finales de 2013 al 1,2% en junio de 2014. En relación a la composición de este conjunto de activos de menor liquidez, destaca el descenso de la importancia relativa de la deuda de entidades financieras con calificación inferior a AA, que pasó del 74% al 54%, y el incremento de la importancia relativa de las titulaciones (desde el 14% al 23%).

IIC inmobiliarias

El sector de la construcción y las actividades inmobiliarias en el ámbito nacional continúa su ajuste, condicionando la actividad desarrollada por las IIC inmobiliarias en el primer semestre de 2014, cuyas magnitudes principales siguieron retrocediendo.

La evolución de las IIC inmobiliarias continuó afectada por el ajuste del sector a escala nacional.

En cuanto a los fondos de inversión inmobiliaria (FII), el número total de estas instituciones continuaba en seis a mediados de año, una cifra que se mantiene invariable desde 2011. De ellos, solo cuatro se consideraban propiamente activos, ya que dos FII estaban en proceso de liquidación. Por su parte, tanto el número de partícipes como el volumen de patrimonio siguieron contrayéndose durante este último semestre. El número de partícipes se redujo un 15%, situándose a finales de junio en 4.090, y el patrimonio lo hizo un 2,5%, hasta los 3.525 millones de euros. La rentabilidad de los fondos se mantuvo en valores negativos (-1,59% en el primer trimestre y -2,31% en el segundo), pero la magnitud de la caída fue inferior a la de años anteriores. Posiblemente el descenso menos severo de los precios del sector inmobiliario esté en el origen de este comportamiento.

El patrimonio de los FII descendió un 2,5% y el número de partícipes un 15%. Su rentabilidad no fue tan negativa como en años anteriores.

La evolución de las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) también estuvo marcada por retrocesos en sus magnitudes más relevantes. El número de estas instituciones pasó de diez a nueve¹⁴ entre diciembre de 2013 y junio de 2014, y el volumen de patrimonio disminuyó un 3,1%, hasta los 828,9 millones de euros, en contraste con la expansión observada en 2013¹⁵. El número de accionistas de dichas sociedades apenas varió, quedando ligeramente por encima de los 1.050.

En el caso de las SII, cuyo número pasó de diez a nueve, el patrimonio disminuyó un 3,1%.

IIC de inversión libre

La evolución de las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (versión española de los *hedge funds*) siguió mostrando una cierta heterogeneidad según el tipo de entidad: el grupo de fondos puros de inversión libre (IIC de inversión libre) siguió en expansión, mientras que en el grupo de los fondos de fondos (IIC de IIC de inversión libre) sus magnitudes más relevantes tendieron a estabilizarse, tras los retrocesos de años anteriores.

Se mantiene la heterogeneidad en la evolución de los distintos tipos de instituciones de inversión colectiva de inversión libre.

Como se observa en el cuadro 15, el patrimonio de las IIC de IIC de inversión libre (fondos de fondos) se situó en 354 millones de euros en mayo de 2014, apenas un 1,1% superior al volumen del cuarto trimestre de 2013, mientras que su número de partícipes descendió un 1,6%, hasta situarse en los 2.973 millones. La rentabilidad

El patrimonio y el número de partícipes de las IIC de IIC de inversión libre apenas varió entre enero y mayo...

14 Una sociedad se dio de baja en mayo.

15 Esta expansión se debió a la transformación de una sociedad anónima en una SII a principios de 2013.

de la cartera de estas instituciones fue del 0,7% y el 1,3% en el primer y segundo trimestre del año respectivamente. En términos anualizados, el rendimiento sería algo inferior al 4%, una tasa similar a la del conjunto de 2013.

... mientras que estas magnitudes presentaron avances del 16,4% y del 6,4% respectivamente en las IIC de inversión libre.

Por su parte, el patrimonio de las IIC de inversión libre (fondos puros) se situaba a finales de mayo en 1.206 millones de euros (+16,4%) y su número de partícipes en 2.659 (+6,4%). El avance del patrimonio tuvo su origen tanto en la rentabilidad de la cartera de estas instituciones (4,2% y 1,0% en los dos primeros trimestres del año) como en las suscripciones netas efectuadas por los inversores (113 millones de euros entre enero y mayo de 2014).

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

CUADRO 15

	2011	2012	2013	2013		2014	
				III	IV	I	II ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	27	24	22	22	22	21	20
Partícipes	3.805	3.338	3.022	3.218	3.022	2.994	2.973
Patrimonio (millones de euros)	573	540	350	418	350	352	354
Rentabilidad (%)	-1,71	0,88	4,39	0,25	1,89	0,66	1,26
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	36	36	29	33	29	28	30
Partícipes	2.047	2.427	2.415	2.333	2.415	2.513	2.569
Patrimonio (millones de euros)	728,1	918,6	1.036,7	994,8	1.036,7	1.172,4	1.206,5
Rentabilidad (%)	-2,56	7,17	16,48	5,33	5,41	4,21	1,01

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo de 2014.

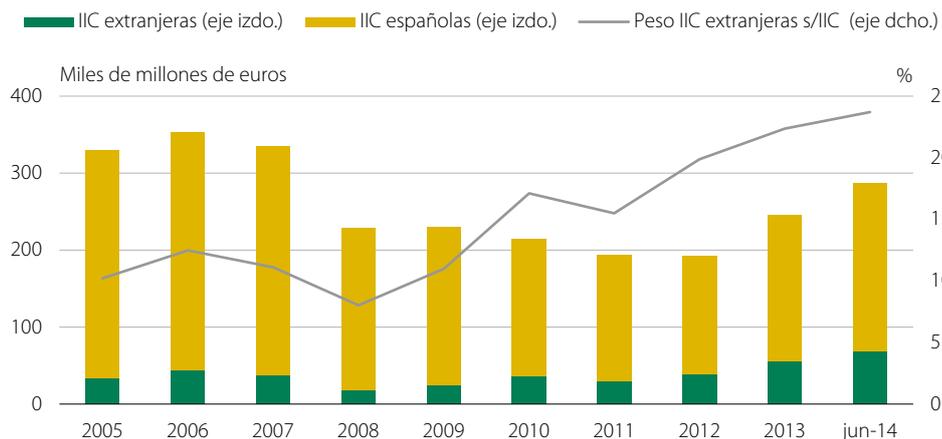
IIC extranjeras comercializadas en España

Continúa la expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España: su volumen de inversión creció un 24% en la primera mitad de año, hasta los 68 mil millones de euros.

La expansión del segmento de las IIC extranjeras comercializadas en España, que comenzó en 2012, siguió su curso en el primer semestre de 2014. El volumen de inversión de estas IIC fue cercano a los 68 mil millones de euros, un 24,2% más que a finales de 2013. Como se observa en el gráfico 19, este volumen representa casi el 25% del patrimonio total de las IIC comercializado en España, un porcentaje muy superior al 8% del ejercicio 2008, al inicio de la crisis.

Aumentos significativos tanto en fondos como en sociedades.

El incremento del patrimonio de las IIC extranjeras estuvo originado por el aumento del patrimonio tanto de los fondos como de las sociedades. El patrimonio de los fondos experimentó un incremento del 12,7%, hasta los 9.609 millones de euros, y el de las sociedades fue de un 26,3%, hasta los 58.371 millones. También aumentó el número de inversores en estos productos, un 18,4%, hasta un total de 1.263.699, y el número de instituciones (veintidós más, ocho fondos y catorce sociedades).



Fuente: CNMV.

Las perspectivas para la industria de la inversión colectiva son globalmente positivas, aunque existen elementos que pueden impedir una expansión mayor de este sector a medio plazo. Por una parte, se ha producido una mejoría evidente de la confianza de los inversores desde el año pasado, que se ha traducido en una recomposición de su cartera de activos en favor de los fondos de inversión y de activos de mayor riesgo, en detrimento de otras categorías de productos más conservadores como los depósitos bancarios. Esta tendencia continuará previsiblemente en los próximos meses ya que la oferta de la industria de la inversión colectiva encaja tanto con los perfiles de los inversores más conservadores, a través de las categorías de renta fija (los depósitos siguen ofreciendo rentabilidades poco atractivas), como con los perfiles de los inversores que desean asumir un riesgo mayor, mediante las categorías de renta variable, gestión pasiva o fondos de inversión libre. Sin embargo, el volumen de inversión que puede captar la industria continuará limitado por la escasa capacidad de ahorro del sector privado. La evolución de este ahorro depende en último caso de la posibilidad de recuperación de su renta disponible, es decir, de la intensidad de la recuperación de la economía y el empleo.

Las perspectivas para la industria de la inversión son buenas debido a la mejora de la confianza de los inversores. Sin embargo, su recorrido sigue limitado por el escaso ahorro del sector privado.

4.2 Empresas de servicios de inversión

Durante la primera mitad del año, la actividad de las empresas de servicios de inversión (ESI) se desarrolló en un contexto favorable en los mercados financieros, lo que impulsó un avance significativo de los resultados del sector. En conjunto, los beneficios antes de impuestos ascendieron a 345 millones de euros (en términos anualizados), lo que representa un aumento del 58,8% en relación a la cifra obtenida en 2013 (véase gráfico 20). Este incremento se produjo de forma generalizada para los distintos grupos de intermediarios: sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio había un total de ochenta y cinco¹⁶, dos menos que a finales de 2013, ya que se produjeron

La bonanza de los mercados financieros durante los primeros meses de 2014 permitió un incremento sustancial de los beneficios de las empresas de servicios de inversión (58,8%).

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

tres bajas y un alta. Del total de ESI, cuarenta y seis poseían pasaporte comunitario para operar en otros países de la UE, seis mediante presencia física (una menos que a finales de 2013) y cuarenta ESI lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios.

El beneficio de las sociedades de valores en el primer semestre de 2014 fue el doble que el de 2013 debido al aumento de las comisiones percibidas (16%) y a la reducción de los gastos.

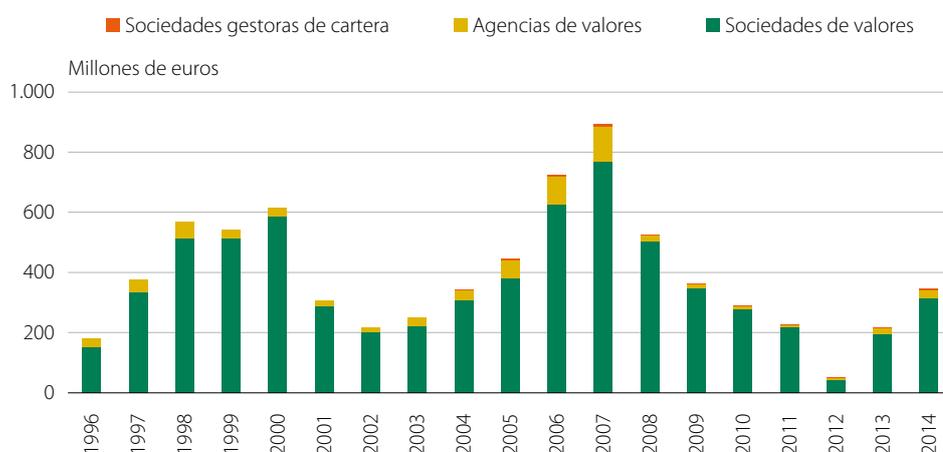
Las sociedades de valores (SV) experimentaron un aumento de su actividad entre el primer semestre de 2013 y el primero de 2014, como ya se ha mencionado. Así, estas entidades obtuvieron unos beneficios agregados antes de impuestos de 156,1 millones de euros, el doble que hace un año y más del 90% de los beneficios totales del sector (véase cuadro 16). Esta mejora tuvo su origen tanto en el aumento de las comisiones percibidas (15,9%) como en la reducción de los gastos de explotación y de los gastos por amortizaciones y otras dotaciones. Dentro de las comisiones que recibieron las SV, aquellas originadas por la tramitación y ejecución de órdenes fueron las que más se incrementaron en términos absolutos, concretamente en poco más de quince millones de euros, hasta alcanzar los 191,1 millones de euros. Las comisiones por gestión de carteras, aunque con cifras mucho más reducidas, empezaron a ganar importancia y superaron los diez millones de euros, lo que supone un incremento del 45% entre junio de 2013 y junio de 2014. En cambio, como ha venido sucediendo en los últimos años, los ingresos por asesoramiento en materia de inversión se redujeron un 15,1%, hasta los 3,8 millones de euros.

El margen bruto de las SV aumentó un 26%, aunque sus partidas mostraron una evolución heterogénea: mejoraron las comisiones percibidas y los beneficios por diferencias de cambio, y empeoraron los resultados por operaciones financieras.

En cuanto al resto de las partidas que componen el margen bruto, que aumentó un 25,7%, hasta los 340,8 millones de euros, su evolución fue bastante heterogénea. Por un lado, el resultado de las inversiones financieras se redujo de forma cuantiosa, concretamente un 80%, hasta los 36,8 millones de euros. Por otro, los resultados por diferencias de cambio netas se situaron en terreno positivo después de haber sido negativos durante varios ejercicios (ascendieron a 43,4 millones de euros frente a las pérdidas de 132,7 millones de finales de junio del año anterior). La reducción de un 3,3% de los gastos de explotación, hasta los 187,8 millones de euros, y de un 67,9% de las amortizaciones, hasta los dos mil millones de euros, hicieron que finalmente el resultado de explotación se situara en junio de 2014 en 150,4 millones de euros, más del doble que en el mismo periodo de 2013.

Resultados agregados de las ESI¹ antes de impuestos²

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI.

2 Resultados de 2014 actualizados.

Las agencias de valores (AV) también experimentaron una mejora notable durante el periodo analizado, con un incremento de los beneficios agregados del 60%, hasta los 14,6 millones de euros. La causa principal de estos buenos resultados se encuentra, igual que en el caso de las SV, en el aumento de los ingresos derivados de comisiones, especialmente las asociadas a la tramitación y ejecución de órdenes, que se incrementaron en más de cinco millones de euros, y en las comisiones por comercialización de IIC, que lo hicieron en unos seis millones de euros (estos dos tipos de comisiones representan, entre las dos, más del 60% del total de las comisiones percibidas). También es importante mencionar el avance de las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones, con un incremento del 96,8%, o de las correspondientes al asesoramiento en materia de inversión, que aumentaron un 48,5% (véase cuadro 16). En términos agregados, el margen bruto se incrementó un 23,9%, hasta los 63,9 millones de euros, y los gastos de explotación experimentaron un avance del 15,3%, hasta superar los 48 millones de euros.

El beneficio agregado de las agencias de valores también creció de forma significativa, un 60%, hasta los 14,6 millones de euros, debido, como en las SV, al repunte de las comisiones percibidas por la prestación de servicios.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (jun-14)

CUADRO 16

Importes en miles de euros	Sociedades de valores			Agencias de valores			S. gestoras de cartera		
	jun-13	jun-14	%var.	jun-13	jun-14	%var.	jun-13	jun-14	%var.
1. Margen de intereses	26.865	25.055	-6,7	923	615	-33,4	341	125	-63,3
2. Comisiones netas	187.136	229.051	22,4	51.268	63.355	23,6	4.102	4.635	13,0
2.1. Comisiones percibidas	278.910	323.269	15,9	59.205	75.553	27,6	9.384	5.861	-37,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	175.651	191.070	8,8	20.177	25.577	26,8	-	-	-
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	8.367	7.390	-11,7	1.957	3.851	96,8	-	-	-
2.1.3. Depósito y anotación de valores	8.944	10.442	16,7	306	311	1,6	-	-	-
2.1.4. Gestión de carteras	6.960	10.094	45,0	6.341	6.995	10,3	8.564	5.035	-41,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	4.508	3.829	-15,1	1.800	2.673	48,5	819	514	-37,2
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	30	3.956	13.086,7	55	0	-100,0	-	-	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	84	0	-100,0	11	0	-100,0	-	-	-
2.1.8. Comercialización de IIC	24.433	30.549	25,0	15.402	21.667	40,7	0	0	-
2.1.9. Otras	49.934	65.938	32,1	13.155	14.480	10,1	1	312	31.100
2.2. Comisiones satisfechas	91.774	94.218	2,7	7.937	12.198	53,7	5.282	1.226	-76,8
3. Resultado de inversiones financieras	184.105	36.828	-80,0	35	565	1.514,3	-11	46	-
4. Diferencias de cambio netas	-132.712	43.447	-	-32	-3	90,6	7	227	3.142,9
5. Otros productos y cargas de explotación	5.737	6.440	12,3	-643	-661	-2,8	-2	-170	-8.400,0
MARGEN BRUTO	271.131	340.821	25,7	51.551	63.871	23,9	4.437	4.863	9,6
6. Gastos de explotación	194.152	187.841	-3,3	41.906	48.322	15,3	3.379	2.911	-13,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	6.404	2.056	-67,9	901	944	4,8	34	22	-35,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	447	471	5,4	8	-4	-	0	0	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	70.127	150.453	114,5	8.736	14.609	67,2	1.024	1.930	88,5
9. Otras ganancias y pérdidas	7.843	5.691	-27,4	390	-8	-	0	0	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	77.970	156.144	100,3	9.126	14.601	60,0	1.024	1.930	88,5
10. Impuesto sobre beneficios	15.869	34.483	117,3	580	802	38,3	337	550	63,2
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	62.100	121.661	95,9	8.546	13.799	61,5	687	1.380	100,9
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	62.100	121.661	95,9	8.546	13.799	61,5	687	1.380	100,9

Fuente: CNMV.

El beneficio agregado de las sociedades gestoras de cartera también se incrementó, pero por causas diferentes: el descenso de los gastos y las comisiones satisfechas por estas entidades fue superior a la caída de las comisiones que percibieron.

En consonancia con la evolución de los resultados, la rentabilidad de las ESI se incrementó desde el 16,5% hasta el 23,8% en el primer semestre del año...

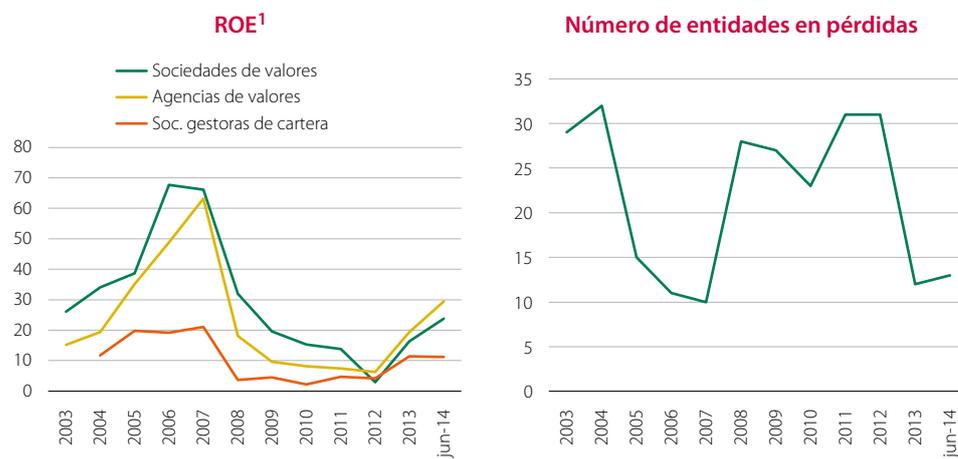
... mientras que el volumen de las pérdidas del sector prácticamente se redujo a la mitad (eso sí, con un leve aumento del número de entidades que presentaban pérdidas).

Finalmente, la evolución de las sociedades gestoras de cartera (SGC) fue similar a la de las sociedades y agencias de valores, con un aumento de los beneficios antes de impuestos del 88,5%, hasta situarse cerca de los dos millones de euros (véase cuadro 16). Este buen comportamiento tuvo su origen tanto en la reducción de las comisiones satisfechas a otras entidades (del 76,8%) como en la contracción de los gastos de explotación (del 13,9%). Por su parte, las comisiones percibidas experimentaron un retroceso del 37,5% debido al comportamiento negativo de las comisiones por gestión de carteras, con una disminución del 41,2%. Estas comisiones representan la práctica totalidad de las comisiones que reciben las SGC.

Gracias al buen comportamiento de los resultados de las ESI, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del conjunto del sector aumentó de manera sustancial entre diciembre de 2013 y junio de 2014, al pasar del 16,5% al 23,8%. Por tipo de entidad, la rentabilidad de las sociedades de valores pasó del 16,4% al 23,7%, la de las agencias de valores del 19,3% al 29,5%, mientras que en el caso de las sociedades gestoras de cartera se mantuvo prácticamente constante, ligeramente por encima del 11% (véase panel izquierdo del gráfico 21).

El número de entidades en pérdidas, a pesar del avance experimentado por el sector, pasó de doce a finales de 2013 a trece a mediados de 2014. El aumento se originó exclusivamente en las agencias de valores, donde el número de entidades en pérdidas pasó de siete a once, mientras que en las sociedades de valores se redujo de cinco a dos. No había ninguna sociedad gestora de cartera en pérdidas, igual que el semestre anterior. El valor total de las pérdidas acumulado por las entidades que incurrieron en ellas se redujo prácticamente a la mitad, quedando por debajo de los ocho millones de euros.

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



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos anualizados.

Las condiciones de solvencia del sector, cuyos cálculos se rigen por una nueva regulación, continuaron siendo óptimas.

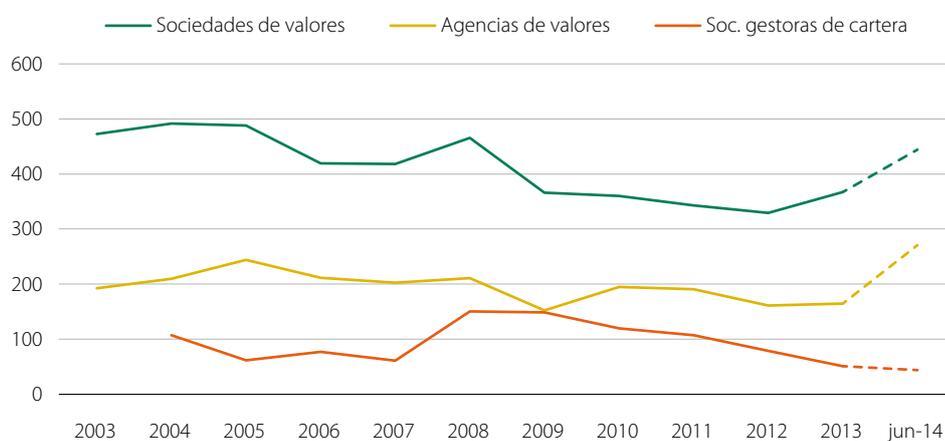
Las condiciones de solvencia del sector continuaron siendo óptimas. Cabe mencionar que desde enero de este año, la solvencia de las entidades que prestan servicios de inversión se rige por el Reglamento UE 575/2013, por lo que el cálculo de los recursos propios computables y exigibles difiere ligeramente del que se venía realizando hasta el momento. Con este nuevo cálculo, el margen de solvencia de las entida-

des, definido como el exceso de recursos propios computables respecto a los recursos propios exigibles, ha sido de 4,4 para las sociedades de valores, de 2,7 para las agencias de valores y de 0,4 para las sociedades gestoras de cartera.

Margen de solvencia de las ESI

GRÁFICO 22

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



Fuente: CNMV.

La actividad de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) se volvió a ralentizar durante el primer semestre de 2014, después de la reanimación que habían experimentado a lo largo de 2013. Así, el volumen de patrimonio asesorado descendió un 18,1% en relación con las cifras de cierre de 2013 y se situó en 14,4 mil millones de euros¹⁷ (véase cuadro 17). La distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes cambió de forma sustancial: aumentó el patrimonio asesorado de clientes minoristas y profesionales un 9,7% y un 13,1% respectivamente, mientras que el correspondiente a contrapartes elegibles¹⁸ (epígrafe «Otros») se redujo prácticamente a la mitad. De hecho, la cancelación de un único contrato por parte de un cliente perteneciente a dicha categoría ha sido la que ha causado esta reducción tan importante y, en consecuencia, la contracción del patrimonio total gestionado. Sin esta cancelación, el patrimonio total gestionado se hubiera incrementado en más de un 5%.

La actividad de las EAFI se ralentizó en el primer semestre del año, con un descenso del patrimonio asesorado del 18%...

Cabe mencionar que la importancia relativa del segmento minorista en el volumen de patrimonio total asesorado por las EAFI se ha ido incrementando desde la creación de este tipo de entidades hasta alcanzar el 37,9% a mediados de 2014 (a finales de 2011 este porcentaje era del 13,6%). A pesar de gestionar un menor volumen de activos, los ingresos por comisiones aumentaron durante el primer semestre de 2014 un 47,4% (hasta los 21,7 millones de euros) en relación al mismo periodo de 2013. El número de EAFI, por su parte, también se incrementó entre enero y junio de 2014, de 124 a finales de 2013 a 136.

... y un aumento de la importancia relativa del segmento minorista.

17 Esta cifra corresponde, no obstante, a los datos del 95% de las entidades, que eran las que habían remitido la información a la fecha de cierre del informe.

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

Importes en miles de euros	2011	2012	2013	2013		2014*	% var. año
				S-1	S-2	S-1	
NÚMERO DE ENTIDADES	82	101	126	112	126	134	19,6
PATRIMONIOS ASESORADOS¹	16.033.108	14.776.498	17.630.081	15.442.297	17.630.081	14.444.024	-6,5
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	3.975.400	4.991.653	5.476.008	37,7
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.476.305	3.947.782	4.465.564	28,5
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	7.990.593	8.690.646	4.502.452	-43,7
NÚMERO DE CONTRATOS¹	3.677	3.484	4.002	3.672	4.002	4.321	17,7
Clientes minoristas	3.542	3.285	3.738	3.446	3.738	4.022	16,7
Clientes profesionales	119	175	235	195	235	263	34,9
Otros	16	24	29	31	29	36	16,1
INGRESOS POR COMISIONES²	31.053	26.177	33.273	14.700	33.273	21.670	47,4
Comisiones percibidas	30.844	26.065	33.066	14.676	33.066	21.229	44,7
De clientes	26.037	20.977	26.530	12.074	26.530	17.494	44,9
De otras entidades	4.807	5.088	6.537	2.601	6.537	3.735	43,6
Otros ingresos	209	112	206	25	206	441	1.664,0
PATRIMONIO NETO	12.320	13.402	21.498	15.119	21.498	22.897	51,4
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.820	5.156	5.227	8,4
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	7.251	9.453	9.865	36,1
Resultado del ejercicio ²	7.474	4.239	6.890	3.048	6.890	7.805	156,1

* Avance con datos del 95% de las EAFI registradas en la CNMV (excepto el número de entidades).

1 Datos al final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

El aumento de la contratación en los mercados y la expansión de la inversión colectiva seguirán siendo las bases de la recuperación de la actividad de las ESI.

En línea con la estabilización de los mercados de renta variable, parece que, después de unos años complicados, las empresas de servicios de inversión están empezando a recuperarse. Esta tendencia podría continuar a corto plazo si se consolida la mejora de las líneas de negocio que están, esencialmente, promoviendo este avance: la industria de la inversión colectiva y la contratación en los mercados. Por otra parte, el proceso de reestructuración del sistema bancario español ha tenido, por el momento, un impacto societario limitado sobre el sector de las ESI. Si bien en 2012 y 2013 se produjeron tres y cuatro bajas, respectivamente, debido a una absorción por parte de otra entidad, ninguna de las bajas producidas hasta finales de agosto de este año se ha debido a esta causa (de las cuatro registradas, tres se han debido a la transformación en otro tipo de entidad y una, a su disolución).

Resultados obtenidos en la operativa con CFD por los clientes de las entidades más activas en la comercialización de estos productos: principales conclusiones de un análisis realizado por la CNMV

RECUADRO 4

Antecedentes

En los últimos años algunas entidades se han centrado en nuestro país en la comercialización de contratos financieros por diferencias (CFD) dirigida al segmento de clientela minorista.

Estos contratos se caracterizan principalmente por su alto riesgo, debido al efecto multiplicador de los resultados que produce su apalancamiento; por la diversidad de los activos subyacentes utilizados (valores negociables, índices, divisas, tipos de interés, materias primas, etcétera); por su elevada volatilidad a corto plazo, que requiere un seguimiento constante de la posición por parte del inversor, y por su condición de producto no estandarizado plenamente que se negocia de forma bilateral, lo que permite al proveedor del CFD aplicar sus propias condiciones y comisiones. Todo ello llevó a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) a realizar una advertencia dirigida a los inversores en febrero de 2013, que fue publicada también por la CNMV. En la advertencia se destacaba que los inversores únicamente deberían considerar la inversión en CFD si cuentan con una experiencia amplia en mercados volátiles, comprenden plenamente cómo funcionan los CFD (incluidos todos los riesgos y costes que conllevan) y disponen de tiempo suficiente para gestionar su inversión activamente.

Se ha observado que estos productos complejos y arriesgados se comercializan a través de plataformas de Internet. Su promoción se realiza a través de comunicaciones y campañas publicitarias que suelen enfatizar los aspectos positivos de estos instrumentos financieros, concediendo una menor relevancia en el mensaje a la información sobre el carácter complejo de un producto que no es adecuado para la totalidad de los inversores.

Dado el especial interés desde el punto de vista de la supervisión que tiene la comercialización de productos especialmente complejos entre clientes minoristas, sobre todo cuando presentan un riesgo elevado, la CNMV ha llevado a cabo una revisión de una muestra de las campañas publicitarias realizadas por las entidades más activas para la promoción de los CFD.

Además, como complemento de esta revisión, ha realizado un análisis de los resultados obtenidos por los clientes en su operativa con este producto, cuyas principales conclusiones se difunden en este recuadro debido al interés que puede tener su conocimiento para los inversores minoristas.

El análisis realizado se basa en información mensual durante un periodo que abarca dos años de los resultados individuales obtenidos por los clientes de las entidades más activas en la comercialización de este producto (tres entidades con una cuota en CFD superior al 85% del sector).

Conclusiones principales

- El número de clientes que operaron en CFD en el periodo analizado se sitúa en torno a los ocho mil.
- La principal conclusión extraída del análisis es que aproximadamente el 75% de los clientes obtuvo pérdidas en su operativa con CFD. Este porcentaje no es homogéneo en todas las entidades analizadas, habiéndose situado en algunos casos por encima del 85%.
- En cuanto a la rotación de los clientes que operan con CFD, puede calificarse como elevada, sin duda impulsada por las frecuentes campañas publicitarias de promoción de este producto y, posiblemente, por los resultados negativos obtenidos en la operativa. Aproximadamente la cuarta parte de los clientes de la muestra ha realizado operaciones solo en uno o en dos meses durante el periodo analizado.

Puede concluirse, en consecuencia, que la operativa de los clientes de CFD se caracteriza por un elevado índice de pérdidas y de rotación: los clientes generalmente realizan operaciones durante poco tiempo y obtienen pérdidas, en algunos casos significativas.

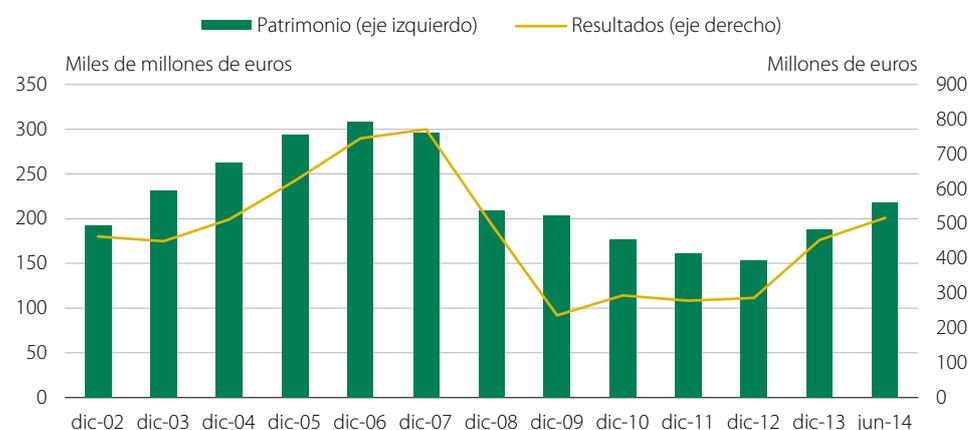
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC aumentó un 16,4% en el primer semestre del año, consolidando la expansión que comenzó en 2013...

El patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) ascendía a 218 mil millones de euros a finales de junio, lo que supone un incremento del 16,4% durante los seis primeros meses de 2014. De esta forma, continuó la mejoría iniciada en 2013, después de cinco años de continuos descensos del patrimonio gestionado por estas entidades (véase gráfico 23). La mayor parte de este avance, el 84%, tuvo su origen en el segmento de fondos de inversión mobiliarios, aunque también experimentaron importantes subidas las sociedades de inversión.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV. El dato de resultados de junio de 2014 ha sido anualizado.

El incremento del patrimonio gestionado se reflejó en la cuenta de resultados de estas entidades, con un aumento de los beneficios agregados antes de impuestos del 14%, hasta los 518,5 millones de euros (en términos anualizados), y del 16,7% de los ingresos por comisiones de gestión, que aumentaron hasta los 1.860 millones de euros (anualizados). Del mismo modo, la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) del conjunto de SGIIC experimentó un avance sustancial, desde el 38,7% de finales de 2013 hasta el 42,5% de junio de este año. A pesar de estos buenos resultados, el número de entidades en pérdidas se incrementó de once a trece, y el importe de las mismas pasó de 2,1 millones de euros al cierre del ejercicio anterior a 2,9 millones de euros (anualizados) a finales del primer semestre.

... y facilitando el incremento de los beneficios (14%) y de los ingresos por comisiones de gestión (17%).

El proceso reorganizativo que se estaba produciendo en el sector debido a la reestructuración de las entidades de crédito parece que está llegando a su fin. Así, durante los ocho primeros meses del año tan solo se ha producido una baja cuyo origen fue la mencionada reorganización (de hecho, es la única baja que se ha producido). A su vez, se produjo un alta, por lo que el número de SGIIC a 31 de agosto de este año permanecía sin cambios respecto a diciembre de 2013, con un total de noventa y seis entidades.

El número de gestoras se ha mantenido invariable en 2014 (en noventa y seis) debido a las escasas consecuencias que la reestructuración de las entidades de crédito tiene ya sobre este sector.

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

CUADRO 18

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC ¹	Comisión media de gestión de IIC (%) ¹	Ratio de comisiones (%) ²
2007	295.922	3.194	1,08	70,50
2008	208.861	2.302	1,10	70,80
2009	203.730	1.717	0,84	68,08
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
Jun-14	218.011	1.860	0,85	61,26

Fuente: CNMV.

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

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

4.4 Otros intermediarios: capital-riesgo

El número de entidades de capital-riesgo (ECR) se ha incrementado desde 334 en diciembre de 2013 hasta 344 en agosto de 2014 (véase cuadro 19). De ellas, 140 eran fondos de capital-riesgo (FCR), 128 eran sociedades de capital-riesgo (SCR) y 76 eran sociedades gestoras de estas entidades (SGEGR). Durante estos primeros ocho meses del año se produjeron veintitrés altas de entidades (dieciséis FCR, cinco SCR y dos SGEGR) y trece bajas (dos FCR, siete SCR y cuatro SGEGR).

El número de entidades de capital-riesgo ha aumentado desde 334 hasta 344 en lo que va de año.

	Situación a 31/12/2013	Altas	Bajas	Situación a 31/08/2014
Entidades	334	23	13	344
Fondos de capital-riesgo	126	16	2	140
Sociedades de capital-riesgo	130	5	7	128
Sociedades gestoras de ECR	78	2	4	76

Fuente: CNMV.

En 2013 el patrimonio de los FCR experimentó pocos cambios, mientras que el de las SCR disminuyó un 6,5%.

Entre diciembre de 2012 y diciembre de 2013 el patrimonio de las ECR disminuyó un 3%, hasta situarse en 8.260 millones de euros. Por tipo de entidad se observaron algunas diferencias ya que el patrimonio de los FCR permaneció prácticamente invariable en niveles algo superiores a los 4.730 millones de euros, mientras que el de las SCR se redujo un 6,5%, hasta los 3.524 millones.

En los FCR se produjo una recomposición en el patrón inversor, mientras que en las SCR cayó la inversión de las sociedades no financieras y de los bancos, que son inversores muy importantes para estas entidades.

En el caso de los FCR se observó una recomposición de la importancia relativa de sus inversores en 2013. Disminuyó la inversión realizada por las cajas de ahorro (un 27%, hasta los 146 millones de euros), por los fondos de pensiones (un 7%, hasta los 393 millones) y por las entidades extranjeras (un 3,2%, hasta 897 millones) y aumentó la inversión realizada por las administraciones públicas (25%, hasta los 599 millones de euros) y por otras entidades. Con todo, las entidades extranjeras siguieron siendo el tipo de inversor más importante en FCR, con un 19% del patrimonio total (12,7% las AAPP, 12% las empresas no financieras y 11,3% los bancos). En el caso de las SCR, dos de los tres tipos de inversores más relevantes, las empresas no financieras y los bancos, redujeron su inversión en este tipo de entidades en 2013 (14,8% y 12,1% respectivamente), mientras que el tercer tipo de inversor por su volumen (otras empresas financieras) incrementó ligeramente su inversión (0,8%, hasta los 1.006 millones de euros). Atendiendo a la tipología de inversor en capital-riesgo, la presencia de las personas físicas siguió estando por debajo del 5% del patrimonio total en los FCR y cerca del 2% en las SCR.

La recuperación del sector que comenzó en la segunda mitad de 2013 se ha prolongado en el primer semestre de 2014, en el que la inversión de las ECR se ha doblado, hasta alcanzar los 1.198 millones de euros.

Los datos preliminares de los primeros meses de 2014 facilitados por la Asociación de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI) parecen confirmar la recuperación del sector iniciada en el segundo semestre de 2013. Así, la inversión de las ECR en España en el primer semestre del año aumentó hasta los 1.198 millones de euros, más del doble que en el mismo periodo del año anterior. Del total del volumen de inversión, hay que destacar que aproximadamente el 90% correspondió a operaciones de menos de cinco millones de euros de capital en pymes que se encontraban en fase de arranque o expansión. La cifra más positiva del semestre fue, sin duda, la relacionada con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*), que experimentó un incremento del 315% respecto a los seis primeros meses de 2013, situándose en 2.135 millones de euros. Por su parte, la presencia de fondos internacionales aumentó de forma importante, ya que pasaron de representar el 47% del volumen total invertido en la primera mitad de 2013 al 73% en el mismo periodo de este año.

Entidades de capital-riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 20

Importes en millones de euros	FCR		SCR	
	2012	2013	2012	2013
Personas físicas				
Residentes	209,3	214,5	72,4	75,1
No residentes	4,0	4,3	1,2	1,1
Personas jurídicas				
Bancos	524,6	536,0	915,1	804,1
Cajas de ahorros	198,8	145,7	41,5	39,1
Fondos de pensiones	422,0	392,5	14,2	14,7
Compañías de seguros	130,2	125,6	30,4	27,0
Sociedades y agencias de valores	0,0	0,0	0,1	0,1
Instituciones de inversión colectiva	34,9	35,5	6,6	7,0
Entidades de capital-riesgo nacionales	225,7	234,6	32,3	35,9
Entidades de capital-riesgo extranjeras	328,1	328,7	1,1	1,2
Administraciones públicas	574,5	599,3	237,0	280,6
Fondos soberanos	27,1	26,3	0,0	0,0
Otras empresas financieras	358,6	359,6	997,9	1.006,2
Empresas no financieras	586,3	568,9	1.307,4	1.113,5
Entidades extranjeras	926,5	896,7	40,0	41,1
Otros	191,7	267,4	73,8	78,3
TOTAL	4.742,2	4.735,5	3.770,9	3.525,0

Fuente: CNMV.

Las perspectivas para el sector de capital-riesgo empiezan a ser alentadoras como consecuencia de varios factores que parece que están aumentando el interés por el sector. Por un lado, la captación de nuevos fondos parece asegurada gracias a las próximas convocatorias de FOND-ICO Global y, por otro lado, la aprobación en julio del Proyecto de Ley¹⁹ por el que se regulan las entidades de capital-riesgo dotará al mercado de un nuevo marco de actuación con nuevas figuras más flexibles, como, por ejemplo, la de la entidad de capital-riesgo pyme.

Las perspectivas para el sector empiezan a ser alentadoras a la vista de varios factores que pueden incrementar el interés por el mismo.

19 El Proyecto de Ley del 18 de julio de 2014 corresponde a la trasposición de la directiva AIFM de gestoras de fondos de inversión alternativos a la legislación española.

II Informes y análisis

Los consejos de administración durante la crisis: una visión descriptiva del proceso de toma de decisiones

Alberto Lavín Fernández

1 Introducción

Se ha hablado y escrito mucho sobre la crisis y su impacto organizativo. Sin embargo, el proceso de toma de decisiones durante este periodo ha sido menos explorado. Ahora que empiezan a existir algunos signos débiles –aunque esperanzadores– de recuperación parece un buen momento para realizar esta reflexión.

El presente artículo se ha elaborado desde una visión descriptiva del funcionamiento del proceso de toma de decisiones en los consejos de administración durante la crisis¹. Se trata de una investigación exploratoria realizada a partir de una muestra de empresas, fundamentalmente cotizadas españolas, que se describe más adelante.

El comportamiento de los equipos directivos y el proceso de toma de decisiones han sido temas recurrentes en gran parte de la literatura académica de gestión en los últimos cuarenta años. Por ejemplo, la investigación sobre las características del consejo con un impacto positivo sobre el rendimiento está entre las más extensas en la literatura de equipos de alta dirección (McDonald, Westphal y Graebner, 2008).

También existe una fuerte tradición de investigación sobre la gestión de las crisis, que se ha centrado de manera preferente en fenómenos de carácter más corto e intenso que la actual; por ejemplo, el análisis del conflicto de los misiles en Cuba (Allison y Zelikow, 1999) o el examen de catástrofes como incendios forestales o accidentes aéreos (Weick, 1990, 1993).

Sin embargo, se ha realizado comparativamente menos investigación sobre los procesos internos en la alta dirección, particularmente ante situaciones de adversidad externa (una excepción notable en Hillman, Cannella y Paetzold, 2000) y se ha puesto menos atención en fenómenos de carácter estructural o de larga duración más similares al de la actual crisis (Staw, Sandelands y Dutton, 1981; Gladstein y Reilly, 1985). El presente artículo se dedica precisamente a este aspecto, el de los procesos internos de la alta dirección durante esta crisis, de los que la toma de decisiones es una parte esencial.

El método utilizado para esta investigación ha sido predominantemente etnográfico, mediante entrevistas en profundidad a consejeros y otros informantes en busca de una descripción lo más matizada posible del proceso de decisión por parte del consejo durante la crisis. Para ello, se siguió la metodología cualitativa de muestreo teórico –*grounded theory*– (Glaser y Strauss, 1967; Locke, 2001).

1 El presente artículo se apoya en la disertación doctoral (no publicada) «The crisis on board: The effect of Spain economic slowdown on boardroom composition and decision making processes» (Alberto Lavín, 2012, IE Business School) y en el libro de Lavín y Mazza (2014) *Boards under crisis: Board action under pressure*, IE Business Publishing Series, Palgrave Macmillan.

La muestra final incluyó a veintiséis consejeros (presidentes, consejeros ejecutivos y externos/independientes) que representaban colectivamente a cuarenta y dos compañías en diversas industrias (energía, fabricación, tecnología y comunicaciones, servicios financieros y comercio) con un ingreso conjunto superior a trescientos mil millones de euros en la fecha de investigación. La mayor parte de las compañías representadas en la muestra estaba constituida en España (78%), con el restante 22% registrado fuera del país, o con participación dominante de capital internacional.

La edad media de los consejeros entrevistados en el momento de la investigación era de cincuenta y seis años. Tres (el 11,5%) eran mujeres. El 73% eran consejeros en empresas cotizadas. De los consejeros en no cotizadas, el 57% había sido consejero en alguna cotizada en los dos años anteriores a la investigación. Un 20% de los participantes fue entrevistado dos o más veces. Las entrevistas tuvieron lugar durante un periodo aproximado de treinta y cinco semanas, entre 2011 y el primer trimestre de 2012. La duración media de cada entrevista fue de cincuenta y ocho minutos.

Para incrementar la validez del estudio se realizaron, además, entrevistas múltiples con cinco expertos en el ámbito del gobierno corporativo (antiguos consejeros, consultores especializados y otros con experiencia en entornos regulatorios) y se entrevistó a cinco directores generales en cotizadas con dependencia directa del consejo.

El análisis etnográfico se complementó con fuentes secundarias (información pública y memorias anuales) y se recurrió a la literatura de investigación de las últimas cuatro décadas sobre alta dirección, gestión de crisis y toma de decisiones como fuente adicional (Goulding, 1998) y como recurso de apoyo para respaldar los hallazgos.

La organización del artículo es la siguiente:

En esta introducción se presenta el tema central analizado, la metodología utilizada y la estructura del artículo. En los apartados segundo a quinto se describen los cuatro grandes rasgos descriptivos identificados por el estudio en la toma de decisiones de los consejos durante la crisis. En concreto, el segundo apartado trata de la comprensión de este episodio por parte del consejo y plantea la dificultad (inherente a la crisis) de alcanzar y mantener una visión unívoca y común del entorno, lo que ha podido obstaculizar la articulación de una respuesta oportuna y coordinada. El tercer apartado aborda la centralización de la toma de decisiones durante la crisis (derivada de una mayor percepción de riesgo asociada a la incertidumbre), lo que tiene implicaciones –algunas potencialmente perversas– sobre el coste y la calidad de la decisión (como pudieran ser decisiones más lentas o costosas). El cuarto se centra en el interés parcial (es decir, vinculado a un subconjunto o facción del consejo) y del conflicto. Dichas visiones parciales, siempre existentes, pueden verse exacerbadas por la crisis y evidencian un nivel mayor de conflicto (por ejemplo, un riesgo más elevado de sacrificio del interés colectivo en beneficio de las partes). El quinto apartado presenta el cortoplacismo que se aprecia en la toma de decisiones en la crisis, que puede desplazar prioridades de más largo plazo, pues se produce un foco mayor en decisiones tácticas.

Todos los aspectos mencionados introducen riesgos sobre el proceso de toma de decisiones en el consejo y pueden condicionar la calidad de las decisiones, precisamente cuando todo ello es más relevante para el rendimiento organizativo. Por ello, el sexto y último apartado recoge algunos apuntes prescriptivos –no exhaustivos– que contribuirían a paliar algunos de estos efectos ante futuras crisis.

2 La visión de la crisis desde el consejo: ¿Crisis?, ¿qué crisis?

Las crisis son acontecimientos de baja probabilidad y alta consecuencia que amenazan el objetivo fundamental de una organización. Sin embargo, *crisis* es un término de uso frecuente con un significado impreciso.

Los consejeros entrevistados son conscientes del impacto en sus negocios de diversos factores externos asociados a esta crisis (por ejemplo, el colapso en la demanda y las restricciones al crédito), así como, obviamente, de su efecto en los consejos.

Sin embargo, los consejeros no interpretan por igual el término *crisis* o, al menos, no equiparan necesariamente crisis externa a crisis en el consejo, por lo que el funcionamiento de este órgano podría verse poco afectado, incluso en medio de una profunda agitación externa como la actual.

Un consejero ejecutivo indica: «Nunca hay tal cosa como malas noticias en el consejo. No pasa nada. Nunca. Si algo realmente sucede, no sucede. No se habla de ello. Hay otro discurso, otra retórica. Si las cosas van bien, van bien, y si no, se dice que ya se están tomando las medidas necesarias para resolver los problemas y que los resultados están en camino. Por tanto, puede haber una profunda crisis externa y el asunto pasar, como si dijéramos, desapercibido. Crisis significa algo diferente para el consejo. Puede ser, por supuesto, la crisis externa lo que inquiete al consejo, pero hay crisis más propiamente dicha cuando hay una situación que afecta o amenaza al propio consejo, por ejemplo, una OPA hostil o peleas entre accionistas clave. Esto es, a menudo, crisis en el consejo, más que lo que comúnmente entendemos por crisis».

En otras palabras, la crisis es (además de una realidad objetiva) una construcción «social». Está, de algún modo, «en el ojo del que mira» y, por ello, varía en tipología e intensidad dependiendo de las percepciones de actores individuales. Lo que es crisis para un individuo o grupo puede no serlo para otro (Weick, 1988; Kupperman, Wilcox y Smith, 1975; Smart y Vertinsky, 1984). Este hecho puede tener consecuencias sobre la oportunidad de la decisión, puesto que hace complicado llegar a un consenso sobre qué sea «objetivo» en una situación concreta.

Los párrafos anteriores sugieren también la existencia –bien establecida en la literatura académica–, durante la crisis, de acciones simbólicas relevantes no relacionadas con acciones sustantivas² (Westphal y Zajac, 1994, 1998, 2001). Por ello, un segundo tema –relacionado en parte con la naturaleza subjetiva de la crisis– es la cuestión de la separación entre comportamientos simbólicos y sustantivos del consejo y la eficacia de su respuesta frente a la crisis. En palabras de un consejero independiente: «Si hubiéramos mirado [desde los consejos] las cosas con tanto cuidado antes como lo hacemos ahora, la intensidad de la crisis sería mucho menor de lo que es hoy». Otro consejero independiente entona también cierta autocrítica: «No veo ninguna manera de salir de esta crisis sin cambiar de algún modo [la composición de] los consejos. Hubo errores obvios antes». Un consejero ejecutivo coincide con el anterior: «Los que nos trajeron aquí no nos pueden guiar fuera de esta situación».

2 En otras palabras, el mensaje es, a veces, más relevante que la acción sustantiva, algo bien conocido tanto en el mundo corporativo como en la política.

Si bien existieron muchos factores causales de la crisis, sobre todo de orden institucional y macroeconómico (Davies, 2010), esta aparente disociación entre actividad del consejo y evolución del negocio sugiere también que la intensidad de esta crisis ha radicado, siquiera parcialmente, en la falta de acción adecuada en el funcionamiento de los consejos, en la fase precrisis e incluso en su inicio.

En todo caso, la interpretación que los consejos hacen de la crisis en cada momento condiciona su toma de decisiones y, a través de estas, las reacciones organizativas. En definitiva, cuándo la crisis quedará completamente atrás.

3 El poder en la toma de decisiones: centralización y control durante la crisis

Aunque entre las funciones del consejo se cuentan proporcionar recursos y «vigilar» a la alta dirección (Hillman y Dalziel, 2003; Johnson, Daily y Ellstrand, 1996; Zahra y Pearce, 1989), durante la crisis este control puede llegar al extremo (Pfeffer, 1978): todos los actores del consejo ponen un mayor foco en el control y desarrollan para ello una serie de estrategias.

(a) Centralización del proceso de la información

El consejo (todos los comités que lo integran; por ejemplo, el comité de Auditoría) demanda más información de gestión.

En palabras de un CEO: «[Por parte del consejo] se piden más revisiones a los ejecutivos, más previsión y planes, más información sobre actividades con pérdidas o que podrían generarlas en el futuro, más opiniones sobre cosas que van bien, sobre las que producen dinero y las que no. Hay mucha más crítica, y este cuestionamiento se realiza en todas las actividades, sean estratégicas o no».

Con algunos matices, un presidente sugiere algo análogo: «La profundidad de la información [utilizada en el proceso de toma de decisiones] puede ser la misma. Pero hay más variedad de información. Se demandan otros temas. Se pregunta con mayor frecuencia y las cosas que normalmente se preguntarían una vez al año, ahora nos fijamos en ellas dos o tres veces».

(b) Centralización de la decisión

No se trata solo de una centralización de la información, sino también de un mayor control (de facto, menor discrecionalidad ejecutiva). Esta centralización y el aumento de la dependencia de los líderes en la toma de decisiones es una respuesta de adaptación ante la amenaza del entorno, ya que responsabiliza de esa respuesta a aquellos individuos considerados más relevantes para los valores y objetivos organizativos (Staw et ál., 1981; Driskell y Salas, 1991).

Esta centralización tiene dos orígenes diferentes: puede provenir del CEO o del propio consejo, y no únicamente por parte del primer ejecutivo.

Cubriremos inicialmente la primera, cuando es el CEO o presidente quien aumenta la centralización. Por ejemplo, el presidente local de una multinacional sugiere: «Hay, sin duda, más trabajo. Ahora tengo que profundizar en temas en los que no lo haría durante la expansión».

Otro presidente ejecutivo menciona lo siguiente: «En el caso que conozco mejor [esta empresa], el consejo ha estado muy involucrado; yo mismo he querido tener al consejo informado de forma explícita y autorizar algunas salidas de personal clave, tanto por su relevancia como por el coste [x millones debido a la indemnización], que impactaba fuertemente en los resultados».

Por supuesto, otras variables como la composición del consejo y el grado de participación activa de sus miembros, la naturaleza del accionariado y el tamaño de la empresa (por ejemplo, generalmente los ejecutivos tienen más influencia en las grandes empresas con capital diluido) pueden facilitar –o complicar– este ejercicio del poder. Por eso, a pesar de esa tendencia hacia la centralización, no siempre es el primer ejecutivo quien toma la decisión final.

Esa centralización puede provenir también del consejo. Este proceder implica con frecuencia más costes directos con el objetivo de reducir la incertidumbre (por ejemplo, un aumento de la partida de gasto dedicada a asesores externos). Un consejero independiente describe este comportamiento: «Los ejecutivos, y el consejo, exigen un mayor nivel de análisis. Terminan pidiendo una opinión externa, un consultor o un abogado, por ejemplo, para contrastar con la opinión ejecutiva, de modo que todo el mundo en el consejo se sienta cómodo». Un consejero ejecutivo corrobora este patrón de actuación: «Hay un terror absoluto. Es una auténtica espiral de coste, para tener otras opiniones, para limitar las responsabilidades, etcétera. Una auténtica bola de nieve».

Aunque más costoso, un proceso más elaborado bien pudiera ser positivo para una toma de decisiones de mejor calidad. Desafortunadamente, hay otros resultados indeseables que compensan este teórico beneficio.

Uno de los peores es la inevitable demora (o incluso el malogro) de la toma de decisiones, porque la rapidez es crucial en entornos dinámicos como la crisis (Bourgeois y Eisenhardt, 1988). Un consejero ejecutivo describe esta demora: «Posponer, incluso bloqueándolas, decisiones es, con frecuencia, una estrategia intencionada [de una parte del consejo] para eliminar los riesgos [personales] para ellos». Un consejero independiente lo confirma: «Se contratan asesores y [su uso] es una forma clásica de decir no, de la creación del discurso del no. Es la manera más elegante y cómoda de decir no, porque alguien más, en teoría externo e imparcial, es quien lo dice».

Bien sea concentrando la información o coartando el poder de los ejecutivos y centralizando el poder de decisión, aparecen dos estrategias principales para este aumento de la intervención.

Por un lado, hay un aumento de la formalización (por ejemplo, un mayor uso de mecanismos formales en el modo en que el consejo opera, como el registro preciso de actas y votaciones). Las reuniones del consejo y los secretarios desempeñan un papel crucial en este proceso de formalización, a veces legitimando acuerdos alcanzados «fuera» de la sala de reuniones. El papel del secretario del consejo (en España, con frecuencia, un

no consejero) es crucial en este proceso de formalización (aunque el mandato final provenga del presidente). En última instancia, parte de este aumento en la formalización puede deberse simplemente a la mayor necesidad de autoprotección individual que experimentan los miembros del consejo durante la crisis (Mayer y Gavin, 2005).

El segundo enfoque para aumentar el grado de intervención y control está relacionado con el uso de la estructura de la organización para tal fin. Así, aparece una burocratización de facto (Blau, 1955) a través de cambios estructurales que incrementan el control de la decisión (como la simplificación o eliminación de niveles intermedios). Surgen comités alternativos (por ejemplo, comisiones ejecutivas reducidas en sustitución de los tradicionalmente más numerosos comités ejecutivos), en teoría para reducir la carga de trabajo del consejo, del propio comité ejecutivo o incluso para ganar agilidad ante la crisis, pero originando de hecho una mayor centralización y control.

Un consejero ejecutivo describe un ejemplo de esta situación: «Tuvimos un comité ejecutivo, pero no estaba funcionando. Ahora somos solo el presidente y yo quienes nos reunimos cuando es necesario y con el equipo/comité de dirección, en lugar de utilizar esta comisión ejecutiva».

Un fenómeno coincidente en el tiempo con la crisis es el surgimiento de nuevos tipos de comisiones (por ejemplo, las dedicadas a temas diversos como Tecnología, Ventas o Sostenibilidad) que, en algunos casos, reflejan reacciones esenciales frente a la crisis (como las necesidades de desarrollo comercial o de asimilación de las nuevas tecnologías), o la proliferación de consejos consultivos o asesores, con funciones análogas a los consejos en la elaboración de la estrategia, pero sin responsabilidad legal alguna.

Aunque algunas de estas reacciones parecen inducidas por presiones institucionales existentes antes de la crisis (por ejemplo, cambios en la regulación u otros factores como las prácticas y los códigos de gobierno corporativo), la principal variable explicativa de ese aumento de centralización durante la crisis parece ser la aversión al riesgo, como una reacción natural ante la incertidumbre. Un ejecutivo lo describe así: «Cuando las cosas van bien, no hay discusión. [...] Queremos ponernos de perfil con el riesgo, pero simplemente no podemos hacer eso porque supone eludir la responsabilidad y, en jerga política, significa quedarse “fuera de la foto”. Entonces, para evitar el riesgo, generamos un “lío” con la colaboración de consultores y auditores. [Creamos] mayor complejidad para reducir riesgos. Más costes. Se pierden oportunidades y pueden surgir errores».

Este tipo de estrategias del consejo pueden ser una reacción lógica de los decisores para reducir la equivocidad del medio ambiente (Weick, 1969) o simplemente una reacción promovida por el propio interés (Williamson, 1975) porque la crisis implica riesgos individuales más evidentes para cada consejero (por ejemplo, de reputación). Aunque ambas motivaciones son compatibles, los párrafos previos parecen apoyar más claramente la segunda de estas opciones.

(c) Implicaciones de la centralización

Sin duda, un grado equilibrado de centralización puede resultar saludable (por ejemplo, cuando el consejo interviene para comprender los problemas y proponer alguna

recomendación a los directivos, devolviéndoles posteriormente el control), pero un control excesivo tiene implicaciones adversas. Un coste de oportunidad sustancial de esta centralización es su influencia en la motivación de los directivos. Pueden aparecer círculos viciosos en la relación entre el consejo y el equipo de dirección, formando espirales de sobrecarga –en el consejo, porque aborda actividades que sin crisis delegaría– y de desmotivación –para el ejecutivo– (por ejemplo, si las decisiones se retrasan por la intervención del consejo). Esto puede llevar a la reducción de la eficacia del equipo de dirección mediante salidas de personal valioso o por su deserción «emotiva» –*check out*–.

Un consejero independiente describe el estado de ánimo depresivo de muchos directivos durante la crisis: «El equipo de dirección [reportando al consejo] comienza a pensar “despídeme o confía en mí”, pero deja de volverme loco».

En consonancia con el argumento previo, esta centralización genera sobrecarga al consejo (por ejemplo, un mayor análisis del riesgo), lo que implica con frecuencia más retraso en la toma de decisiones y puede llevar a pérdida de oportunidades.

Un consejero ejecutivo se muestra de acuerdo –hay más trabajo y más complejo–, y lo ve como un fenómeno general no limitado a los aspectos de riesgo: «Hay más trabajo en las comisiones en todos los frentes». Según un consejero ejecutivo, esa es la situación: «Todo el mundo encuentra una razón para pedir más información y para realizar un análisis más profundo, es como un cable enredado; al final, el problema resulta imposible de desatar. Es una estrategia, no necesariamente consciente, de posponer, o no tomar, las decisiones».

Un consejero independiente en diversas multinacionales refuerza este punto: «[En crisis] las cosas se analizan con más profundidad y se rechazan más proyectos. La dirección se desmotiva y el crecimiento de la compañía queda limitado». Y concluye de este modo: «Los consejos [en el caso de la crisis] sufren una gran castración [en el alcance de su actividad], el control de la gestión se incrementa, el crecimiento se ve limitado y también se ve afectada la evolución de la compañía. Eso podría matar a una organización».

Cuando no hay retraso en la decisión (por ejemplo, debido a la presión de los ejecutivos hacia el consejo para no posponer la acción), la mayor concentración de tareas que supone la centralización implica, con más frecuencia, una más alta probabilidad de errores. En palabras de un consejero independiente: «Hay más errores y más decisiones que tienen que ser «tragadas» por el consejo, tras solo seis meses, o incluso menos, de haberlas tomado».

Estas estrategias para aumentar el control tienen otras consecuencias poco deseables. Se desplaza el foco del consejo (o de sus comisiones), a veces hacia cuestiones menos sustanciales. En la interpretación de un presidente: «Al final dedicas al consejo a discutir cómo reducir el gasto de viajes en veinte mil euros en el país x, lo que es ridículo y, además, desplaza el rol de los ejecutivos que están para eso».

En el centro de este proceso de centralización puede estar la falta de confianza en las personas (por ejemplo, entre el consejo y el equipo directivo). Un consejero independiente de larga trayectoria es claro en relación a esto: «Una fuerza clave para esta

centralización en la sala del consejo es frecuentemente la desconfianza en la capacidad de toma de decisiones de los subordinados».

En palabras de otro consejero ejecutivo: «La crisis genera agonías. Es difícil ser consejero delegado cuando se comparte un consejo en el que el “no” es a menudo la principal reacción sobre la mesa. Está claro para mí que el consejo debería vigilar la gestión. Eso es una tarea noble. Debería estar alerta y pedir más o menos incisivamente las cosas al CEO. Pero no debería ser la microgestión, lo que a menudo es ahora».

Al margen del factor confianza, el supuesto implícito de este aumento de la centralización pareciera ser que la intervención y el exceso de control llevaran a una mejor calidad de las decisiones. Paradójicamente, una investigación anterior (Harshbarger, 1971) ha sostenido que los canales de comunicación centralizados han dado lugar a soluciones más eficaces con problemas simples, mientras que los canales de comunicación descentralizados han dado lugar a soluciones más eficaces ante problemas complejos (como, por definición, lo es la crisis).

4 El proceso de toma de decisiones: intereses parciales y conflicto

Aunque el entorno del consejo es, en principio, jerárquico (hay un poder formal principal –CEO o presidente–), en esta investigación se han identificado varios de los rasgos distintivos del modelo del «cubo de basura» –*garbage can*– de toma de decisiones en las anarquías organizadas (Cohen, March y Olsen, 1972).

La idea central del *garbage can* es que las decisiones no siguen el flujo ideal de «identificación del problema - proceso de decisión - selección de la solución» sino que, con frecuencia, son «soluciones buscando problemas». En otras palabras, el ajuste entre «corrientes» de problemas y soluciones es más una cuestión de encuentro aleatorio entre ambas –en un determinado contexto de decisión y de decisores– que un proceso lógico y secuencial.

(a) El contexto de la toma de decisiones

El equilibrio entre las prioridades de los diferentes actores es difícil de alcanzar: durante la crisis es aún más difícil para el consejo permanecer como un equipo cohesionado y equilibrar todos los objetivos (las aspiraciones individuales con los objetivos comunes), lo que se asemeja al concepto de las preferencias problemáticas en las anarquías organizadas. Esta dinámica impulsa una conexión más imprecisa entre decisiones y resultados e induce un modelo de toma de decisiones similar al «cubo de basura». Un consejero independiente proporciona una visión coincidente: «Un consejo durante la crisis es como una jaula de grillos».

El interés individual se hace más notable durante la crisis quizá debido a que, por definición, los recursos son inadecuados o insuficientes para hacer frente a la situación (Starbuck y Hedberg, 1977; Webb, 1994). En palabras de un consejero indepen-

diente: «La crisis extrae, a menudo, los peores y más predatorios comportamientos, con frecuencia lo peor de las personas».

Dicho esto, la gente parece eludir la confrontación si puede hacerlo (por ejemplo, los consejeros no suelen resistirse abierta y visiblemente al presidente, excepto si tal decisión perjudica irremediablemente su reputación). Hay, por ello, más movimientos internos (atajos o rodeos) para equilibrar intereses individuales y del grupo: «Hay más llamadas, comidas, cenas y conversaciones», explica un consejero independiente. «Simplemente no puedes permitirte entrar en la reunión del consejo sin saber lo que el resto piensa sobre un tema». Otro independiente matiza: «Siempre hay conversaciones entre bastidores, pero ahora mucho más».

(b) Los actores: preferencias contradictorias y participación fluida

En este contexto, cada actor del consejo manobra para proteger y contrapesar intereses individuales (por ejemplo, compensación, posición, roles) y colectivos (el ROI, el control del riesgo, la carga de trabajo, etcétera).

Aspectos como la composición del equipo afectan tanto al resultado como al proceso (Hambrick y Mason, 1984). Un presidente expresa de modo muy plástico esta idea: «Hay gente en cualquier consejo que, incluso con todos de acuerdo, crea conflicto, y otros que, incluso al negar o discutir algo, hacen que todos se sientan bien». Un consejero independiente teoriza sobre la misma idea: «Un consejo es un grupo pequeño y hay un montón de cosas que van más en función de personalidades que de las puras ideas».

La descripción de las estrategias de los actores durante la crisis confirma tanto la ambigüedad de sus preferencias como su involucración, a veces caprichosa, en el proceso de toma de decisiones. Como se verá, aparece cierto desajuste (en ocasiones, una verdadera confrontación) entre los objetivos teóricos del consejo (por ejemplo, la defensa de los accionistas) y los revelados por el análisis de la intervención de los diversos actores en el resultado colectivo del consejo. Esta dicotomía entre los objetivos teóricos y los revelados por el análisis posterior para los distintos actores del consejo sugiere que las preferencias son confusas, como en el modelo del «cubo de basura».

a. Consejeros dominicales

Los consejeros dominicales diseñan durante la crisis sus estrategias con el interés fundamental de proteger su propia inversión (o la de los propietarios), a veces anteponiéndolo al de la empresa. El presidente de una tecnológica menciona: «La naturaleza de los accionistas es importante –mercado abierto, institucional, empresas cotizadas, empresas de *private equity*, etcétera– ya que puede cambiar la forma de actuar del consejo, más o menos a corto plazo; por ejemplo, en las cotizadas solo se piensa en términos de pérdidas y ganancias a corto plazo y, a menudo, se olvidan consideraciones orgánicas o del lado humano [...], pero, en cualquier caso, los propietarios suelen llevar su estado de ánimo a las reuniones del consejo».

Los dominicales ejercen su influencia (vía voto o veto) para decidir cuáles son los temas clave de decisión, sobre todo cuando representan grandes participaciones. Un CEO lo describe así: «Por lo general, son los propietarios o consejeros dominicales los que proponen los temas clave también en tiempos de crisis».

Ocasionan así una presión considerable para los ejecutivos, independientemente del contexto de crisis –o quizás a causa de él–, muchas veces a un alto coste personal para los ejecutivos.

Un consejero ejecutivo se lamenta amargamente de esa situación: «Todos los otros negocios, incluso aquellos que los dominicales gestionan directamente, han perdido el 30-40% de su volumen durante la crisis, pero cuando se trata de las empresas en cuyos consejos participan, culpan de todo a los ejecutivos». Y continúa: «A veces, más en la crisis, los consejeros dominicales están más interesados en sus propias fortunas que en las de la empresa. Me parece que durante la crisis los dominicales son, a menudo, más parte del problema que de la solución».

Esta presión es particularmente notable cuando solo hay un consejero ejecutivo (el CEO normalmente) o dos, circunstancia esta muy habitual en los consejos españoles. Un consejero ejecutivo con una importante trayectoria internacional lo ve de este modo: «Es más difícil ser equilibrado y la visión será más sesgada cuando solo hay uno [ejecutivo]. Eso es un error terrible en la gobernabilidad de nuestras empresas». Además, como se describirá a continuación, la actitud de los consejeros independientes no siempre contribuye a contrarrestar esta presión.

b. Consejeros independientes

En apariencia, los independientes persiguen predominantemente su propio interés, que no es otro que el de preservar sus funciones y estatus. Es debatible pero razonable: ser consejero independiente (particularmente en una gran empresa) es una posición atractiva, aunque el riesgo pudiera ser considerable. La compensación de los consejeros externos en grandes empresas puede ser bastante alta en términos nominales (PwC, 2011) sin ajustar por el riesgo –más alto durante la crisis–, además de la considerable valoración social del rol.

En palabras de un consejero ejecutivo: «No se trata, para los independientes, de maximizar el valor para el accionista, sino de minimizar los riesgos personales y las amenazas a su propia reputación, con el fin de ser miembros de varios consejos de administración y de ser invitados a nuevos consejos en otros sitios».

Un independiente lo describe cáusticamente: «La verdad es que históricamente cuando alguien era nombrado consejero había “llegado”, como suele decirse. La única preocupación posterior era mantenerse en el consejo, no importaba cómo. Gratitud eterna al que decidió la nominación, por lo general, el presidente, auto-defensa de su posición y decir sí al jefe».

El párrafo anterior describe de modo áspero que, en ocasiones, hay poco estímulo (cuando aquel no es directamente negativo) a la independencia. Este tipo de mecanismo de acceso al consejo –muy basado en la relación o la afinidad–, junto con otras cuestiones que pueden afectar a la independencia (por ejemplo, áreas de mejora en la

evaluación y compensación del consejo), son aspectos preexistentes a la crisis (PwC, 2011), pero que, evidentemente, no fortalecen el debate profundo (por ejemplo de los independientes con el presidente o con los dominicales) y necesario para resolver los problemas. Ese difícil ejercicio de la independencia tampoco promueve la asunción de riesgos, clave a menudo para hacer frente con éxito a la complejidad de la crisis.

Estos obstáculos a la independencia tienen dos grandes naturalezas: una interna (de las propias empresas) y otra institucional (en el colectivo más amplio de consejeros de empresas, que está fuertemente interconectado).

En el ámbito interno, las barreras para la independencia toman la forma de presiones internas del presidente/CEO (o del propietario). Un consejero proporciona un buen ejemplo de esto: «Nuestro presidente estaba muy enojado porque algunos [consejeros] independientes no habían seguido su criterio. [...] Estaba muy enfadado y no se daba cuenta realmente de que estaban haciendo lo correcto, defender lo que pensaban adecuado para la empresa, en lugar de comportarse como meros empleados. Los consejeros externos no son empleados».

Estas barreras internas a la independencia están relacionadas a veces con la presión social de una determinada organización («la forma en que hacemos las cosas por aquí»). Así, los independientes no suelen tomar la iniciativa en los debates, pues esto puede implicar mayor riesgo político para ellos. En su lugar, prefieren influir en la discusión a través de un consejero dominical o accionista (o mediante un independiente con influencia directa sobre aquellos). Un consejero independiente describe esa dinámica: «Los independientes nunca se enfrentan a los ejecutivos; en lugar de eso, transmiten sus puntos de vista a través de los dominicales». Un consejero delegado asume implícita y naturalmente que este y no otro es el patrón «correcto» de conducta dentro del consejo: «Los consejeros independientes no toman la iniciativa en el debate ni siquiera durante la crisis, obviamente [énfasis añadido]».

Desde el punto de vista del entorno, la situación no es muy diferente. La independencia no es tampoco fácil. La notoriedad no deseada (por ejemplo, el «ruido social» alrededor de un consejero) no ayuda a crear una carrera duradera como independiente, por lo que estos pueden ver su independencia limitada, casi desde el mismo momento en que acceden a la posición de consejeros. Esto se acentúa debido a la gran conexión entre consejos y consejeros (Mizruchi, 1996).

Un consejero describe este proceso de socialización de forma más o menos cínica: «Si no cometes “errores”, tienes la oportunidad de llegar a otras posiciones en otros consejos». Otro consejero va más allá e indica: «Si no “obedeces”, estás fuera, y quedarte fuera puede costarte un montón de dinero».

Un experto externo (no consejero) observa: «Algunos *head-hunters* internacionales mencionan que en la selección de consejeros las empresas están a veces más preocupadas por las relaciones sociales y de mercado de los candidatos que por su talento real (capacidad y experiencia de gestión), y aun siendo importantes las conexiones, debería haber más equilibrio entre ambas dimensiones».

Ceteris paribus, los riesgos para los consejeros independientes parecen más altos durante la crisis, debido a la mayor incertidumbre y a las crecientes presiones polí-

ticas. Un consejero ejecutivo apoya esta afirmación: «Los [independientes] que más presumieron [de sus nombramientos] son a menudo los que primero se asustaron y salieron voluntariamente. Hay ejemplos sangrantes de gente dejando bruscamente sus roles, ante el riesgo de responsabilidades. A veces, la pérdida de “nombres” no empobrece el equipo, al contrario, con nombres menos “conocidos” puede haber un mejor equipo de consejo».

Por tanto, comportarse de modo verdaderamente independiente exige aún más madurez y coraje que antes. Los independientes pasan en ocasiones por momentos muy difíciles (tienen que soportar altos niveles de conflicto) para mantener una perspectiva verdaderamente imparcial.

Un consejero independiente lo explica así: «¿La polarización en el consejo? Sí, he sufrido en carne propia la discrepancia abierta entre dominicales e independientes. Sí. He sufrido mucho de esto. Pasé por muy malos momentos. No quiero y no puedo hablar de esto [...]. Diría que no solo en la crisis. En la crisis también. Sí». Se detiene y piensa. «La crisis puede amplificar las diferencias. Por ejemplo, si por cualquier otra razón algunos consejeros dominicales tienen una necesidad de dinero en efectivo y la empresa puede contribuir a resolverla, por ejemplo, vía dividendos».

Un consejero ejecutivo apunta algunas razones de este dilema: «No creo realmente que sea un problema de independencia si hablamos de buenos consejeros. La verdadera tensión está entre los independientes y dominicales cuando hay crisis y existen criterios absolutamente opuestos. Esos grandes conflictos se producen a causa de la polarización entre grupos con diferentes intereses. Los buenos independientes no quieren ver sus nombres en primera página del periódico, por ejemplo, por no haber actuado con celo en su función». Y prosigue: «Por eso, con buenos nombres en roles independientes, el mecanismo de ajuste no puede ser que se callen; eso no es posible, por lo que son forzados a abandonar».

Esta dinámica promueve cierto riesgo de selección adversa y que la influencia de los consejeros independientes sea menor en crisis que durante épocas de bonanza, lo que parece contraproducente para una gestión eficaz de aquella³.

Como es de esperar, los consejeros independientes utilizan diversas estrategias para defender su posición o reducir su riesgo personal: por ejemplo, buscan asesoramiento legal o seguros de cobertura civil. Un exconsejero ejecutivo (ahora independiente) explica su visión: «Puedes apostar por que las pólizas de seguros han crecido durante la crisis. Pero esto tiene lógicas implicaciones en la forma en que se toman las decisiones, porque la gente está más preocupada».

3 La tasa total de rotación anual en las fechas de investigación se encontraba en aproximadamente el 10% para las sociedades cotizadas –incluyendo todos los motivos de salida y todo tipo de consejeros (independientes, ejecutivos, dominicales)– y no parecía haberse alterado significativamente respecto del histórico, probablemente debido –además de a las motivaciones individuales de las que se habló anteriormente– al impacto potencial que los cambios en los consejos tienen en las relaciones públicas y con el resto del ecosistema organizativo –reguladores, empleados, inversores y el mercado en general–. Otra explicación a esta aparente estabilidad es simplemente que los cambios se hayan producido con posterioridad en el periodo de la crisis.

Como se mencionó con anterioridad, los consejeros utilizan otras tácticas (sobre todo los independientes, pero no solo ellos) formalizando (o intentándolo) todo tipo de decisiones con el fin de tener una certeza sobre los acuerdos y las posiciones de todos y reducir así su propia percepción del riesgo. Por supuesto, esto no es siempre una estrategia fácil, ya que puede significar adoptar una postura incómoda frente a otros miembros del consejo y, muy especialmente, frente al presidente, lo que –como se sugirió antes– puede ser letal para las aspiraciones a largo plazo de un consejero independiente.

La sala del consejo se convierte en un entorno altamente político durante la crisis. Por eso, otra estrategia para sobrevivir, bien conocida en la literatura de consejos (Westphal y Stern, 2007), es congraciarse con otros consejeros de gran influencia (por ejemplo, algunos dominicales o el presidente/CEO; rara vez con otros independientes, salvo si estos están muy cercanos a ejecutivos o accionistas clave). Un consejero independiente ofrece un vivo retrato de estos movimientos: «Hablar en los pasillos y en la antesala de los despachos es siempre importante. Inevitablemente ahora hay más tensión, más discusión y todos los procesos tienen más vueltas políticas. Durante las pausas en las reuniones de consejo, la gente habla de lo que cada uno va a votar en defensa del mejor interés de todos. En otros momentos [...], la gente dedica ese tiempo de descanso a la adulación y a decir lo increíble que es esta empresa».

Por supuesto, todo lo anterior no impide que existan consejeros realmente independientes, pero si serlo es siempre dificultoso, lo es más todavía durante la crisis.

c. El presidente o el CEO

Los presidentes y los CEOs son igualmente proclives a una mayor percepción del riesgo durante la crisis (por ejemplo, responsabilidades legales o despido). Por tanto, ponen en marcha nuevas estrategias, tanto fuera como dentro de las reuniones del consejo.

Fuera del consejo, los primeros ejecutivos hacen búsquedas más intensas de información (por ejemplo, más preguntas tanto uno a uno como en grupo) y realizan un seguimiento del negocio más cercano que en un periodo de expansión. Fomentan, además, nuevas oportunidades de reunión con fines similares, como actividades del consejo fuera de la oficina para ampliar discusiones sobre determinados temas.

Dentro de los consejos, la actitud del primer ejecutivo también parece cambiar. Ahora incentiva más la participación de los otros. Un consejero independiente apunta: «Antes el CEO no hacía eso, pero ahora están realmente interesados en lo que otros tienen que decirles, no solo para influir en ellos, como antes, sino para comprender realmente sus puntos de vista».

La puesta en marcha de estas estrategias hace que dediquen más trabajo al consejo que durante la expansión, lo que implica más tiempo y energía, y una interacción más estrecha con el resto de consejeros, tanto durante las sesiones como entre bambalinas. Los primeros ejecutivos actúan entonces (y algunos describen así su propio papel) como «creadores de equilibrio político» más que como gestores.

El patrón de *reporting* (del CEO) al consejo cambia también, probablemente influenciado por esta percepción aumentada del riesgo. Así, incrementan la frecuencia de *reporting* o tienden a informar de aquellas decisiones que ayuden a crear una rela-

ción más estrecha con su consejo y, en particular, aquellas decisiones de mayor riesgo (de modo que nadie pueda con posterioridad alegar ignorancia).

Un consejero independiente lo describe así: «Los CEOs promueven a menudo una mayor participación de los accionistas [dominicales] durante la crisis, por ejemplo, para crear una buena relación con ellos y compartir responsabilidades». Otro independiente lo confirma: «El CEO informa con más frecuencia al consejo y así libera su tensión y se siente más cómodo».

Además de los factores señalados en la literatura sobre dominancia en los consejos (Haleblian y Finkelstein, 1993) o sobre CEOs arrogantes (Hayward, Rindova y Pollock, 2004), hay otras razones que facilitan el ejercicio del poder por parte del primer ejecutivo durante la crisis. Por ejemplo, tienen más información de gestión, sobre todo aquellos que son duales (presidentes y CEOs), circunstancia bastante habitual en nuestro entorno. Durante la crisis, los primeros ejecutivos idean a menudo sus estrategias a partir de una situación de dominio (por ejemplo, el acceso privilegiado a información clave de gestión) con el objetivo de fomentar la participación del resto, de modo que se proteja su propio rol y se «comparta» la responsabilidad. Un riesgo potencial de este proceso de creación de consenso es la promoción del comportamiento gregario *–herding–* en el consejo (Banerjee, 1992).

Hay otros comportamientos ejecutivos durante la crisis. Por ejemplo, algunos de estos consejeros ejecutivos aún buscan la obediencia y el halago (Westphal y Stern, 2006, 2007). Un independiente describe esta necesidad de adulación: «El papel que he visto con más frecuencia es el presidente que habla, que quiere ser escuchado y que pide al resto que hable después. Pero hay también buenos líderes y he visto algunos. La verdad es que el estilo del primer ejecutivo es un sello para el equipo».

Otros primeros ejecutivos utilizan el simbolismo⁴ en su propio interés (Westphal y Zajac, 1994; Zajac y Westphal, 1995). Un experto en gobierno corporativo con larga experiencia en consejos menciona un ejemplo de lo anterior: «Algunos ejecutivos importantes han “traicionado” a sus accionistas diciendo que estaban reduciendo sus cláusulas de indemnización o paracaídas o poniendo tope a su importe. Pero al tiempo, estaban inflando significativamente su compensación a largo plazo, por ejemplo, vía fondos u otras compensaciones diferidas».

Estas posturas más *políticas* (*reporting* discrecional, simbolismo externo, etcétera) implican, además, que no todo es interno en estos cambios de comportamiento. Hay muchas más actividades externas que atender durante la crisis, sobre todo para las grandes empresas cotizadas. Por ejemplo, la comunicación externa se torna crucial.

(c) Los problemas

Hay más problemas y más urgentes durante la crisis pero –como antes se mencionó– también más información disponible para reducir la incertidumbre en la toma de

4 El simbolismo implica que, en ocasiones, los consejos disfracen su intención a través de estratagemas (o que se anuncien acciones o planes que nunca llegarán a ejecutarse). Como ya se indicó con anterioridad, el simbolismo no es un comportamiento exclusivo de épocas de crisis.

decisión. Sin embargo, esta información no es siempre adecuada ni oportuna. Esto es vital, ya que con un grado insuficiente de preparación del consejo, su utilidad real corre el riesgo de convertirse en poco más que la mera sanción administrativa de decisiones ya tomadas.

Se han identificado dos grandes grupos de limitaciones en el uso de la información de gestión proporcionada a los consejeros. La primera de ellas se refiere a la calidad y puntualidad de esa información. La segunda está relacionada con la preparación y participación de los consejeros en sus consejos (y otras comisiones).

Dentro del primer grupo de limitaciones está el sesgo con que se recoge esa información. Un presidente declara: «La forma en que se reúne la información es, a menudo, no neutral. La solución está, con frecuencia, implícita en la forma en que se recopila información para resolver un problema». Tales sesgos de «disponibilidad» (Tversky y Kahneman, 1974) acrecientan también los riesgos de sesgo en la decisión. Un presidente ejecutivo lo describe así: «Las cosas tratan de seguir la secuencia lógica de identificación del problema, recopilación de datos y generación de opciones de solución, pero las fases rara vez son tan rígidas y la secuencia no es tan clara».

Con frecuencia, los paquetes de información no son equilibrados (contienen demasiada –o demasiado poca– información) o no se entregan oportunamente. En palabras de un independiente de gran experiencia: «¿Para qué demonios necesitamos la desviación de consumo de la materia prima X para el producto Y en la fábrica Z en Alemania? Es inútil. Al contrario, te hace perder el foco de lo realmente importante». Otro consejero ofrece algunas conclusiones más generales basadas en su experiencia: «La calidad y profundidad de la información proporcionada a los consejeros en la mayoría de consejos aquí [en España] es justa, cuando no escasa, en comparación con la que se recibe en la mayoría de los consejos de empresas anglosajonas. Diría que solo llega al aprobado». Un presidente da una interpretación en clave local para este problema: «La gente dedica muy poco tiempo a esto [el trabajo del consejo]. Lo hacen solo porque creen que es un mal necesario; aún no se toma el gobierno corporativo suficientemente en serio».

Además de la calidad de la información, es esencial que esta no sea intempestiva. Sin embargo, el plazo de entrega a los consejeros no siempre es el más adecuado (la información se proporciona, por lo general, con poca antelación, lo que es relevante durante la crisis). Esto es así para un porcentaje significativo de empresas españolas (PwC, 2011). Un consejero independiente indica: «Depende mucho de la empresa. Algunas proporcionan un buen sistema de información con suficiente tiempo de entrega e incluso algunas tienen un *microsite* o una web adaptada específicamente para su consejo; otros no».

Hay otro segundo grupo de áreas de mejora. Es el relacionado con el grado real de preparación y participación de los consejeros. Por ejemplo, estos hacen a menudo un uso limitado de la información proporcionada, lo que afecta de manera decisiva a la calidad final de la decisión. De hecho, el tiempo que se dedica a la preparación de los consejos es reducido, cuando no escaso, incluso para grandes empresas cotizadas (PwC, 2011).

Un consejero ejecutivo hace una severa autocrítica: «Poco esfuerzo de preparación junto con escaso número de reuniones resultan en poco rigor en la toma de decisiones». Existe acuerdo con esta afirmación en las palabras de un consejero indepen-

diente de larga trayectoria: «Si la información es escasa o excesiva y la reunión no está bien preparada, porque no dedicamos el tiempo suficiente..., entonces no sirve de nada... Es mucho mejor recibir una cantidad de información adecuada, relevante para los temas en cuestión, y preparárselo bien».

Inevitablemente, todos los obstáculos descritos reducen la calidad de la preparación de las reuniones, lo que, finalmente, puede deteriorar la calidad posterior del debate.

(d) El proceso de toma de decisiones durante la crisis: el debate en la sala del consejo

La intensidad del debate no solo está influida por los actores, sino que también está relacionada con el número y la complejidad de los temas que se abordan. Aunque subsisten diferencias entre empresas (inducidas probablemente por la tipología y carácter de sus principales ejecutivos), el debate en el consejo es más intenso durante la crisis.

Como se comentó anteriormente, aparecen leves signos de autocritica: por ejemplo, cierta asunción de responsabilidad en el inicio de la crisis, fomentando un mayor rigor en el debate. Un consejero admite: «Hay, en parte, un factor causal claro de la crisis en el comportamiento del consejo». Un consejero independiente señala: «Esta es una crisis muy particular; realmente profunda y larga; las cosas que funcionaban antes no lo hacen ahora. Antes el consejo era un trámite más burocrático, pero ahora hay más debate de fondo».

Quizá por ello se produce una más clara autoconciencia de la importancia del papel del consejero. Un ejecutivo reflexiona: «Creo que los consejos son mucho más importantes ahora: antes [en la expansión] se trataba de hacer más o menos dinero, pero ahora mismo se trata de la supervivencia». Y sigue: «Un consejo débil es un riesgo real en situaciones de crisis, particularmente para las grandes empresas cotizadas».

Por todo ello, el debate es, en general, más intenso. La naturaleza de las reuniones cambia: suelen ser más largas y, a menudo, más intensas incluso aunque no siempre cambie su frecuencia. Un consejero ejecutivo mantiene esta misma idea: «En cuanto a la dinámica del consejo, no hay duda de que las reuniones son más largas y los debates más intensos, mucho más. [...] Todo está en proceso de revisión. Los debates son mucho más amplios: todo está en cuestión».

Inevitablemente y como antes se sugirió, aún subsisten situaciones de poco debate, en que un ejecutivo dominante (o una coalición en el consejo) reduce la intensidad de esta discusión. Como se comentó, esto puede conducir a cierto «comportamiento de rebaño» y acarrear un empeoramiento en la calidad de la toma de decisiones. En palabras de un experto independiente en gobierno corporativo: «Hay consejos en los que [...] solo se concentran en la renovación del consejo, la indemnización y los salarios, y menos en el gobierno corporativo; por ejemplo, en la empresa X, gran empresa fuertemente presidencial, esto es lo que sucede».

La eficacia del directorio es, obviamente, más difícil si no está bien cohesionado (por ejemplo, por tensiones entre sus miembros) o si su composición, habilidades o dimensión no son las más adecuadas.

Una cuestión importante (no específica de la crisis, pero más importante en ella) es si los consejos realmente toman decisiones. Lo hacen, pero no siempre (y no todo) ocurre en la sala del consejo: la reunión es «la última milla» en el proceso. Un consejero independiente en diversos sectores lo refleja de este modo: «Las decisiones clave, por ejemplo, una adquisición importante, están a veces precocinadas. Pero [...] es lógico. No se puede decidir sobre algo importante sin un análisis previo pormenorizado».

Todo esto se establece, a menudo, fuera del ámbito estricto de las reuniones del consejo. En palabras de un consejero ejecutivo: «Hay una regla de oro. Nada se decide en el consejo. Nunca se lleva nada a una reunión sobre lo que no se esté al cien por cien seguro de que va a ser aceptado. Esos son los verdaderos problemas para los CEOs y cuando pueden tener un disgusto serio».

En resumen, el contexto de la toma de decisiones, vital durante la crisis, cambia respecto a tiempos menos turbulentos. Los resultados pueden ser heterogéneos o impredecibles, debido a la conexión temporal –más que causal– entre decisiones y problemas. Eso conlleva que decisiones críticas se tomen mediante un proceso menos secuenciado y lógico de resolución de problemas y que el azar juegue un papel considerable.

Además, el debate se intensifica sustantiva y emocionalmente durante la crisis. El aumento de la tensión y la emotividad son inherentes a los tiempos difíciles (Gladstein y Reilly, 1985) y la tensión parece ser un resultado claro –y en la mayor parte de casos invariable– de la toma de decisiones en crisis.

Exploraremos ahora qué factores (estructurales y de proceso) están detrás de este aumento de la tensión.

a. Los factores estructurales y la tensión en los consejos

Hay diversos factores estructurales (por ejemplo, procedentes de la posición) detrás de esta tensión. La lógica divergencia de intereses y las asimetrías entre consejeros (por ejemplo, mayor poder de propietarios o *blockholders*) o en el acceso a la información (por ejemplo, ejecutivos y el resto) se acentúan por la tensión inherente al funcionamiento de los pequeños grupos en una crisis.

El papel dominante de los dominicales (propietarios) actúa con frecuencia como detonante del proceso de análisis de una decisión determinada. Además, como se indicó antes, los objetivos «globales» y los «específicos» de distintos actores pueden chocar y esto crea tensión (por ejemplo, la posición de un accionista contra el interés de la empresa).

Un presidente ofrece un claro ejemplo de esta contradicción: «Hace algunos meses tuvimos una buena oportunidad de inversión, pero algunos accionistas no tenían dinero para acudir. No por casualidad, los que no tenían dinero [...] para invertir en la nueva oportunidad le veían muchísimos más problemas; en realidad estaban defendiendo su posición para que no se diluyera su poder de control».

Otro ejemplo de estas diferencias estructurales es el caso de confrontación en la propiedad (por ejemplo, cuando dos o más grandes accionistas compiten para con-

trolar el consejo) o cuando el consejo es controlado por un consejero ejecutivo alterando la (teórica) participación de un accionista significativo.

Existen, evidentemente, asimetrías en el acceso a la información de gestión entre los ejecutivos y el resto. Un independiente indica: «Los ejecutivos y, muy rara vez, algunos independientes tienen el conocimiento real de la empresa. A veces, cuando se trata de consejeros externos, algunos de estos saben menos acerca de la compañía que los analistas externos que siguen a la empresa». Este aspecto, la distancia real de muchos independientes con la realidad de las empresas en cuyos consejos se sientan, ha sido señalado (Martin, 2011) como una barrera fundamental al gobierno eficaz.

b. La dinámica del proceso y la tensión en los consejos

Además de los factores estructurales, hay aspectos del proceso que contribuyen a este aumento de tensión. Todo parece más políticamente cargado durante la crisis.

Así, desde el punto de vista del proceso, hay varios factores que contribuyen a esta tensión. Por ejemplo, las diferencias individuales en la aversión al riesgo, un equilibrio más difícil entre el interés propio y los intereses comunes, más las coaliciones en el seno del consejo conducen inevitablemente a la tensión. Los objetivos individuales de los distintos actores o grupos pueden colisionar y generar tensión, incluso con buenas relaciones personales previas.

La dinámica y la interacción son dependientes también de las personalidades (los egos) de los consejeros y de su participación. En palabras de un consejero independiente con larga experiencia ejecutiva previa: «No estamos hablando ahora acerca de la gestión sin más, sino acerca de la psicología y de los grupos: los egos son un aspecto clave».

La participación efectiva de los consejeros en las discusiones del consejo no siempre fue la norma en la fase precrisis. Un independiente experimentado dice: «Estoy en el consejo con alguien [dominical] que tiene un criterio bien formado sobre la mayoría de temas y habla abiertamente sobre esos mismos temas en todas partes. Excepto en las reuniones de consejo. Allí nunca le he oído decir una sola palabra, salvo hola y adiós». Otro independiente afirma: «Yo siempre hablo. Pero no siempre es el caso. Hay personas que nunca lo hacen. Me viene a la mente un claro ejemplo, aunque sea bastante tonto. Por ejemplo, encontramos un acrónimo que no sabemos lo que significa en el material. Y nadie pregunta. Yo siempre lo hago».

A pesar de ello, durante la crisis aumenta el grado de participación; incluso de aquellos que no participaban antes: hay más en juego, a veces la propia supervivencia empresarial; muy a menudo, la posición y la reputación de los individuos.

Más debate y mayor participación pueden ser también precursores de mayor tensión. Incluso la mera presencia en la sala del consejo influye en esta participación y en el tipo de discusión que se produce. Un consejero independiente nos dice: «Estoy bastante seguro de que algunas decisiones podrían haber sido diferentes en el resultado, y por supuesto en el proceso, tan solo dependiendo de la asistencia».

Hay muchos otros factores en la vida del consejo durante la crisis, algunos sutiles, pero que siguen siendo importantes debido a este aumento de la tensión. Uno importante es el estado de ánimo. Los ejecutivos pueden estar sometidos a mayor estrés o los dominicales pueden ver sus fortunas en mayor riesgo. En palabras de un presidente ejecutivo: «El humor es de debacle. Hay que animar a la gente y decirles que el mundo no se ha acabado. No se trata de justificar y lamentar, se trata de superar esta situación, no de quejarse de ella».

La atención al lenguaje no verbal es siempre relevante, pero aún es más crucial durante la crisis. En la medida en que, a veces, miradas o movimientos pueden condicionar las discusiones. Un independiente proporciona un vívido ejemplo: «A veces, el actor más importante en una reunión no es fácil de identificar. Hay momentos en los que realmente no entiendes qué está pasando, tienes que leer las miradas, ver a quién está mirando el presidente, o qué está haciendo o diciendo el miembro X, porque puede ser tan solo un independiente, pero uno con notable influencia en el accionista dominante o en el presidente mismo».

(e) El resultado del proceso y la calidad de la decisión

La verdadera paradoja es que esta conexión puntual entre actores, problemas, opciones y soluciones puede llevar a decisiones no necesariamente en nombre del rigor, sino como consecuencia de ese encuentro temporal. Es un rasgo clásico del «cubo de basura». Un consejero independiente proporciona apoyo práctico a esta afirmación: «A la hora de decidir sobre una adquisición estratégica para expandirse en otros lugares, uno puede pensar que esto sigue un análisis cuidadoso. Pero esto no es necesariamente así. La decisión puede muy bien estar influenciada por quien deja caer sobre la mesa el nombre de un potencial *target*. Esto es, a menudo, más importante que el análisis cuidadoso y racional de los objetivos potenciales».

Se han identificado cuatro resultados principales de la toma de decisiones en crisis a la luz del proceso descrito antes: (a) dilación, (b) aborto, (c) resolución inadecuada y (d) resolución exitosa (en adelante, resolución).

El resultado más probable es la demora en la toma de decisiones de acuerdo a la lógica relatada anteriormente. El flujo descrito con anterioridad empuja a hacer el proceso más largo, lo que lleva incluso a su frustración o malogro.

De hecho, el aborto de la decisión es otro posible resultado (intencional o no). La dilación puede ser también una estrategia simbólica del consejo para abortar la toma de decisiones. En palabras de un antiguo presidente ejecutivo, aún consejero independiente: «En muchos sitios las cosas nunca son rechazadas. Son aceptadas o pospuestas». Un ejecutivo se muestra de acuerdo con esta visión: «Los consejos son, a menudo, maestros en la disciplina de decir que no sin hacerlo».

Las decisiones de supervivencia (o muy críticas) son más frecuentes en crisis. La organización tiene que moverse más rápido y, por tanto, es más fácil decidir de manera equivocada. Un consejero independiente con larga experiencia ejecutiva men-

ciona: «Las decisiones sobre la supervivencia se aceleran, aunque no siempre es fácil discernir cuáles son de supervivencia y cuáles son de crecimiento».

El tamaño de la empresa también influye; cuando es pequeña, puede (y debe) correr más rápido para sobrevivir. Un ejecutivo en *small caps* menciona: «La crisis es mucho peor para las pymes. Las grandes tienen una inercia que las más pequeñas no tienen. Esto significa que podrías caer en números rojos con mucha facilidad y verte ante la necesidad de reestructurar».

Por el contrario, las empresas más grandes pueden quedar atrapadas en su propia inercia (Ocasio, 1995), lo que puede ser contraproducente si la búsqueda de soluciones de otras empresas a problemas similares conduce a soluciones mejores (por ejemplo, empresas menores pero más innovadoras).

Por ello, una resolución inadecuada es el tercer resultado posible. Hay más decisiones que tomar –o más complejas– en igual o menos tiempo, así que hay menos reflexión o más carga de trabajo y, por tanto, más riesgo de error. Si no hay un aplazamiento (a menudo, los ejecutivos presionan al consejo para que no se pospongan las decisiones), existirán más probabilidades de error. Si no hay más dedicación del consejo (por ejemplo, una mayor inversión de tiempo en cada reunión o más reuniones), la velocidad de la decisión se resentirá.

Por último, la decisión por resolución se torna menos probable debido a la demora del proceso, porque el éxito de la decisión ocurre también en función del tiempo (la calidad de la decisión está –obviamente– influida por su oportunidad). Las investigaciones (Bourgeois y Eisenhardt, 1988; Baum y Wally, 2003) sugieren que la toma rápida de decisiones estratégicas predice algunas medidas de desempeño (por ejemplo, crecimiento posterior y ganancias).

Además, se sabe desde hace tiempo (Trull, 1966) que el éxito de las decisiones no solo depende de su exactitud, sino del uso eficaz de otras variables; por ejemplo, de una hábil gestión de la implantación. En otras palabras, el éxito de la decisión es igual a su precisión más el éxito de su ejecución.

En ocasiones, hay decisión real por resolución aunque la decisión no sea «buena» (la decisión es adecuada y oportuna, pero por las razones equivocadas), un resultado aleatorio clásico de la teoría del «cubo de basura».

Un consejero ejecutivo relata un excelente ejemplo de esta lógica: «Una persona de otro consejo me contó que en su empresa hubo una situación en la que necesitaban financiación para un nuevo proyecto. Finalmente se votó a favor de la opción de emitir deuda, en lugar de buscar financiación bancaria. La intención subyacente, no bien escondida por algunos consejeros, era tener a alguien diciendo que no⁵. Así que el interés oculto era básicamente matar el proyecto, para no asumir más riesgo. Me contaba, a su vez, que la decisión final fue un éxito pero por las razones equivocadas: la deuda fue bien recibida por el mercado, mientras que la financiación bancaria incrementó su coste y se hizo más difícil debido a la posterior escasez de crédito».

5 La emisión de deuda requiere una calificación (*rating*) y lógicamente hay más escrutinio externo.

(f) Resumen de implicaciones del proceso: el resultado del proceso de toma de decisiones e implantación de las mismas

Las decisiones y la forma en que se toman pueden acabar dificultando su eficacia «aguas abajo» (por ejemplo, por la vía de su impacto en la motivación o capacidad de implantación posterior). Todo ello debe contabilizarse en el marco de la calidad y el coste reales de la toma de decisiones. Hay dos consecuencias potenciales del proceso.

La primera es la erosión emocional del equipo (más presión, aumento de la carga de trabajo en la preparación, mayor discusión, decisiones más difíciles...). Un consejero ejecutivo nos da una visión de este fenómeno: «La frecuencia de las reuniones, por lo menos aquí, no ha cambiado demasiado. Pero la duración es más larga. Las reuniones son más largas, con más debate, los problemas son condenadamente más difíciles».

El aplazamiento de las decisiones puede causar frustración en la dirección, porque cualquier amenaza a la sensación personal de control lleva a la reactancia psicológica (Erez y Kanfer, 1983). Además, el «no» se entona con más frecuencia (más propuestas ejecutivas son rechazadas por el consejo) y, cuando se dice «sí», la unanimidad en el consejo puede ser menor, lo que podría erosionar la motivación de los directivos.

La segunda implicación posible es el efecto de esta dinámica en la capacidad de implantación de la organización. Menos unanimidad en las decisiones del consejo (por ejemplo, mayorías solo simples u oposición de una parte) podría originar cierta tensión e influir en la motivación de los directivos que reportan al consejo. Esto introduce posibles riesgos de implantación (como una menor unidad de acción o una moral más débil). Un presidente está de acuerdo con esta predicción: «La discusión y la falta de unanimidad juegan de esta manera. Y los ejecutivos ven que no hay unidad. Esto desmotiva; además del hecho de que es, en general, más difícil implantar las cosas cuando no son ampliamente aceptadas». Esto crea una espiral descendente (por ejemplo, reduciendo la energía de los ejecutivos), especialmente en los más cercanos al CEO –o a otros consejeros ejecutivos–, que podría dificultar la puesta en marcha de las decisiones tomadas.

5 Cortoplacismo y miopía estratégica: la perspectiva temporal de la decisión

No es fácil preocuparse del largo plazo cuando la supervivencia está en juego. Nuestros entrevistados estiman que concentrarse en el corto plazo (por ejemplo, vía reducción de costes) para preparar movimientos estratégicos posteriores es una secuencia clásica en la gestión corporativa de crisis previas. Esta no es una excepción.

(a) Modalidades de cortoplacismo

Las organizaciones experimentan durante la crisis cuatro grandes reacciones orientadas al corto plazo: (a) reducción de costes generales y operativos, (b) minimización

de inversiones en circulante y preservación de la caja, (c) desinversión selectiva, y (d) desinversión de activos críticos.

a. Reducción de costes generales y operativos

Aunque esta dinámica se produce en otras partidas (por ejemplo, aprovisionamientos, gastos generales, etcétera), la reducción de plantilla es un buena muestra del proceso de contención –o de reducción– de costes operativos, y se ha usado con frecuencia en la gestión de esta crisis. Un consejero ejecutivo así lo corrobora: «Hemos realizado un esfuerzo consciente para, en lo posible, no despedir a la gente, a través de la congelación de la contratación y la gestión vegetativa de las salidas».

El coste social de la tasa de desempleo y la importancia del talento para el negocio parecen, a menudo, preocupaciones secundarias con respecto a la gestión del puro coste, quizá por los altos costes de despido en España, con –al menos, hasta muy recientes fechas– una de las regulaciones laborales más rígidas del mundo desarrollado (Pissarides, 2011). Por eso, la reducción de plantilla es, con frecuencia, un recurso autorizado por el consejo cuando parece no existir otro remedio para sobrevivir. Un consejero ejecutivo comenta: «Empezamos a sufrir al final de 2010 y he tenido que reducir la plantilla con posterioridad, no era esto lo que quería, debido a la importancia, y al coste; algunas personas clave tuvieron que salir».

b. Minimización de inversiones en circulante y protección de la caja (optimización de necesidades operativas de fondos)

La segunda táctica orientada al corto plazo es optimizar las necesidades operativas de fondos, minimizando inversiones en fondo de maniobra y salidas de efectivo («proteger la caja»). En palabras de un consejero independiente: «Muchas de las decisiones en estos días están relacionadas con la supervivencia, por lo que pensamos que nos ocuparemos de lo importante más adelante, pero ahora tenemos que salvarnos». Y continúa: «El foco en el corto plazo equivale a la protección de la caja, muy importante con una situación de financiación limitada como la actual».

Un consejero independiente menciona también la gestión del circulante como una variable fundamental en la crisis a pesar de sus potenciales consecuencias perversas, por ejemplo para las relaciones comerciales posteriores: «La reducción de costes se convierte en la clave, a menudo mediante el uso de la subasta, o licitación pública múltiple. Y luego a machacar [a los proveedores] con las condiciones de pago».

Otra consecuencia potencialmente perversa de este tipo de reacciones es su influencia sobre decisiones de corte estratégico (por ejemplo, operaciones de M&A). Un consejero ejecutivo menciona un ejemplo afín: «Teníamos x millones en caja, pero no se nos permitió inicialmente invertir en varias oportunidades de adquisición».

Un consejero ejecutivo de una multinacional sugiere una idea coincidente: «Tenemos que proteger la caja. Es el mantra. Consumir efectivo es penalizado por el mercado. Es la idea dominante en muchos consejos y a nosotros nos llevó a descartar buenas oportunidades».

c. Desinversión selectiva

La financiación tenía un acceso menos exigente en el pasado reciente. Había dinero abundante y barato. La situación posterior ha sido bastante diferente, con una estrechez de crédito (Banco de España, 2011) que aún persiste. Un consejero independiente lo expresa de este modo: «¿Qué decisiones tomamos ahora más rápido? Las relacionadas con la supervivencia y la desinversión».

Por esa razón, deshacerse de activos considerados accesorios o no clave es una vía de acción frecuente para mejorar la posición financiera durante la crisis.

El primer ejecutivo de una compañía con implantación global confiesa: «Durante esta crisis, hemos hecho desinversión selectiva [en determinadas actividades y países] para un mejor uso de los recursos».

Es también el caso de otro de nuestros informadores, un consejero independiente que afirma: «Se trata de reducir activos no esenciales y la situación se relaciona con la reducción del apalancamiento. Por ejemplo, nosotros teníamos cierta actividad con activos muy específicos [en un país X], donde sabíamos que podíamos vender, teníamos una idea del precio que podía obtenerse y pensamos que [ese activo] no era crítico para el negocio en esa área geográfica».

d. Desinversión de activos críticos

La presión por el corto plazo, bien sea por razones de estricta supervivencia o por el cumplimiento de expectativas externas (por ejemplo, las perspectivas bursátiles o de los accionistas), se concreta en decisiones que pueden comprometer la capacidad de conseguir resultados a largo plazo. Ese cortoplacismo (Laverty, 1996; Marginson y McAulay, 2008) se vuelve menos excepcional durante la crisis y lleva a algunas empresas a deshacerse de activos no reemplazables para su generación futura de resultados. Un consejero ejecutivo indica: «Decimos que vendemos activos no críticos, pero a veces durante la crisis nos deshicimos de activos clave pensando que ya los repondríamos más adelante».

Desafortunadamente, eso no siempre es posible ni las condiciones en que se desinvierten esos activos clave son las mejores (por ejemplo, mercados bajistas que difícilmente compensan el valor de adquisición o el valor de reemplazo futuro de esos activos).

(b) Razones del cortoplacismo durante la crisis

Sin duda, la mayor parte de las presiones de corto plazo en la situación precrisis (Dobbin y Jung, 2010) están todavía aquí, tanto factores externos (por ejemplo, el mercado de valores, las agencias de calificación, etcétera) como internos (por ejemplo, los planes de compensación ejecutiva orientados a corto plazo o determinadas preferencias de riesgo del accionista), fuerzas todas ellas que, en general, no estimulan el proceso de decisión a largo plazo.

Otra razón posible del cortoplacismo es el deterioro objetivo de las opciones estratégicas, especialmente si no existe un proceso específico de planificación a largo plazo.

Esto se intensifica porque, en general, el entorno inmediato no aporta tantas oportunidades como antes. Un primer ejecutivo lo expresa así: «Cuando las cosas van bien, todos los días tienes banqueros y consultores haciendo cola a tu puerta para proponerte [nuevos] negocios [...], lo que ya no sucede ahora. Ahora bien, es fundamental contar con un proceso serio de desarrollo de la estrategia, y el primer ejecutivo necesita demostrar que es un estratega real. No es fácil empezar desde cero, sobre un pedazo de papel blanco, con menos, o muy poca, inspiración externa».

Además de lo anterior, hay también causas individuales e institucionales del cortoplacismo (Lavery, 1996; Marginson y McAulay, 2008). Así, en situaciones de crisis emergen dos con particular fuerza. Por un lado, la racionalidad limitada (Simon, 1945) puede estar detrás de este comportamiento centrado en el corto plazo. Los humanos tenemos límites cognitivos que, ante el aumento de la incertidumbre típica de las crisis, se convierten en motor indeseado de los comportamientos del consejo.

En segundo lugar –aunque muy relacionado con el punto anterior–, la cantidad de tiempo y energía dedicados por el consejo son, por definición, limitados. Es esta una cuestión esencial en crisis, porque hay más problemas y estos son más complicados.

(c) Implicaciones del cortoplacismo

La triste paradoja es que concentrarse en el corto plazo no necesariamente implica ser más fuerte tras la crisis. De hecho, muchos afirman que lo contrario es más probable. Un consejero ejecutivo lo expresa de modo contraintuitivo pero nítido: «Hay que comportarse en modo crisis durante la expansión, que es cuando se engendran los problemas, y en modo expansión durante las crisis, a fin de aprovechar las oportunidades que toda crisis brinda». Y concluye diciendo: «Los consejos reducen su nivel de ambición en situaciones de crisis; es lo que he visto más. Los consejos persiguen objetivos más modestos, anclados en los asuntos más inmediatos, en lugar de observar perspectivas de tiempo más largas y apuestas más estratégicas y, por tanto, más arriesgadas».

Un coste de oportunidad crucial de este comportamiento es la postergación de decisiones clave (como las de crecimiento), aunque se puede argumentar que en determinadas circunstancias (por ejemplo, cuando se generan flujos de efectivo superiores al volumen de oportunidades rentables de inversión), la reducción de la actividad corporativa (como M&As) puede ser beneficiosa para evitar la creación de imperios⁶ por parte de los ejecutivos (Jensen, 1986).

Sin embargo, este aplazamiento de los asuntos más estratégicos puede también llevar a perder la posición competitiva. En palabras de un consejero ejecutivo en diversas multinacionales: «El asunto es que pueden estar posponiéndose decisiones estratégicas y esto empuja a la empresa a un callejón sin salida».

6 Nos referimos aquí al *empire-building* como comportamiento directivo alejado de los puros intereses corporativos y centrado en su propio crecimiento o «lucimiento» (relativo al poder, prestigio o relevancia social).

Otro consejero ejecutivo reconoce este riesgo del modo siguiente: «Creo que los que van a sobrevivir y salir mejor preparados de esta crisis son los que aprovechan las oportunidades y asumen más riesgos, mirando a más largo plazo. Los aspectos cualitativos son muy importantes; hay que mirar más allá de los meros números».

6 Algunas vías de prescripción y exploración futuras

En esta sección presentamos algunas recomendaciones prácticas derivadas de las evidencias anteriores. Se presentan agrupadas alrededor de seis grandes áreas relevantes para el gobierno de las organizaciones en las crisis.

(a) Identificación pronta de la crisis y reacción oportuna ante la misma

Comentamos anteriormente que, más allá de su dimensión objetiva, la crisis es un fenómeno socialmente «construido»; es decir, su intensidad depende de la percepción de quien la observa y de las decisiones adoptadas en función de esa percepción.

Por ello, a menudo es más difícil decidir durante la crisis, ya que las circunstancias pueden tener interpretaciones diversas para los distintos miembros del consejo y, en casos extremos, el entorno puede ser percibido incluso de forma contradictoria por parte de aquellos. Esta equivocidad del contexto hace difícil a los consejos reaccionar de modo unificado.

La existencia de procedimientos específicos de reacción a la crisis –programaciones robustas y bien conocidas internamente para la detección pronta de la crisis y el lanzamiento rápido de planes de acción frente a ella– es parte del concepto más amplio de herramientas de análisis de la estrategia y el riesgo, y podría haber ayudado a una reacción más prontamente orquestada frente a la crisis (Weick, 1993; Mitroff, Shrivastava y Udwadia, 1987; Frigo, 2009).

Un aspecto reseñable es que no todas las organizaciones representadas en nuestra muestra habían desarrollado protocolos específicos para el análisis de riesgos y la gestión de las crisis (y muy probablemente tampoco lo hayan hecho más tarde, ya que la pura reacción ante la crisis ha consumido –y aún consume– gran parte del tiempo y energía disponibles del consejo). En el peor de los casos, esto podría significar que se repitieran algunas malas experiencias en el futuro.

(b) Balance de la composición de los equipos del consejo con los retos de la crisis

Cuanto más grande es un consejo, en principio, más eficaz será (Judge y Zeithaml, 1992) porque, en teoría, las capacidades están en función del número de miembros. En la práctica, los equipos son más eficaces cuando tienen los recursos suficientes –pero no excesivos– para desarrollar las tareas encomendadas.

La visión de los «escalones superiores» (Hambrick y Mason, 1984; Hambrick, 2001, 2007) asume que la organización es el «reflejo» de sus líderes: la calidad de la decisión es dependiente de la del equipo que toma la decisión. Por tanto, dimensión y, sobre todo, capacidad del equipo tienen mucho que ver con la calidad de la decisión (aun admitiendo factores de proceso relevantes, como son los relativos a los procedimientos internos de funcionamiento del consejo y a la propia dinámica del grupo).

Mayor flexibilidad en la dirección y el consejo y mayor resiliencia en toda la organización parecen atributos efectivos para enfrentarse a las circunstancias cambiantes derivadas de la crisis. Así, una tarea fundamental del gobierno de las organizaciones en crisis es alinear la composición y dimensión de los equipos con los desafíos del entorno. En el ámbito del consejo, esto supone reevaluar el proceso de acceso y salida de consejeros para mantener en cada momento el balance más adecuado entre capacidades disponibles y retos. Un aspecto fundamental, por tanto, para valorar el desempeño del primer ejecutivo o presidente en la crisis es precisamente su capacidad de ensamblar y mantener el equipo más adecuado de consejeros.

Aunque aquí no se ha explorado longitudinalmente la evolución de la composición de los consejos durante la crisis, la evidencia recogida parece sugerir que aquella no se ha adaptado con rapidez. Durante la investigación, una pregunta sorprendida (y sorprendente) de algunos entrevistados era: «Pero ¿por qué tiene que cambiar el consejo solamente porque cambie el entorno y estemos en crisis?».

Por esta razón, una vía de investigación interesante cuando el proceso de crisis haya quedado completamente atrás es el análisis longitudinal y cruzado del resultado de las empresas a lo largo de la crisis y la composición de sus consejos (por ejemplo, su rotación).

(c) Mantenimiento (o desarrollo) del proceso estratégico durante la crisis

El cortoplacismo ha podido ser causa (y también consecuencia) de la crisis. La crisis tiene mucho que ver con la incertidumbre e, inevitablemente, convierte el proceso de dirección estratégica en algo más ambiguo y difícil de sostener.

Recordemos las palabras de algunos de nuestros entrevistados, sugiriendo que los vencedores de la crisis serán los que actúen de forma anticíclica: más prudentes en la expansión y más atrevidos –pensando a más largo plazo– durante la crisis. Por eso, y a pesar de su dificultad, mantener en marcha (incluso fortalecer) las dinámicas de decisión estratégica durante la crisis se antoja un área fundamental de atención para los consejos.

Dada la presión del entorno por los resultados a corto plazo (por ejemplo, por las expectativas del mercado en el caso de cotizadas o por la exigencia directa de los propietarios en las no cotizadas), mantener contrapesos formales que «empujen» al consejo a pensar a largo plazo parece fundamental siempre, pero muy especialmente durante la crisis.

La introducción de dinámicas y herramientas específicas de planificación –como la auditoría estratégica– (Donaldson, 1995) puede ayudar a ello. Añadir –o reforzar– en los mecanismos de evaluación de los consejos (a nivel individual y grupal) los ítems relativos al foco en el largo plazo puede hacer «levantar la vista» del corto plazo. Como confesaba uno de los consejeros entrevistados: «¿Para qué necesitamos al consejo si no mira más allá que el equipo directivo durante la crisis?».

Por otra parte, es probable que una mayor concentración de carga de trabajo durante la crisis (más prioridades tácticas junto con la dedicación a las decisiones estratégicas inherentes a la naturaleza del consejo) requiera de una mayor dedicación de los consejeros.

Además de las medidas anteriores, otra vía adicional para sostener el proceso estratégico es mantener selectivamente el apoyo externo (consultores, expertos) o la creación de comités internos específicos que desafíen, promuevan o catalicen el pensamiento estratégico durante la crisis (sin llegar a la «parálisis por análisis»). Esto es tanto más relevante porque la crisis reduce, con frecuencia, los estímulos externos a pensar en más largo plazo (por ejemplo, menos oportunidades aparentes de nuevos negocios y mayor presión por proteger el negocio existente).

(d) La adaptación del rol del CEO/presidente durante la crisis

Mantener un equilibrio entre centralización y delegación es fundamental para reaccionar durante la crisis. La crisis impone mayores demandas sobre el CEO/presidente y su consejo, y mantener el balance adecuado de control-delegación resulta esencial. Quizá por eso, el rol del CEO/presidente es incluso más importante en crisis, y las exigencias sobre él, aún mayores.

Conseguir ese equilibrio no es fácil porque para ello debe conjugarse una adecuada monitorización de los directivos (no su microgestión, que perjudicaría su efectividad) con una respuesta pronta y flexible. Por ejemplo, una buena medida de la efectividad del líder en crisis será su habilidad para combinar centralización y control en un modelo ágil y eficaz de funcionamiento.

Idealmente, la gestión de crisis requiere que el presidente/CEO desarrolle –o reúna en sí mismo o su equipo de consejeros– capacidades en cuatro dimensiones diferentes: (a) pensamiento estratégico, (b) capacidad de movilización, (c) capacidad de ejecución y (d) autoconciencia de capacidades y debilidades (Useem, Cook y Sutton, 2005). El fortalecimiento de su perfil en todas estas áreas le ayudará en el proceso de decisión (por ejemplo, bien mediante su propio desarrollo individual, bien alterando del modo más conveniente la composición y los procesos internos del consejo para movilizar los recursos adecuados). En este sentido, las propias herramientas de evaluación del consejo pueden ayudar al primer ejecutivo a identificar sus fortalezas y carencias (y las de su equipo) y a lanzar las acciones más adecuadas para su desarrollo.

La introducción de medidas de composición, ya mencionadas, y de proceso que compensen el poder del primer ejecutivo o los propietarios (y mantengan la influencia de la perspectiva de los independientes) parece fundamental para una toma de decisiones efectiva durante la crisis. Trataremos de ello a continuación.

(e) El fortalecimiento de rutinas y procedimientos internos en el funcionamiento del consejo

Durante la crisis, la calidad de la toma de decisiones puede verse beneficiada por el equilibrio entre los perfiles de los consejeros (en función de sus competencias y capacidades) y entre sus distintos intereses (por ejemplo, los de los propietarios, los ejecutivos y el resto de la organización). Además de mantener una composición equilibrada del consejo, el mantenimiento de una dinámica estable y planificada de las actividades durante el ejercicio es relevante durante la crisis y parece serlo también con posterioridad (*McKinsey Quarterly*, 2014).

Aunque, en apariencia, la frecuencia de las reuniones se haya mantenido relativamente estable durante la crisis, las rutinas del consejo han podido verse afectadas: la crisis ha alterado con frecuencia algunas prioridades regulares, forzándolo a trabajar en aspectos más tácticos y posponiendo actividades más «estratégicas» (por ejemplo, es más probable que eventos inesperados o simplemente tácticos «suban» al consejo).

El uso de los mecanismos formales a su alcance (como las convocatorias del consejo) puede ayudar a mantener este balance en la actividad, tanto en la forma de un contenido predefinido (por ejemplo, agendas estructuradas o planificadas que incluyan prioridades fiduciarias, tácticas junto con aquellas de corte más estratégico: posición competitiva, cartera de negocios, talento, riesgos, etcétera) como a través del fortalecimiento de calendarios, procedimientos y prácticas estables que ofrezcan disponibilidad de tiempo para todos los puntos anteriores, incluidos los relativos a la autoevaluación del consejo.

Por otra parte, el proceso interno es fundamental. Algunos cambios en su funcionamiento (por ejemplo, el reforzamiento del rol del *lead director*) pueden ser una opción para mantener las dinámicas adecuadas en los consejos durante la crisis. Los actores clave en la ordenación de estas dinámicas (además del presidente o el CEO) suelen ser el secretario del consejo o el *lead director* que, en lo posible, deben (sobre todo este último) constituir un contrapeso real de los consejeros ejecutivos (particularmente del CEO/presidente) y de los propietarios. En otras palabras, reforzar una figura independiente que «agite» el consejo, promueva el mejor uso de las capacidades disponibles en el equipo y estimule el foco en determinadas tareas (como las estratégicas) puede ayudar a la efectividad del propio CEO/presidente y del consejo durante la crisis.

En principio, además de la supresión de las visiones parciales («de facción»), de las que ya se habló y que son más frecuentes durante la crisis, el aspecto clave que debe protegerse en estas dinámicas internas es la independencia (que se ve más afectada por la presión de la crisis). Al tiempo, es conveniente recordar que una independencia «extrema» (es decir, una no vinculación cercana al negocio) pudiera también significar una gran «distancia» con la realidad, lo que se ha sugerido que pudiera estar detrás de la intensidad de la crisis; por ejemplo, cuando los asuntos bajo escrutinio son muy técnicos y alejados del conjunto del conocimiento de los consejeros (Davies, 2010).

Por tanto, no se debiera perder el foco táctico (es decir, el seguimiento de las operaciones) del consejo a lo largo del tiempo, mientras se mantiene la visión estratégica. Esto implica mejoras en otros ámbitos, como el de la calidad de la información a consejeros: más información prospectiva, analítica y de futuro, no solo información histórica, como aún es habitual en muchos consejos.

(f) Otras medidas para el desarrollo de la efectividad del consejo durante la crisis

Existe otro conjunto de aspectos institucionales (por ejemplo, los códigos y las regulaciones específicas de gobierno corporativo en prácticas tales como diversidad, compensación, etcétera) que pueden jugar un papel clave en la minoración de los efectos perversos de futuras crisis sobre la toma de decisiones.

Es previsible, además, que en el futuro se produzcan fenómenos de isomorfismo (homogeneización de formas de hacer entre países y empresas en las prácticas de gobierno corporativo); por ejemplo, una mayor separación de roles entre presidente y CEO, un peso creciente de los consejeros independientes y la existencia de modelos más sistemáticos y formales de evaluación de consejos y consejeros.

Por otra parte, otros actores institucionales tales como la propia comunidad de ejecutivos y consejeros (a menudo fuertemente interconectada) y otros actores como la academia y las escuelas de negocios jugarán previsiblemente un rol relevante en el análisis del impacto de esta crisis en la efectividad de los procesos de toma de decisiones (Lavín y Mazza, 2014) y en el desarrollo de nuevas prácticas de gestión y gobierno corporativo que ayuden a reducir el efecto de futuras crisis en la calidad de la toma de decisiones.

7 Bibliografía

Allison, Graham y Phillip Zelikow (1999). *Essence of Decision: Explaining the Cuban Missile Crisis*. 2.^a ed. Nueva York, Longman.

Banco de España (2011). «Evolución reciente de la economía española». Boletín Económico, diciembre, p. 28.

Banerjee, A. V. (1992). «A simple mode of herd behavior». *Quarterly Journal of Economics*, 107(3), pp. 797-817.

Baum, J. Robert y Stefan Wally (2003). «Strategic decision speed and firm performance». *Strategic Management Journal*, n.º 24, pp. 1107-1129.

Blau, Peter (1955). *The Dynamics of Bureaucracy: A Study of Interpersonal Relationships in Two Government Agencies*. Chicago, University of Chicago Press.

Bourgeois, L. J. y K. M. Eisenhardt (1998). «Strategic decision processes in high velocity environments: Four cases in the microcomputer industry». *Management Science*, n.º 34, pp. 816-835.

Cohen, Michael, James March y Johan Olsen (1972). «A garbage can model of organizational choice». *Administrative Science Quarterly*, 17(1), pp. 1-25.

Davies, H. (2010). *The Financial Crisis: Who Is To Blame?* Cambridge, Polity Press.

Dobbin, Frank y Jiwook Jung (2010). «The misapplication of Mr. Michael Jensen: How agency theory brought down the economy and why it might again». *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*, 30B, pp. 29-64.

Donaldson, Gordon (1995). «New tool for boards: The strategic audit». *Harvard Business Review*, 1 de julio.

Driskell, James E. y Eduardo Salas (1991). «Group decision making under stress». *Journal of Applied Psychology*, 76(3), pp. 473-478.

Erez, M. y F. Kanfer (1983). «The role of goal acceptance in goal-setting and task performance». *Academy of Management Review*, vol. 8, pp. 454-463.

Frigo, Mark L. (2009). «Strategic risk assessment: The new core competency». *Balanced Scorecard Report*, 11, n.º 1, enero-febrero.

Gladstein, Deborah L. y Nora P. Reilly (1985). «Group decision making under threat: The tycoon game». *Academy of Management Journal*, 28(3), pp. 613-627.

Glaser, Barney y Anselm Strauss (1967). *The discovery of grounded theory*. Nueva York, Aldine de Gruyter.

Goulding, C. (1998). «Grounded theory: The missing methodology on the interpretivist agenda». *Qualitative Market Research: An International Journal*, 1 (1), pp. 50-57

Haleblian, J. y Sydney Finkelstein (1993). «Top management team size, CEO dominance and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion». *Academy of Management Journal*, 36(4), pp. 844-863.

Hambrick, D. y A. Pettigrew. «Upper echelons: Donald Hambrick on executives and strategy». *Academy of Management Executive*, 2001, 15(3), pp. 36-44.

Hambrick, D. C. «Upper echelons theory: An update». *Academy of Management Review*, 2007, 32(2), pp. 334-343.

Hambrick, D. C. y P. Mason (1984). «Upper echelons: The organizations as a reflection of its top managers». *Academy of Management Review*, 9, pp. 193-206.

Harshbarger, D. (1971). «An investigation of a structural model of small group problem solving». *Human Relations*, pp. 43-63.

Hayward, M. L. A., V. P. Rindova y T. G. Pollock (2004). «Believing one's own press: The causes and consequences of CEO celebrity». *Strategic Management Journal*, 7 de enero, vol. 25(7), pp. 637-653.

Hillman, A. J., Albert A. Cannella Jr. y R. L. Paetzold (2000). «The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change». *Journal of Management Studies*, vol. 37, 2, pp. 235-256.

- Hillman, A. y T. Dalziel (2003). «Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives», *Academy of Management Review*, vol. 28, pp. 383-396.
- Jensen, M. C. (1986). «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Johnson, J. L., C. M. Daily y A. E. Ellstrand. «Boards of directors: A review and research agenda». *Journal of Management*, 1996, 22, pp. 409-438.
- Judge, W. y Carl P. Zeithaml (1992). «Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process». *Academy of Management Journal*, 35(4), pp. 766-794.
- Kupperman, R., R. Wilcox y H. A. Smith (1975). «Crisis management: Some opportunities». *Science*, 187(4175), pp. 404-410.
- Laverty, K. J. (1996). «Economic “short-termism”: The debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research». *Academy of Management Review*, 21 (3), pp. 825-860.
- Lavín Fernández, A. y C. Mazza (2014). *Boards under crisis: Board action under pressure*. IE Business Publishing Series, Palgrave Macmillan.
- Locke, K. (2001). *Grounded Theory in Management Research*. Londres, Sage.
- Marginson, D. y L. McAulay (2008). «Exploring the debate on short-termism: A theoretical and empirical analysis». *Strategic Management Journal*, 29(3), pp. 273-292.
- Martin, R. L. (2001). *Fixing the Game*. Harvard Business School Press.
- Mayer, R. C. y M. B. Gavin (2005). «Trust in management and performance: Who minds the shop while the employees watch the boss?». *Academy of Management Journal*, 48, pp. 874-888.
- Casal, C. y C. Caspar (2014). «Building a forward looking board». *McKinsey Quarterly*, febrero.
- McDonald, Michael, James D. Westphal y Melissa E. Graebner (2008). «What do they know. The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance». *Strategic Management Journal*, 29, pp. 1155-1177.
- Mitroff, I. I., P. Shrivastava y F. E. Udwadia (1987). «Effective crisis management». *The Academy of Management Executive*, 1(4), pp. 283-292.
- Mizruchi, Mark S. (1996). «What do interlocks do? an analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates». *Annual Review of Sociology*, 22, pp. 271-298.

- Ocasio, William (1995). «The enactment of economic adversity: A reconciliation of theories of failure-induced change and threat rigidity». *Research in Organizational Behavior*, 17, pp. 287-331.
- Pfeffer, Jeffrey (1978). *Organizational Design*. Arlington Heights, Harlan Davidson.
- Pissarides, C. (2011). «The future of employment in Europe». *Public Speech*, Fundación Rafael del Pino, octubre.
- PwC (2011). *Consejos de Administración de Empresas Cotizadas, España*. Junio.
- Simon, Herbert A. (1945). *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organizations*. Free Press, Simon & Schuster, 1997, 4.^a ed.
- Smart, C. y I. Vertinsky (1984). «Strategy and the environment: A study of corporate responses to crisis». *Strategic Management Journal*, 5, pp. 199-213.
- Starbuck, W. y B. L. T. Hedberg (1977). «Saving an organization from stagnating environment». En H. Thorelli (ed.), *Strategy + structure = performance*, Bloomington, Indiana University Press, pp. 249-258.
- Staw, B. M., L. E. Sandelands y J. E. Dutton (1981). «Threat-rigidity effects in organizational behavior: A multi-level analysis». *Administrative Science Quarterly*, 26, pp. 501-524.
- Trochim, William M. K. y James P. Donnelly (2007). *The Research Methods Knowledge Base*. Mason (Ohio), 3.^a ed.
- Trull, Samuel G. (1966). «Some factors involved in determining total decision success». *Management Science*, 12(6), pp. 270-280.
- Tversky, A. y D. Kahneman (1974). «Judgment under uncertainty: heuristics and biases». *Science*, 185, pp. 1124-1131.
- Useem, M., J. Cook y L. Sutton (2005). «Developing leaders for decision making under stress: Wildland firefighters in the South Canyon fire and its aftermath». *Academy of Management Learning & Education*, 4(4), pp. 461-485.
- Webb, E. (1994). «Trust and Crisis». En R. Kramer y T. Tyler, *Trust in Organizations*. Newbury Park, Sage.
- Weick, Karl E. (1969). *The Social Psychology of Organizing*. Nueva York, Random, 1979, 2.^a ed.
- Weick, Karl. E. (1988). «Enacted sensemaking in crisis situation». *Journal of Management Studies*, 25 (4), pp. 305-317
- Weick, Karl. E. (1990). «The vulnerable system: An analysis of the Tenerife air disaster». *Journal of Management*, 16(3), pp. 571-593.

Weick, Karl E. (1993). «The collapse of sensemaking in organizations: The Mann Gulch disaster». *Administrative Science Quarterly*, 38, pp. 628-652.

Westphal, J. D. e I. Stern (2006). «The other pathway to the boardroom: How interpersonal influence behavior can substitute for elite credentials and demographic majority status in gaining access to board appointments». *Administrative Science Quarterly*, 51, pp. 169-204.

Westphal, J. D. e I. Stern (2007). «Flattery will get you everywhere (especially if you are a male Caucasian): How ingratiation, boardroom behavior, and demographic minority status affect additional board appointments at U.S. companies». *Academy of Management Journal*, 50, pp. 267-288.

Westphal, J. D. y E. J. Zajac (1994). «Substance and symbolism in CEOs' long-term incentive plans». *Administrative Science Quarterly*, 39, pp. 367-390.

Westphal, J. D. y E. J. Zajac (1998). «Symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions». *Administrative Science Quarterly*, 43(1), pp. 127-153.

Westphal, J. D. y E. J. Zajac (2001). «Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs». *Administrative Science Quarterly*, 46(2), pp. 202-255.

Williamson, Oliver E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-trust Implications. A Study in the Economics of Internal Organization*. Nueva York, Free Press.

Zahra, S. A. y J. A. Pearce (1989). «Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model». *Journal of Management*, 15, pp. 291-334.

Zajac, Edward y J. D. Westphal (1995). «Accounting for the explanations of CEO compensation: Substance and symbolism». *Administrative Science Quarterly*, 40(2), pp. 283-308.

Regímenes de transparencia obligatoria en el mercado secundario de deuda especulativa

María del Rosario Martín Martín

1 Introducción

Tras la crisis bancaria, con una disponibilidad de crédito reducida, las empresas se están volviendo cada vez más hacia el mercado de deuda. El crecimiento de este mercado apunta a un cambio estructural en los esquemas de financiación empresarial, incluso en áreas económicas tradicionalmente dependientes de la banca, como Europa.

Este acercamiento de las empresas a los mercados se ve favorecido por la buena acogida de las nuevas emisiones entre los inversores que, después de varios años en los que la seguridad ha sido la prioridad en sus estrategias de inversión, ahora comienzan a buscar activos que les proporcionen mayores rentabilidades. Las expectativas de mantenimiento prolongado de los bajos tipos de interés actuales han acentuado la prevalencia de las estrategias de búsqueda de rentabilidad que se observa en los mercados.

De esta confluencia de intereses entre emisores e inversores se han beneficiado los mercados de deuda, que han experimentado un notable crecimiento durante los últimos años. La expansión no solo afecta a las emisiones que reciben una calificación crediticia dentro del denominado grado de inversión (calificaciones comprendidas entre AAA y BBB-), sino también las calificadas como deuda especulativa o de alta rentabilidad (calificación por debajo de BBB- y emisiones no calificadas).

Aunque ambos segmentos están experimentando notables aumentos, es más relevante el de la deuda especulativa, a pesar del riesgo inherente a este tipo de valores. De acuerdo con los datos publicados por la Association for Financial Markets in Europe (AFME), que representa a una parte significativa de la industria financiera especializada en los mercados de renta fija, las emisiones de valores de alta rentabilidad en Europa pasaron de los 44,6 millardos de euros en el año 2010 a 105,7 millardos en 2013, lo que representa un crecimiento del 137% en tan solo tres años.

Los bonos de alta rentabilidad, que hasta hace poco eran adquiridos únicamente por inversores especializados en exposiciones a valores de alto riesgo como los *hedge funds*, comienzan a estar presentes en las carteras de inversores mucho más conservadores, como fondos de pensiones o compañías aseguradoras. Entre los beneficios que los gestores de carteras esgrimen para defender la toma de posiciones en deuda especulativa están la obtención de rendimientos, la diversificación de las carteras y la cobertura que supone este tipo de activo ante posibles subidas del tipo de interés o de la inflación. A pesar de estos aspectos positivos, algunos expertos advierten que los inversores podrían estar infravalorando el riesgo de estos valores.

Uno de esos riesgos es su limitada liquidez en los mercados secundarios. Los bonos de alta rentabilidad se negocian, principalmente, mediante contactos bilaterales en

los mercados denominados *over the counter* (OTC). En general, los OTC proporcionan poca información sobre las transacciones cruzadas, a diferencia de lo que ocurre en otros mercados más transparentes, como los de renta variable, donde se proporciona información previa a la negociación (mejores precios de compra y venta) y posterior (precios y volúmenes cruzados), lo que contribuye a la formación de precios en operaciones futuras y facilita a los inversores la valoración de sus carteras.

Los mercados secundarios que son opacos y poco líquidos se muestran muy sensibles a los cambios y, por lo tanto, los inversores están expuestos a mayores niveles de volatilidad en escenarios inciertos o adversos. Así, por ejemplo, el anuncio por parte de la Reserva Federal estadounidense de la retirada de los programas de estímulo a la economía a mediados del año pasado provocó una brusca caída de los precios de los bonos en los mercados secundarios, obligando a muchos inversores a provisionar los valores que mantenían en sus carteras y a replantearse su estrategia dentro de este mercado.

La introducción de normas de transparencia obligatorias es uno de los mecanismos que los reguladores están utilizando para proporcionar mayor transparencia a las actuaciones en estos mercados y, de este modo, aumentar su actividad, mejorar la formación de los precios y permitir una valoración ajustada de los productos financieros. En Estados Unidos existe un marco normativo desde 2002; y en la Unión Europea, tras un largo proceso de elaboración, ya ha sido asumido en la reforma de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID, por sus siglas en inglés), aprobada el pasado mes de mayo.

Sin embargo, no todos los agentes económicos coinciden en que una mayor información implique necesariamente efectos positivos en el funcionamiento de determinados mercados, y algunos señalan que, en todo caso, los marcos de transparencia prenegociación y posnegociación deberían variar en función de los tipos de valores.

Este trabajo aborda los posibles efectos de la transparencia obligatoria en la negociación de los bonos de alta rentabilidad. El apartado 2 muestra la evolución del mercado de deuda especulativa en los últimos años. El 3 revisa las principales características de los mercados secundarios de este instrumento, comparándolas con las de otros mercados, especialmente los de renta variable, y resalta algunos patrones de comportamiento en materia de rentabilidad, volatilidad y correlación con otros activos financieros. El apartado 4 se adentra en el debate sobre los efectos de la introducción de un marco obligatorio de transparencia, revisando los resultados de los trabajos empíricos realizados, los cambios incluidos en la revisión de la MiFID, las alegaciones de la industria durante el proceso de discusión de esta reforma y la experiencia real, la única disponible hasta ahora, del mercado estadounidense. El último apartado está dedicado a las conclusiones.

2 El dinamismo del mercado primario

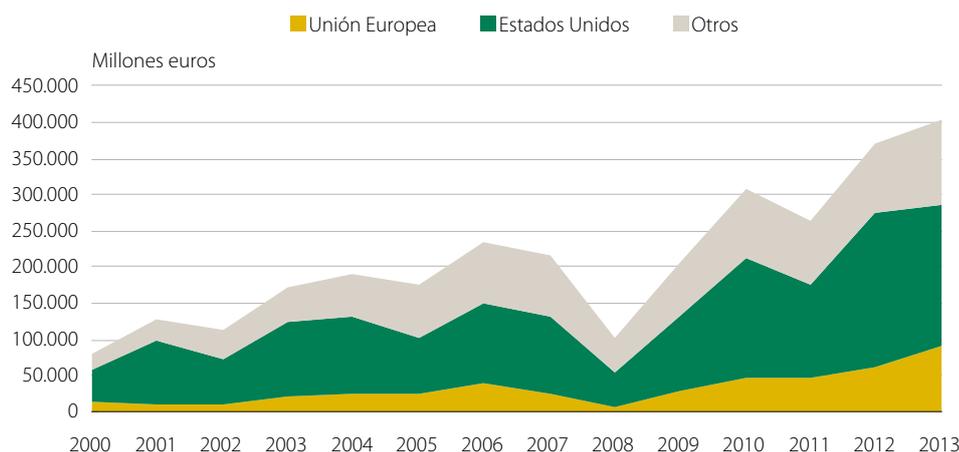
Las emisiones de bonos de alta rentabilidad no han dejado de crecer durante los últimos años a pesar de su riesgo inherente, como ya se ha dicho. Entre los años 2009 y 2013, el importe emitido se ha duplicado, pasando de 201.848 millones de euros a

402.779 millones. Durante el primer semestre de 2014, las emisiones alcanzaron los 226.593 millones de euros, cifra semejante a la registrada en el mismo periodo del año anterior.

El mercado más relevante fue el estadounidense, que en 2013 generó el 48,8% del total (ver gráfico 1). Aun así, el segmento de alta rentabilidad sigue siendo relativamente pequeño: el año pasado representó el 13% de toda la renta fija emitida.

Emisión de bonos de alta rentabilidad: 2000-2013

GRÁFICO 1



Fuente: Dealogic.

La expansión de los mercados de deuda, en general, y del segmento de alta rentabilidad, en particular, guarda una estrecha relación con la reestructuración de la deuda de las empresas, asociada a su vez a la restricción del crédito bancario¹.

El proceso de reestructuración de la deuda se ha visto favorecido por la buena acogida que estos valores están teniendo entre los inversores, quienes, una vez pasados los episodios de volatilidad e incertidumbre que los llevaron a refugiarse en valores considerados seguros, buscan ahora una mayor rentabilidad en sus inversiones, aunque ello suponga tomar posiciones con mayor riesgo. El pasado mes de julio, los tipos de interés de las emisiones a cinco años de deuda soberana alemana y española se situaron en el 0,3% y el 1,6% respectivamente; en cambio, el tipo medio ponderado fijado para nuevos bonos europeos de alto rendimiento en el primer trimestre de 2014 fue del 4,5%. Así pues, en un entorno de bajos tipos de interés como el actual, los bonos de alto riesgo se posicionan como una alternativa muy interesante para los inversores.

La presión de la demanda está permitiendo a los emisores rebajar el tipo de interés pagado, como lo demuestra el hecho de que el tipo de interés medio de las emisiones en Europa se redujera un punto porcentual en el último año². Otro de los factores que

1 En concreto, S&P señala que el 31% de las emisiones de bonos de alta rentabilidad realizadas en 2014 se destinaron a la refinanciación de emisiones vencidas, el 10% a la refinanciación de préstamos y el 12% a otro tipo de refinanciaciones. Véase S&P Capital IQ/LCD, disponibles en <http://www.highyieldbond.com/primer/#!the-leveraged-loan-investor-market>

2 Fitch Ratings (2014), *European High-Yield Chart Book*, febrero de 2014.

está favoreciendo el descenso de los tipos de interés es el bajo nivel de impago que la deuda especulativa viene registrando desde 2009; en concreto, en 2013 los bonos europeos registraron una tasa de impago del 3,3% y los estadounidenses, del 2,12%.

También se observa una disminución de las garantías y del alcance de las cláusulas que restringen la actuación del deudor (*covenants*). Así, por ejemplo, algunas emisiones en Estados Unidos han suprimido la cláusula de intervención de la banca en caso de deterioro de la posición financiera del emisor, y permiten la recompra de acciones o incorporan cláusulas de pago de los cupones o del principal, en metálico o en títulos, al arbitrio del emisor³. El resultado es un aumento de las emisiones calificadas por debajo de BB. En el mercado europeo, estas emisiones pasaron de representar el 29% del total en bonos de alta rentabilidad en 2012 al 37% en 2013; en Estados Unidos, pasaron del 42,7% en abril de 2013 al 56,5% en abril de 2014.

Algunos expertos⁴ sugieren que los inversores, presionados para elevar las rentabilidades de sus carteras, podrían estar infravalorando el riesgo inherente a estos valores. Si fuera así, de no cumplirse sus expectativas, expondrían a los inversores a notables pérdidas en el futuro, que podrían producirse tanto si se mantienen los valores en el balance (pérdidas potenciales por impagos de cupón o principal) como si se venden en el mercado secundario (incremento potencial de la prima de riesgo requerida por los compradores).

El riesgo de pérdidas podría verse amplificado por la escasa transparencia de la negociación en los mercados OTC, donde se concentra el grueso de las transacciones en el mercado secundario de la deuda especulativa, así como por la reducida liquidez que en general presentan estos valores. Cabe recordar que estos dos factores, junto con un ejercicio deficiente de las prácticas de «diligencia debida» (*due diligence*) por parte de los inversores, jugaron un papel relevante en el colapso de los mercados mayoristas tras el estallido de la crisis financiera en 2007. Algunos de los mercados afectados, especialmente el de bonos de titulización, aún no se han recuperado. Aunque el mercado de deuda especulativa está muy lejos del tamaño alcanzado por la titulización en sus mejores momentos⁵, algunos expertos reclaman atención hacia este segmento, señalando la existencia de un cierto recalentamiento en el mismo⁶.

3 En España también se ha observado una reducción en el alcance de los *covenants* en algunos casos. Así, por ejemplo, en una emisión de bonos que ACS realizó en octubre del año pasado se contempla una opción de canje anticipado por acciones de Iberdrola en favor de los inversores. Sin embargo, el emisor se ha reservado el derecho a entregar acciones, efectivo o una combinación de ambos en el caso de que dicha opción se ejercite.

4 El Banco Internacional de Pagos, en su *Quarterly Review* de diciembre de 2012, refiriéndose a algunos segmentos de la deuda corporativa, señalaba que algunos activos parecían estar sobrevalorados en relación a su riesgo. El Fondo Monetario Internacional, por su parte, en el *Global Stability Report* de abril de este año, señala que la proporción de bonos de alta rentabilidad con menores estándares de calidad había aumentado y que ello podría contribuir a mayores índices de impago y menores niveles de recuperación si el ciclo económico cambiaba.

5 La emisión de valores de titulización, sin considerar las emisiones de las agencias hipotecarias gubernamentales estadounidenses, representó el 55% de las emisiones de renta fija a largo plazo en el año 2005. Fuente: Dealogic.

6 Ver Fitch Ratings (2012), «The Bond Bubble: Risks and Mitigants», disponible en http://www.sifma.org/uploadedfiles/for_members/thought_leader_library/2012/fitch-bond-bubble.pdf?n=34035

3 El mercado secundario

Antes de considerar los posibles efectos de un régimen de transparencia obligatoria en los mercados secundarios de bonos de alto rendimiento, conviene resaltar las marcadas diferencias entre estos y la negociación de otros valores, como la renta variable, que están sometidos a dicho régimen desde hace mucho tiempo. En esta sección se destacarán, en primer lugar, las diferencias más importantes y se describirán, en segundo lugar, algunos patrones que sigue el comportamiento de los bonos de alto rendimiento en el mercado secundario, tanto en materia de rendimiento como de volatilidad y correlación con otros activos.

Las peculiaridades del mercado

La negociación de la renta variable se concentra en las bolsas de valores o en mercados organizados concretos. De hecho, en 2013, un solo mercado, la bolsa de Nueva York, supuso el 28% de la capitalización bursátil mundial, mientras las diez principales plazas del mundo representaban el 74%. La renta fija, por el contrario, no se desarrolla en escenarios tan concentrados, puesto que gran parte de las transacciones siguen realizándose a través de contactos bilaterales en mercados OTC. En concreto, se estima que el 90% del volumen negociado en el mercado estadounidense de bonos se realiza a través de contactos directos entre inversores profesionales que actúan por cuenta propia, o entre intermediarios financieros que operan en representación de sus clientes.

La negociación bilateral de renta fija puede desarrollarse a través de una amplia variedad de soportes, que van desde el teléfono a las plataformas de negociación electrónicas, pasando por los portales individuales pertenecientes a casas de negociación en los que se solicitan precios de compraventa. De acuerdo con una encuesta llevada a cabo en 2012 por la AFME entre inversores institucionales, el 35% de las operaciones efectuadas en el mercado secundario con valores de renta fija se realizaban a través de medios electrónicos, y el resto, mediante contactos telefónicos.

La renta variable, por su parte, se negocia principalmente a través de sistemas electrónicos, bajo el modelo del libro de órdenes. Los participantes en el mercado introducen de forma anónima sus órdenes de compra o venta en dicho libro, normalmente con ciertos límites, y el sistema informático las casa entre sí de acuerdo con un determinado protocolo.

La negociación electrónica basada en el libro de órdenes también se emplea en algunos sistemas de negociación de renta fija especialmente dirigidos a inversores minoristas, como el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) que opera Bolsas y Mercados Españoles (BME). En este caso, es frecuente que los valores negociados cuenten con proveedores de liquidez, es decir, con intermediarios que están obligados a proporcionar volúmenes mínimos de contrapartida a lo largo de una sesión. Sin embargo, el peso específico del segmento minorista en los mercados secundarios de bonos es residual, puesto que estos mercados están sobre todo enfocados hacia los intercambios entre agentes institucionales.

La preponderancia de la negociación mayorista contribuye a que en los mercados secundarios de renta fija se produzcan muchas menos operaciones que en los de renta variable, pero de mayor tamaño⁷. Así, mientras que el tamaño medio de la negociación de acciones en las bolsas estuvo en torno a los 6.520 euros durante el año 2013⁸, el grueso de la contratación en los mercados europeos de renta fija consistió en transacciones de un tamaño medio, que oscilaba entre uno a dos millones de euros, registrándose muchas por encima de los cinco millones de euros⁹.

La diferencia con el mercado de renta variable se acentúa cuando se considera el segmento de los bonos de alta rentabilidad, como se desprende, por ejemplo, de los datos suministrados por los inversores a través del mecanismo de reporte obligatorio TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine) vigente en Estados Unidos, cuyas características se comentarán más adelante. Si bien es cierto que en este segmento hay un número relevante de operaciones relativamente pequeñas, que obedecen a la práctica habitual entre los creadores de mercado de trocear sus inventarios de valores para dar respuesta a las peticiones realizadas por sus clientes¹⁰, el segmento de contratación más importante es el de operaciones con un importe que oscila entre uno y veinticinco millones de dólares. La frecuencia de negociación constituye otro rasgo diferencial en comparación con la renta variable: es mucho menor en los mercados secundarios de renta fija. Así, por ejemplo, un informe realizado por TABB Group en 2012 para la AFME¹¹ incluye una comparación entre la negociación renta fija y renta variable para cinco de las empresas europeas más activas en los mercados financieros¹². Los resultados obtenidos mostraban que, entre el último trimestre de 2011 y el primero de 2012, el número de operaciones que se realizaron con acciones de estas compañías era 167 veces mayor que el de operaciones efectuadas con valores de deuda. En un caso concreto relativo a un gran emisor, Deutsche Telekom, por cada operación con uno de sus bonos se cruzaban 3.500 operaciones con acciones.

¿Cómo se compara la frecuencia de negociación de los bonos de alta rentabilidad con la de otros valores de renta fija? En principio, cabría pensar que los bonos de alta rentabilidad deberían negociarse menos frecuentemente que otros activos conside-

7 El tamaño de las operaciones en los mercados de renta fija también está influido por el mayor tamaño de las emisiones y el menor número de suscriptores iniciales. La dificultad para intercambiar los valores obliga a los inversores, en muchos casos, a comprar o vender sus posiciones completas de un determinado valor. Por otra parte, en cuanto al mercado de renta variable, también hay que tener en cuenta la influencia que está teniendo el crecimiento de la negociación de alta frecuencia, que se caracteriza por el lanzamiento de un gran número de órdenes de pequeña cuantía en un breve espacio de tiempo, lo que se traduce en un considerable descenso del tamaño medio de las operaciones.

8 Según los datos publicados por la World Federation of Exchanges, disponibles en http://www.world-exchanges.org/files/2013_WFE_Market_Highlights.pdf

9 Datos incluidos en el informe de la Internacional Capital Market Association (ICMA) «Economic importance of the Corporate Bond Markets», publicado en 2013 y disponible en <http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&cad=rja&ved=0CDMQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.icmagroup.org%2Fassets%2Fdocuments%2FMedia%2FBrochures%2F2013%2FCorporate-Bond-Markets-March-2013.pdf&ei=FPBkUresO8ap7QbqyoDYDg&usq=AFQjCNHau3vTKRbj0VQQWQFMwagIYPVOKw>

10 TRACE registró una media diaria de 8.550 transacciones de importe inferior a cien mil dólares en 2013.

11 TABB Group (2012), «MiFID II and Fixed-Income Price Transparency: Panacea or Problem?», disponible en <http://www.afme.eu/workarea/downloadasset.aspx?id=6165>

12 Las compañías que componían la muestra eran: France Telecom SA, Belgacom SA, Deutsche Telekom AG, Koninklijke KPN NV y Vivendi SA.

rados como menos arriesgados y cuyas emisiones, por lo general, tienen un mayor tamaño, como por ejemplo los valores de titulización o los bonos garantizados con la cartera del emisor (*covered bonds*). Sin embargo, no es necesariamente así. Como se advierte en el cuadro 1, durante el periodo que va de julio de 2010 a junio de 2011, el porcentaje de bonos de alto rendimiento negociados menos de veinte veces al mes fue claramente inferior al de dichos valores e, incluso, al correspondiente a la deuda corporativa en su conjunto.

Distribución del número de valores de renta fija con un determinado número de transacciones entre julio de 2010 y junio de 2011 CUADRO 1

Promedio mensual (%)	<20 transacciones	20-50 transacciones	50-100 transacciones	100-200 transacciones	200-400 transacciones	>400 transacciones
Deuda pública	7,6%	1,3%	7,8%	22,9%	29,9%	30,3%
Deuda corporativa	63,8%	21,1%	10,1%	4,4%	0,6%	0%
Covered Bonds	82,2%	14,3%	2,9%	0,5%	0%	0,1%
Bonos de alta rentabilidad	53,8%	32,3%	10,4%	2,5%	0,9%	0%
Titulización	99,7%	0,3%	0%	0%	0%	0%

Fuente: AFME¹³.

Entre los posibles motivos de esta diferencia, la AFME señala que los bonos de alta rentabilidad cuentan con una mayor proporción de inversores que gestionan sus carteras de manera activa, mientras que entre los compradores de otros tipos de valores suelen predominar los inversores con una perspectiva de largo plazo, más proclives a mantener la inversión hasta el vencimiento. Además, los activos con bajas calificaciones suelen circular más que los que tienen mejor calificación, ya que son más sensibles tanto a los cambios de las condiciones macroeconómicas o del mercado como a los relacionados con el propio emisor.

A pesar de la mayor rotación apreciada en los bonos de alta rentabilidad, en la actualidad muchos gestores de activos están optando por mantener estos valores en sus carteras hasta el vencimiento porque no están seguros de que puedan sustituirlos por otros de nueva emisión que, con el mismo nivel de riesgo o menor, les ofrezcan los mismos niveles de rentabilidad. Esto se debe a la disminución progresiva de los tipos de interés ofrecidos por los emisores de esta clase de deuda ante la creciente demanda de la misma.

Dentro de la deuda especulativa, los bonos con mejores calificaciones suelen negociarse con mayor frecuencia¹⁴, normalmente con un precio alrededor de la par, excepto por pequeñas fluctuaciones debidas a los movimientos de los tipos de interés.

13 AFME (2012): «An analysis of fixed income trading activity in the context of MiFID II», disponible en <http://www.afme.eu/workarea/downloadasset.aspx?id=6821>

14 En el año 2013, en Estados Unidos, el 56% de las operaciones de este segmento se realizaron con bonos calificados BB o B.

Es difícil estimar el volumen global de transacciones efectuadas con bonos de alta rentabilidad anualmente en los mercados secundarios y, por lo tanto, estudiar con suficiente rigor su evolución y los factores que lo condicionan, puesto que como se mencionaba antes no existen mercados organizados de referencia y las transacciones se realizan, en su gran mayoría, en mercados OTC.

Una de las pocas fuentes de datos disponibles es la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), una asociación de la industria de intermediación estadounidense que actúa como organización de autorregulación, reconocida por la SEC (Securities and Exchanges Commission), en el ámbito de los intermediarios y los mercados. Entre otras funciones, esta organización debe supervisar el cumplimiento de las obligaciones de transparencia previstas en el sistema operativo TRACE mencionado anteriormente. De acuerdo con los datos publicados por la FINRA, durante 2013 el volumen medio de negociación diario ascendió a 9.791 millones de dólares, un 13% más que el año anterior. Si tomamos en consideración una media de 251 días hábiles de negociación, el volumen diario se situó en dicho ejercicio en torno a 2,5 billones de dólares¹⁵.

La tendencia alcista de los precios

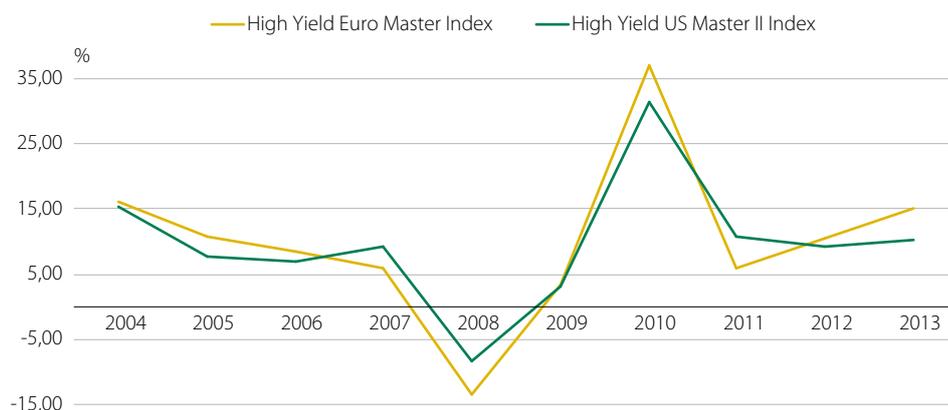
Una buena aproximación para conocer la evolución del mercado secundario de bonos de alta rentabilidad es analizar el comportamiento de alguno de los índices más relevantes que se toman como referencia en este segmento. En concreto, a lo largo de este apartado se utilizarán los índices siguientes, elaborados por Bank of America-Merrill Lynch: el High Yield U. S. Master II Index, que replica el comportamiento de deuda corporativa con calificación especulativa, emitida en dólares, en Estados Unidos; su homólogo para el mercado europeo, el High Yield Euro Master Index, y el índice US Corporate Master Index, que refleja el comportamiento de la deuda corporativa emitida en Estados Unidos con calificaciones por encima del grado de inversión.

En general, se aprecia una tendencia ascendente en el valor de mercado de los bonos de alta rentabilidad durante los últimos diez años (véase gráfico 2), con la excepción principal del año 2008. En un entorno de bajos tipos de interés y en condiciones de mercado estable, el atractivo que supone este tipo de valor para los inversores que buscan aumentar sus rentabilidades, aun a costa de aceptar mayores niveles de riesgo, eleva los precios en el mercado. En 2008, a causa de la incertidumbre que reinaba en los mercados financieros, los precios de los bonos experimentaron una importante caída, del 8,3% en el mercado estadounidense y del 13,5% en el europeo, debido principalmente a la sustitución, por parte de muchos inversores, de este tipo de productos por otros considerados más seguros. Sin embargo, a diferencia de otros mercados, el de bonos de alta rentabilidad comenzó a recuperarse en el año 2009 y los precios han mantenido hasta ahora una tendencia al alza.

15 Estos datos no incluyen las transacciones de renta fija convertible ni las asignaciones efectuadas en el mercado primario y vendidas el primer día de negociación por un único suscriptor o por los coordinadores globales de una colocación.

Evolución del rendimiento de los índices europeos y estadounidenses de bonos de alta rentabilidad

GRÁFICO 2



Fuente: Bank of America-Merrill Lynch.

Hay que reseñar que el mercado europeo está anotando en los últimos años unos retornos superiores al estadounidense. Así, en 2012 el rendimiento medio del índice europeo fue del 11%, frente al 9% registrado al otro lado del Atlántico, y desde el año 2009 acumula un crecimiento del 84,3%, frente al 75,4% de su homólogo americano.

Entre las razones que podrían explicar el creciente atractivo del mercado europeo figura el descenso de la tasa de impago durante los últimos meses (aunque en 2013 era todavía mayor que la estadounidense: 3,33% frente al 2,12%¹⁶), junto con la mayor rentabilidad ofrecida (en 2013, una prima de riesgo de 570 puntos básicos respecto a la deuda soberana, frente a 493 puntos básicos en Estados Unidos). El precio efectivo de los bonos europeos en el mercado es, además, inferior, por lo que existe un mayor margen de apreciación del capital antes de que el emisor pueda ejecutar la opción de compra anticipada que suele estar incorporada en estos valores.

Volatilidad y correlación con los rendimientos de otros activos

La rentabilidad global de la deuda especulativa viene dada por dos componentes: el cupón que reciben los inversores y el precio fijado en el mercado. La mayor remuneración ofrecida por este tipo de valores le proporciona un colchón ante las fluctuaciones de los mercados y, en consecuencia, permite a la deuda especulativa anotar menores niveles de volatilidad que los de la deuda con calificación de inversión en un escenario de funcionamiento normal de los mercados.

Asimismo, el precio en el mercado de esta deuda se muestra menos sensible a los movimientos del tipo de interés. El motivo radica en que el cupón ofrecido por estos valores se determina a partir del tipo de interés real sin riesgo más una prima que depende del

16 Tasas de impagos correspondientes al año 2013, publicadas por Standard&Poors en su informe «2013 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions», disponible en https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1279609&SctArtId=222966&from=CM&nsl_cod e=LIME&sourceObjectId=8509688&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20240319-20:08:30

riesgo de crédito del emisor y la inflación esperada, entre otros factores. El peso de la prima de riesgo en el conjunto del cupón pagado por estas entidades es superior al del tipo de interés libre de riesgo de referencia utilizado y, por lo tanto, el precio de mercado se verá menos afectado por las decisiones de política monetaria que otra deuda de mayor calidad crediticia, para la que ese componente es más importante en su remuneración.

El gráfico 3 permite observar esos factores. Durante los periodos de mayor estabilidad de los mercados financieros, hasta 2007 y a partir de 2010, los bonos de alta rentabilidad estadounidenses registraron una volatilidad inferior a la de la renta fija con mayor calidad crediticia, entre el 1,5% y el 4,5%, lo cual supone en torno a un punto porcentual menos que el resto de la deuda corporativa.

En contraste, entre 2007 y 2009, la deuda especulativa anotó mayores niveles de volatilidad que el resto de la deuda corporativa, debido a que los inversores abandonaron en mayor medida este tipo de inversiones consideradas arriesgadas para refugiarse en valores seguros, como la deuda soberana de determinados países. En concreto, la volatilidad de la deuda especulativa estadounidense llegó a alcanzar el 10,8%, mientras que el resto no superó el 8%.

Volatilidad de los bonos de alta rentabilidad y de los bonos corporativos en su conjunto

GRÁFICO 3



Nota: La volatilidad se ha calculado como la desviación estándar de los rendimientos diarios del índice, anualizada según los días efectivos de negociación del mismo.

Fuente: Bank of America-Merrill Lynch y elaboración propia.

Actualmente los inversores están recorriendo el camino contrario, desde la deuda pública hacia los bonos de alta rentabilidad, en busca de mayores rentabilidades para sus carteras y de una diversificación de los productos financieros en sus balances adecuada a las actuales condiciones económicas y financieras.

Una de las medidas estadísticas más consideradas por los inversores para valorar la idoneidad de la composición de una cartera de inversiones es la correlación existente entre los valores que la forman¹⁷. Cuanto menos correlacionados estén los activos de una cartera más efectiva será la reducción del riesgo de incurrir en pérdidas y mayor el beneficio que se puede llegar a obtener de la diversificación. Las correlacio-

17 La correlación mide la relación entre dos activos financieros y el grado de dependencia entre los mismos.

nes entre activos financieros cambian ante los movimientos empresariales o las variaciones de la situación económica y financiera.

Numerosos estudios han analizado la correlación de los bonos de alta rentabilidad con otros activos durante diferentes periodos económicos¹⁸. En ellos se ha constatado que los bonos de alta rentabilidad están correlacionados de forma significativa con el resto de la deuda corporativa. Asimismo, han mostrado una correlación positiva y significativa con la renta variable, incluso a veces mayor que la obtenida para la deuda con grado de inversión, pero solo durante los años de mayor estabilidad. Ello es debido a que la deuda especulativa es más dependiente de la evolución de la compañía que la renta fija de mayor calidad, al igual que ocurre con las acciones.

Sin embargo, en periodos de incertidumbre, como el comprendido entre 2008 y 2011, la vinculación entre ambos tipos de valores es mucho menor y se observa que el comportamiento en el mercado de estos dos grupos de valores difiere claramente. Durante esos años la deuda especulativa perdió menos valor que las acciones y se recuperó antes. Un factor clave que explica en gran medida esta evolución dispar estriba en que los bonos de alta rentabilidad siguieron proporcionando a los inversores rentabilidad a través de los pagos periódicos del cupón, mientras que las acciones, además de la caída de su precio, suspendieron en muchos casos el reparto de dividendos para asegurar un volumen de tesorería suficiente a la compañía en un entorno de mayor dificultad en el acceso a la financiación externa, especialmente la bancaria.

La correlación entre la deuda especulativa y la deuda pública es menor, en comparación con los otros dos grupos de activos financieros, aunque en los últimos años se advierte un alto grado de sustitución entre estos activos dentro de las carteras de los inversores. Así, entre 2008 y 2010, el desplazamiento de las inversiones hacia valores considerados seguros en un momento de elevada incertidumbre sobre la economía y las instituciones financieras provocó un aumento en los precios de la deuda pública y un descenso en los de la deuda especulativa. A partir del año 2011 se ha invertido la situación: los bajos tipos de interés de los activos seguros en un contexto de menor percepción de riesgo están llevando a los inversores a deshacer sus posiciones en deuda pública y sustituirla por bonos de alta rentabilidad.

4 El debate en torno al régimen de transparencia

Un viejo debate que se reactiva tras la crisis financiera

El debate sobre la introducción de un régimen de transparencia de la negociación en los mercados OTC no es nuevo, pero la crisis financiera lo ha relanzado con notable

18 Entre los más recientes: Tuysuz, S. (2013), «Conditional Correlations between Stock Index, Investment Grade Yield, High Yield and Commodities (Gold and Oil) during Stable and Crisis Periods», *International Journal of Economics and Finance*, vol. 5, n.º 9; Fridson, M. S. (2010), «How Research from the High-Yield Market Can Enhance Equity Analysis», disponible en <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cp.v27.n2.2>; o Reilly, F. K., D. J. Wright y J. A. Gentry (2009), «Historic changes in the high yield bond market», *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(3), pp. 65-79.

intensidad. Como se ha indicado, la mayor parte de las transacciones de bonos en el mercado secundario se realizan mediante contactos directos entre las contrapartes. En general, los participantes del mercado no disponen de información sobre los volúmenes y los precios de las transacciones realizadas (transparencia posnegociación), y la obtención de información sobre precios y volúmenes de oferta y demanda (transparencia prenegociación) puede resultar notablemente costosa.

La retirada de la liquidez en los mercados financieros tras el estallido de la crisis puede interpretarse como un fallo de funcionamiento del sistema ya que impidió a los inversores deshacer sus posiciones, redujo la disponibilidad de información y afectó a la valoración de las carteras de activos. La paralización de los mercados afectó tanto al inversor minorista como al institucional, al que se le presupone una mayor facilidad para acceder a la información y analizarla.

No puede decirse que la falta de transparencia de la negociación en los mercados secundarios haya sido la causa principal de su paralización, pero cabe preguntarse si un mejor acceso a una información de calidad podría haber contribuido a reducir la incertidumbre en la que operaban los agentes en aquellos momentos.

De hecho, en los momentos iniciales de la crisis financiera, el G-20 ya fijó como uno de sus objetivos la mejora de la transparencia de los mercados¹⁹. En concreto, se encomendaba a los organismos pertinentes introducir en la regulación las modificaciones necesarias para aumentar la transparencia de los productos financieros y asegurar que las autoridades dispusiesen de una correcta información sobre la situación de las entidades participantes en los mercados. Se pretendía, en última instancia, garantizar un nivel adecuado de supervisión prudencial por parte de los reguladores y una adecuada gestión del riesgo por parte de los partícipes. La introducción de una mayor transparencia en los mercados OTC podía ayudar a ello.

En general, hay un cierto consenso en que los requerimientos de transparencia en los mercados secundarios de renta fija pueden contribuir a disminuir los costes de transacción y a reducir los diferenciales entre precios de compra y venta. Sin embargo, no hay unanimidad sobre otros temas, como por ejemplo, si la transparencia puede contribuir a suavizar la inestabilidad de los mercados financieros o a aumentar el número de transacciones cerradas.

Entre los estudios más recientes sobre esta cuestión, destaca el realizado por el CFA Institute en 2011²⁰, en el que se identifican potenciales beneficios y costes asociados a los regímenes de transparencia obligatoria. Entre los puntos a favor, figuran el hecho de favorecer la protección al inversor y el de mejorar la eficiencia del mercado, reduciendo las asimetrías informativas entre inversores. Todo ello redundaría en una mayor participación en el mercado, en el aumento del número de valores negociados y en la reducción de los diferenciales entre los precios de compra y los de venta. Con más información, los inversores también podrían verificar con mayor facilidad si los intermediarios aplican a sus órdenes el principio de mejor ejecución.

19 Resoluciones adoptadas en las cumbres de Washington, en octubre de 2008, y Pittsburgh, en septiembre de 2009.

20 CFA Institute (2011), «An Examination of Transparency in European Bonds Markets», disponible en <http://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/ccb/Pages/ccb.v2011.n5.1.aspx>

Ese estudio resalta otros dos efectos positivos. En primer lugar, valora que la información obligatoria facilitaría la formación de precios de mercado, y por lo tanto la valoración de carteras, al tener disponibles precios de mercado de referencia; asimismo, contribuiría a que los reguladores pudieran detectar fraudes, manipulación de precios y otras actuaciones de abuso de mercado. En segundo lugar, el estudio indica que la medida favorecería la competencia entre creadores de mercado e intermediarios, incentivándolos a proporcionar los mejores precios posibles, lo cual redundaría en unos diferenciales de los precios de mercado mucho más ajustados.

Entre los efectos negativos, el CFA destaca, sobre todo, que la exposición de los creadores de mercado a la presión del resto de los partícipes desde el momento en el que tuviesen que publicar sus operaciones se traduciría en una menor predisposición a asumir posiciones por cuenta propia, drenando, en consecuencia, liquidez del sistema y aumentando el precio de las transacciones.

El potencial efecto adverso sobre los creadores de mercado constituye uno de los elementos tradicionales del debate en torno a esta cuestión, pero no todos los agentes del mercado tienen la misma opinión sobre el nivel de transparencia que sería deseable. Así se advierte, por ejemplo, en Biais et ál. (2007)²¹, un trabajo en el que se analiza la microestructura del mercado de deuda especulativa europeo a partir de una muestra de doscientos bonos. La investigación incluye una encuesta en la que se pregunta a diferentes tipos de agentes del mercado acerca de su conformidad con la información disponible en su trabajo: mientras que los de mayor tamaño se mostraban satisfechos, los pequeños eran más críticos y señalaban la existencia de una cierta opacidad.

Este trabajo concluía que, para un mercado sustentado en los contactos telefónicos entre los partícipes, la introducción de requisitos de transparencia prenegociación parecía inasumible. Sin embargo, sus conclusiones eran más moderadas con respecto a los regímenes de transparencia posnegociación, señalando que debían evitarse cambios bruscos y que, en todo caso, deberían ser consensuados con la industria.

El debate en torno a la MiFID II

El debate sobre los costes y beneficios de los regímenes de transparencia obligatoria de la negociación ha cobrado una notable actualidad en Europa con motivo de la revisión de la MiFID²². La versión vigente de esta directiva, aprobada en 2004, no incluye este tipo de requisitos para las operaciones realizadas en mercados OTC de deuda. Sin embargo, el pasado mes de mayo culminó el laborioso proceso de revisión de la normativa, con la aprobación de una nueva directiva, conocida como

21 Biais, B. y R. C. Green (2007), «The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century», disponible en <http://idei.fr/doc/wp/2007/bondmarket.pdf>

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

MiFID II²³, y de un reglamento, conocido como MiFIR²⁴, en los que se prevé una amplia batería de medidas para mejorar el nivel de transparencia de estas operaciones, que afectará, entre otros instrumentos, al segmento de bonos de alta rentabilidad. Estas normativas se aplicarán con carácter general a partir de 2017.

La nueva normativa contempla similares requisitos de transparencia para los diferentes centros de negociación: mercados regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) y la nueva categoría de mercado, los Sistemas Organizados de Contratación²⁵ (SOC). De acuerdo con lo recogido en el MiFIR, los organismos rectores del mercado y las empresas de servicios de inversión que gestionen un centro de negociación harán públicos los precios de compra y venta, así como la profundidad de las posiciones de negociación a dichos precios que se difundan a través de sus sistemas. Dicho requisito se aplicará también a las indicaciones de interés ejecutables. La información se pondrá a disposición del público de forma continua dentro del horario normal de negociación. Asimismo, deberán publicar el precio, el volumen y la hora de las operaciones realizadas en el plazo más inmediato al tiempo real que sea técnicamente posible.

Los organismos rectores del mercado y las empresas de inversión que gestionen un centro de negociación pondrán a disposición del público los datos mencionados a un coste comercial razonable y garantizando un acceso no discriminatorio a dicha información. En todo caso, serán públicos de forma gratuita quince minutos después de la publicación.

Los requerimientos de transparencia introducidos por la MiFIR afectan también a las operaciones de empresas de servicios de inversión, incluidos los internalizadores sistemáticos, con bonos y obligaciones negociados en un centro de negociación. Estos agentes deberán hacer públicas, bajo determinadas condiciones, las cotizaciones en firme solicitadas por sus clientes y las características principales (los precios, los volúmenes y la hora) de las operaciones efectuadas por cuenta propia o por cuenta de sus clientes. Esta información se hará pública a través de un agente de publicación autorizado.

La normativa permite la publicación diferida para operaciones o indicaciones de interés ejecutable en sistemas de negociación con un tamaño superior al habitual de mercado.

La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) elaborará proyectos de normas técnicas de regulación que especifiquen, entre otros detalles, la oferta de datos de transparencia prenegociación y posnegociación, el volu-

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

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

25 Los SOC son plataformas de negociación multilateral donde la interacción de los participantes se plasma en contratos de compra o venta. A diferencia de los otros sistemas de negociación multilateral (mercados regulados y SMN), los SOC solo operan en valores como bonos, productos estructurados, derechos de emisión o derivados. El operador de un SOC goza de cierta discrecionalidad a la hora de ejecutar las órdenes por cuenta de sus clientes.

men de las órdenes consideradas de gran tamaño y el plazo que se requerirá para considerar cumplida la obligación de publicar la información en el plazo más inmediato al tiempo real. El pasado 22 de mayo ESMA publicó un documento para recabar la opinión de la industria sobre los aspectos concretos que se incluirán en los proyectos de estándares técnicos de regulación.

ESMA contempla someter a consulta pública los proyectos de estándares técnicos a finales del 2014 o principios del 2015. Una vez concluido este trámite, remitirá para su refrendo los proyectos de estándares técnicos a la Comisión Europea, quien, a su vez, los enviará al Parlamento Europeo y al Consejo. Si no hubiera oposición, los estándares técnicos de regulación o de implementación se aprobarían por medio de reglamentos.

A la espera de conocer la opinión de la industria sobre el texto definitivo de la reforma de la MiFID, en las consultas públicas efectuadas durante el proceso de tramitación se puso de manifiesto la preocupación de los participantes sobre los efectos de los requerimientos de transparencia obligatorios en los mercados de renta fija, donde la liquidez suele ser reducida²⁶. Teniendo en cuenta que buena parte de esa liquidez procede de la actuación de los *dealers*, los representantes de la industria creen que la publicación de las posiciones de estos agentes en el mercado supondría desvelar la estrategia de gestión de sus carteras. Y en el supuesto de que no fuesen capaces de cubrir el riesgo de esas inversiones antes de dar cumplimiento a sus obligaciones de información al mercado, otros agentes podrían tomar la posición contraria, comprometiendo el capital del *dealer*. De esta forma, estos inversores estarían desincentivados en el futuro para tomar posiciones por cuenta propia, limitándose a actuar como meros agentes de intermediación entre otros inversores, lo cual drenaría liquidez del mercado y aumentaría el precio repercutido a los clientes.

Con los creadores de mercado reticentes a comprometer su capital, el resto de los inversores encontrarían dificultades para deshacer sus posiciones y, en el mercado primario, la demanda acabaría concentrándose en los valores más líquidos. Estos suelen corresponder a emisiones lo suficientemente grandes como para que el valor pueda adquirir profundidad en el mercado, realizadas por emisores con reconocida solvencia. En opinión de los representantes de la industria, todo ello tendría un impacto significativo en el acceso al mercado de deuda de las pequeñas sociedades y, en general, de las que cuenten con calificaciones crediticias dentro del rango especulativo.

La industria también valoró que los requisitos de transparencia previos a la negociación, en particular la obligación de publicar precios indicativos, comportaría la desaparición de la negociación telefónica en este tipo de productos. A pesar de que los sistemas electrónicos de negociación han asumido gradualmente una cuota significativa de las transacciones, la mayoría (en torno al 65%) siguen realizándose mediante contacto telefónico. Apoyándose en este hecho, la industria sostuvo en el debate en torno a la MiFID II que la desaparición de esta actividad podría reducir significativamente la liquidez del mercado.

26 TABB Group (2012), «MiFID II and Fixed-Income Price Transparency: Panacea or Problem?», disponible en <http://www.afme.eu/workarea/downloadasset.aspx?id=6165>

De acuerdo con una encuesta realizada en febrero de 2013 por encargo de la principal asociación de la industria, la AFME²⁷, los participantes del denominado *buy side* del mercado (inversores institucionales y, en general, los clientes de los *dealers*) también creen que las obligaciones de transparencia, principalmente las de prenegociación, podrían tener un efecto negativo en el mercado en términos de menores volúmenes intercambiados, menor tamaño de las operaciones, aumento de los costes de las transacciones y paulatina desaparición de la negociación telefónica de valores.

La experiencia de TRACE en Estados Unidos

Hasta ahora, más allá de los argumentos a favor y en contra de la introducción de un régimen de transparencia obligatoria de la negociación, solo en Estados Unidos se dispone de una experiencia real para valorar su impacto en el mercado secundario de deuda. Será, por tanto, conveniente tenerla en cuenta.

Estados Unidos puso en marcha el sistema operativo TRACE en el año 2002. Los agentes del mercado deben notificar todas las transacciones de bonos estadounidenses en las que participen a través de este sistema, gestionado por la FINRA. Esta organización de autorregulación se encarga posteriormente de publicar los precios y los volúmenes de los bonos negociados. En la plataforma TRACE se incluyen tanto bonos corporativos con calificación de inversión como los bonos de alta rentabilidad, así como bonos procedentes de titulizaciones.

La incorporación de los requisitos de información a los diferentes segmentos de bonos corporativos se realizó en varias fases. Se inició con los considerados más líquidos, en concreto con los de mejor calificación crediticia y volúmenes de emisión iniciales superiores a mil millones de dólares, y finalizó en 2005 con los bonos de menor calificación crediticia y tamaño de emisión. De acuerdo con las estimaciones del regulador, a partir de ese año se ha venido proporcionando información en tiempo real sobre los volúmenes y los precios del 99% de las transacciones de bonos corporativos estadounidenses.

Se han realizado ya varios estudios sobre los efectos de la implantación del sistema en el mercado de renta fija. El primero fue el de Bessembinder et ál. (2006)²⁸, que se centra en el efecto de los requisitos de información en los costes de la negociación. Los autores analizaron una muestra de 92.322 transacciones de renta fija efectuadas por compañías aseguradoras en 2002²⁹, de las cuales 39.040 eran operaciones que debían ser notificadas a través de TRACE. Los resultados del estudio señalan una reducción del 50% en los costes de las operaciones notificadas a través de este meca-

27 AFME (2013), «Investor survey of fixed income liquidity 2013», disponible en <http://www.afme.eu/workarea/downloadasset.aspx?id=7721>

28 Bessembinder, H., W. Maxwell y K. Venkataraman (2006), «Market Transparency, Liquidity Externalities, and Institutional Trading Costs in Corporate Bonds», disponible en <http://home.business.utah.edu/hank.bessembinder/publications/bondtransparency.pdf>

29 Antes de la puesta en funcionamiento de TRACE, las compañías aseguradoras estaban obligadas a aportar información acerca de sus operaciones sobre valores de renta fija a la Asociación Nacional de Compañías Aseguradoras (NAIC, por sus siglas en inglés).

nismo con respecto al resto. Asimismo, los autores observaron una reducción del 20% en el coste de las segundas tras la introducción de TRACE. Sugieren que ello se debe a que la existencia de mejor información sobre la formación del precio de los valores sujetos a notificación repercutió en el proceso de valoración y ejecución de las operaciones realizadas con valores semejantes.

Otros dos estudios, Edwards et ál. (2007)³⁰ y Goldstein et ál. (2007)³¹, avalan la hipótesis de la reducción de los costes de transacción. En ambos casos se utilizaron muestras de bonos incorporados a TRACE una vez finalizada la denominada fase 2, es decir, cuando la obligación de comunicar datos de las negociaciones se aplicó a todos los valores con calificaciones dentro del grado de inversión, tanto los de grandes emisiones como los de pequeñas colocaciones. Se analizaron los precios de intercambio de diferentes grupos de bonos, clasificados tanto por sus características como por la frecuencia de su negociación, observándose progresivas reducciones de los costes de transacción, aunque más pronunciadas en los valores más líquidos.

Finalmente, un trabajo más reciente, el de Asquit et ál. (2013)³², analiza el impacto de los requisitos de transparencia en dos aspectos concretos de la negociación de bonos corporativos: el nivel de actividad de los mercados y los diferenciales de negociación. Para ello tomaron como muestra los 16.821 bonos que se negociaron entre los años 2002 y 2006, periodo que abarca las cuatro fases de incorporación de los bonos corporativos al sistema TRACE.

Los autores concluyen que la publicación de datos sobre las operaciones efectuadas no repercutió en un mayor volumen de negociación en ningún caso. Además, los bonos menos líquidos vieron cómo se reducía drásticamente su actividad en el mercado: un 41,3% en los noventa días siguientes a la publicación de los precios y los volúmenes negociados. En cambio, con respecto a los diferenciales entre los precios de compra y venta, los resultados obtenidos apuntan a una disminución a partir de la publicación de los datos.

Los resultados de Asquith et ál. (2013) parecen apoyar la idea de que los requisitos de transparencia de negociación introducidos en Estados Unidos han tenido un impacto limitado en la actividad negociadora de los segmentos de bonos más líquidos, puesto que no se observa que hayan repercutido en un mayor volumen de negociación.

En cuanto al comportamiento del segmento de bonos con mayor riesgo, los resultados pueden tener diferentes lecturas. Por una parte, teniendo en cuenta la falta de información sobre los intercambios de bonos de alta rentabilidad antes de la puesta en marcha de TRACE, es probable que el sistema realmente estuviera proporcionando datos concretos de los pocos intercambios que se estaban produciendo en este

30 Edwards, A. K., L. E. Harris y M. S. Piwowar (2007), «Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency», disponible en <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=FCE2C741EF88657013A1EA6C5567EF08?doi=10.1.1.177.340&rep=rep1&type=pdf>

31 Goldstein, M. A., E. S. Hotchkiss y E. R. Sirri (2007), «Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds», disponible en <http://faculty.babson.edu/sirri/research/bbb%20rfs.pdf>

32 Asquith, P., T. R. Covert y P. Pathak (2013): «The Effects of Mandatory Transparency in Financial Market Design: Evidence from the Corporate Bond Market», disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2320623

tramo tanto antes como después del inicio de los requerimientos de publicación, sin que estos hayan alterado su escaso nivel de actividad.

Por otra parte, el mercado de bonos, sobre todo en el segmento de los valores menos líquidos, está basado en la actuación de los *dealers*, y estos solo mantienen en sus carteras aquellos bonos cuya negociación proporcione un beneficio que cubra el coste de mantenimiento. Al ajustarse a la baja los márgenes de intermediación de las operaciones con la introducción de los requisitos de transparencia, disminuye el beneficio, por lo que los *dealers* podrían tener menos incentivos para mostrarse activos en este segmento de mercado.

A modo de síntesis, puede decirse que los autores del estudio señalan que la transparencia no es necesariamente beneficiosa para todos los instrumentos financieros y sugieren que no sería aconsejable requerir el mismo grado de transparencia en todos los segmentos del mercado.

5 Conclusiones

La evolución reciente de los mercados financieros se ha caracterizado por el mantenimiento de tipos de interés reducidos y por una menor percepción de riesgo por parte de los inversores. En este contexto, la seguridad ya no es una prioridad en las estrategias de los inversores, sino que estos acuden al mercado buscando productos que les permitan aumentar la rentabilidad de sus carteras. La deuda especulativa ha sido uno de los activos más favorecidos por este cambio de tendencia, convirtiéndose en una opción atractiva no solo entre los inversores habituados a los productos de alto riesgo, sino también entre inversores más conservadores, como pueden ser los fondos de pensiones o las compañías aseguradoras. Algunos expertos sugieren que la presión para conseguir mejores rendimientos podría estar llevando a los inversores a infravalorar los riesgos inherentes a este tipo de valores.

En particular, los inversores podrían no estar tomando en suficiente consideración las peculiaridades de los mercados secundarios en los que se negocian estos valores. Aunque algunos de ellos están admitidos a negociación en mercados organizados, no existen mercados de referencia como en el caso de la renta variable y, en la práctica, la mayor parte de las transacciones se realizan en mercados OTC a través de contactos bilaterales. Este tipo de mercados se caracteriza por difundir poca información sobre los términos en los que se ha formalizado la compraventa, contribuyendo escasamente a la formación de precios en operaciones futuras y dificultando a los inversores la valoración de sus carteras. La transparencia prenegociación es, asimismo, escasa, por lo que los inversores pueden incurrir en costes de búsqueda no desdeñables para obtener información sobre los precios de oferta y demanda. Además, por su propia naturaleza, los bonos de alto rendimiento tenderán a ser poco líquidos en el mercado secundario. Como se ha puesto de manifiesto en el momento álgido de la última crisis financiera, la opacidad y la liquidez reducida del mercado pueden exponer a los inversores a mayores niveles de volatilidad.

Los reguladores están explorando diversas vías para mejorar el funcionamiento de los mercados OTC de renta fija. Uno de las más importantes es la introducción de requisi-

tos de transparencia tanto previa como posterior a la negociación. No es un problema nuevo: las ventajas e inconvenientes de introducir este tipo de requisitos en un mercado que tiene características muy distintas a las de los mercados de renta variable se viene discutiendo desde hace mucho tiempo.

Hasta ahora, la única experiencia real en relación con un marco obligatorio de transparencia en los mercados de renta fija se registra en Estados Unidos, a través del sistema TRACE, implantado de forma progresiva a partir de 2002. Los estudios realizados hasta la fecha sobre sus efectos sugieren un impacto positivo en la formación de los precios y en el coste de las transacciones; sin embargo, son menos concluyentes en lo que se refiere al efecto sobre los volúmenes negociados o sobre la participación de los inversores en un mercado en el que ahora disponen de más información.

La Unión Europea acaba de adoptar importantes medidas de transparencia de la negociación, junto con otras medidas que afectarán sustancialmente a la renta fija, a través de la MiFID II y del reglamento que acompaña a esta directiva, aprobados ambos el pasado mes de mayo. Durante el complejo proceso de elaboración de estas normativas, representantes de la industria han expresado su preocupación sobre las implicaciones de los requisitos de transparencia para las actividades de creación de mercado, esenciales, en su opinión, para proporcionar liquidez y reforzar la actividad emisora.

Estas dos normativas serán de aplicación a partir del 3 de enero de 2017 y su implementación requerirá previamente el desarrollo de normas técnicas por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados. En este sentido, el calendario contemplado por ESMA prevé tener finalizados los proyectos de estándares técnicos a finales de 2014 o principios de 2015 para poder someterlos a consulta pública y, una vez concluida su redacción, remitirlos a la Comisión y al Parlamento Europeo para su aprobación definitiva.

III Anexo legislativo

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

Normativa nacional

- **Circular 2/2014, de 23 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

Esta Circular se desarrolla en ejercicio de la habilitación contenida en la disposición final quinta del Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras. La referida habilitación prevista en la disposición final quinta se estableció para que las autoridades competentes pudieran desarrollar las opciones atribuidas a las mismas en el Reglamento (UE) n.º 575/2013.

El objeto de esta Circular 2/2014 de la CNMV es regular las opciones que el Reglamento (UE) n.º 575/2013 atribuye a las autoridades competentes nacionales, aplicables a los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión y a las empresas de servicios de inversión españolas integradas o no en un grupo consolidable, relativas a aquellas materias que se consideran necesarias para la aplicación del citado Reglamento (UE) n.º 575/2013 desde el 1 de enero de 2014. No obstante, en el futuro, pueden considerarse de utilidad para las empresas de servicios de inversión o sus grupos el desarrollo de otras disposiciones no previstas en esta Circular.

Sin perjuicio de las excepciones previstas en la propia norma primera de la Circular, el ámbito de aplicación de esta Circular incluye a las siguientes entidades sujetas a la supervisión de la CNMV:

- Los grupos consolidables de empresas de servicios de inversión.
- Las empresas de servicios de inversión individuales, integradas o no en un grupo consolidable.

Esta Circular exime a determinadas empresas de servicios de inversión y a sus grupos consolidables del cumplimiento de los requisitos de liquidez que establece la parte sexta del Reglamento (UE) n.º 575/2013, en tanto no se publique el informe de la comisión Europea sobre la conveniencia de aplicar estos requisitos al sector de empresas de servicios de inversión. A estas empresas les seguirá siendo de aplicación el coeficiente de liquidez establecido en la Circular 7/2008, de 26 de octubre, de la comisión Nacional del Mercado de Valores.

Igualmente, se regula el tratamiento de determinadas participaciones en entes financieros y de las participaciones cualificadas en entidades de carácter no financiero, respectivamente, a efectos del cálculo de requisitos de fondos propios. Asimismo, se establece la imposibilidad de que los fondos propios de una

entidad puedan llegar a ser inferiores del capital inicial exigido en el momento de su autorización. También se precisa el tratamiento que las entidades deben aplicar a efectos de valorar si su actividad ha variado de forma importante respecto al ejercicio anterior, hasta la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación de la European Banking Authority (EBA).

Se regulan determinadas discrecionalidades asociadas al cálculo de requisitos de fondos propios por riesgo de crédito; en concreto, las relativas a los métodos avanzados de cálculo y a las titulizaciones, el método que las entidades deberán utilizar para la determinación del valor de ciertas exposiciones en relación con la cobertura del riesgo de contraparte y el tratamiento que las entidades deberán seguir aplicando a las posiciones en índices bursátiles hasta la entrada en vigor de las normas técnicas de regulación elaboradas por la EBA.

También se regulan ciertos aspectos relativos a las grandes exposiciones (el tratamiento de las posiciones mantenidas en organismos de inversión colectiva o en otras exposiciones con nivel de diversificación equivalente y la exención de determinadas exposiciones que el Reglamento (UE) n.º 575/2013 deja a discrecionalidad de la autoridad competente).

- **Ley 10/2014, de 26 de junio**, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

El objetivo principal de esta Ley 10/2014 es adaptar el ordenamiento español a los cambios normativos que se imponen en el ámbito internacional y de la Unión Europea, continuando la transposición iniciada por el Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre. En este sentido, el Reglamento (UE) n.º 575/2013, de 26 de junio, y la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio, suponen una alteración sustancial de la normativa aplicable a las entidades de crédito al modificarse aspectos de tanta relevancia como el régimen de supervisión, los requisitos de capital y el régimen sancionador.

Con el fin de garantizar la coherencia del conjunto normativo y de transponer la normativa dictada recientemente por la Unión Europea, se refunden en un único texto las principales normas de ordenación y disciplina de entidades de crédito. De esta manera, esta Ley contiene el núcleo esencial del régimen jurídico aplicable a las entidades de crédito, sin perjuicio de otras normas especiales que regulan aspectos concretos de su actividad o el régimen jurídico particular de un tipo específico de entidad de crédito, como las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito.

La estructura principal de este texto consta de cuatro Títulos: el Título I, dedicado de manera general a las entidades de crédito; el Título II, dedicado a la solvencia de las entidades de crédito; el Título III, que recoge el régimen de supervisión; y el Título IV, encargado de establecer el régimen sancionador.

El Título I incluye las disposiciones generales del régimen jurídico de las entidades de crédito. A estos efectos, recoge su definición, enumera aquellas entidades consideradas de crédito y establece el contenido de la actividad reservada en exclusiva a estas entidades. Igualmente, en este Título se regula el

régimen de autorización y revocación, el régimen de participaciones significativas, el régimen de idoneidad e incompatibilidades de los miembros de los órganos de gobierno y el régimen de gobierno corporativo y política de remuneraciones.

El Título II, al margen de la regulación contenida en el Reglamento (UE) n.º 575/2013, recoge las disposiciones en materia de solvencia que han de mantenerse en el ordenamiento nacional. Principalmente, estas disposiciones se refieren a la evaluación de la adecuación del capital de las entidades de crédito al riesgo que asumen, a los criterios que ha de considerar el Banco de España para fijar posibles requisitos de liquidez y a los colchones de capital.

En el Título III se designa al Banco de España como autoridad supervisora de las entidades de crédito, otorgándole los poderes y facultades necesarios para realizar dicha función. En materia contable, se prevé la posibilidad de que el Ministro de Economía y Competitividad habilite al Banco de España, a la CNMV o al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas para establecer y modificar las normas de contabilidad y los modelos a que deberán sujetarse los estados financieros de las entidades de crédito y de las entidades reguladas en el artículo 84.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los grupos consolidables de determinadas empresas de servicios de inversión y otras entidades.

El Título IV recoge el procedimiento sancionador aplicable a las entidades de crédito, siguiendo el esquema de la normativa anterior. Se introducen las modificaciones precisas para la transposición de la Directiva 2013/36/UE, por lo que se incluyen nuevos tipos sancionadores y la modificación de la cuantía y forma de cálculos de las infracciones aplicables, así como de su publicidad.

Las disposiciones adicionales contienen, entre otros, el régimen de las participaciones preferentes o las normas aplicables a los sistemas institucionales de protección. Se recoge un número relevante de normas de derecho transitorio en relación con normativa de la Unión Europea transpuesta. También se modifica la composición de la Comisión Gestora del Fondo de Garantía de Depósitos, incorporando representantes ministeriales.

En las disposiciones finales, destaca la extensa modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la cual obedece a la extensión de las empresas de servicios de régimen de supervisión prudencial establecido para las entidades de crédito en la Directiva 2013/36/UE. Además, se refuerza la coordinación de la CNMV con otros supervisores, tanto nacionales como internacionales, y se actualiza el actual régimen sancionador para incluir las infracciones y sanciones pertinentes derivadas del incumplimiento de la normativa de solvencia.

También se actualiza la regulación de las entidades de contrapartida central para hacerla compatible con el Reglamento (UE) n.º 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 y su normativa de desarrollo, y se mejora el régimen sancionador aplicable a los incumplimientos de la normativa de la Unión Europea de ventas en corto.

En virtud de esa Ley 10/2014, se derogan las siguientes disposiciones así como todas aquellas de igual o inferior rango que se opongan a esta Ley:

- Ley de Ordenación Bancaria de 31 de diciembre de 1946.
- Ley 31/1968, de 27 de julio, de incompatibilidades y limitaciones de los presidentes, consejeros y altos cargos ejecutivos de la banca privada.
- Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.
- Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, por el que se adaptan las normas legales en materia de establecimientos de crédito al ordenamiento jurídico de la Comunidad Económica Europea.
- Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.
- El apartado 2 del artículo 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.
- El apartado g) de la Disposición final decimotercera de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
- **Real Decreto 579/2014, de 4 de julio**, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización, en materia de cédulas y bonos de internacionalización.

Este Real Decreto culmina el desarrollo reglamentario de los aspectos en materia de cédulas y bonos de internacionalización regulados en el artículo 34 de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre.

En su estructura, podemos distinguir tres partes fundamentales:

- La primera, en relación con las emisiones de cédulas y bonos de internacionalización, en la que establece la información que deben contener las cédulas de internacionalización, la información que deben contener los bonos de internacionalización, la forma de cálculo de los límites máximos de emisiones y los mecanismos para reestablecer dichos límites cuando son sobrepasados. Igualmente, se establece la obligación de que las entidades registren los activos que garantizan sus emisiones.
- La segunda parte está en relación con el mercado secundario de las cédulas y bonos de internacionalización. En este sentido, el Real Decreto pone especial énfasis en la regulación de las operaciones que el emisor puede realizar sobre sus propias cédulas y bonos de internacionalización, sin perjuicio de las disposiciones previstas en la Ley del Mercado de Valores.

- La última parte, relativa a la supervisión, establece que el Banco de España supervisará las condiciones exigibles a los activos de cobertura de las cédulas y bonos de internacionalización, mientras que la Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisará las cuestiones relativas a las ofertas públicas de estos instrumentos y su devenir en el mercado secundario.

La disposición adicional única de este Real Decreto prevé la obligación de que las entidades emisoras de cédulas territoriales lleven un registro contable especial, continuamente actualizado, con el contenido que determine el Banco de España, y en el que constarán todos los préstamos y créditos que cumplan los requisitos establecidos.

- **Acuerdo de 23 de julio de 2014**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

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

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

- **Real Decreto 636/2014, de 25 de julio**, por el que se crea la Central de Información económico-financiera de las Administraciones Públicas y se regula la remisión de información por el Banco de España y las entidades financieras al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

Este Real Decreto se dicta por la necesidad de contar con información económico-financiera coordinada, ordenada y clara, elaborada con unos criterios homogéneos y referida a las distintas administraciones públicas, al tiempo que se da cumplimiento al principio de transparencia en la información pública. Conforme a ello, se crea una Central de Información económico-financiera que simplifique el acceso a la información pública y la forma de ofrecerla.

La creación y puesta en marcha de la Central de Información económico-financiera de las Administraciones Públicas supondrá una reducción de los tiempos de búsqueda de la información, mejorará la cantidad y calidad de la información económica, presupuestaria, financiera y estadística que publica el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, aumentará la interoperabilidad y reutilización de la misma y evitará la duplicidad y dispersión de las publicaciones.

Se profundiza en el desarrollo de la Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera, al regular las obligaciones de suministro de información del Banco de España y los bancos, cajas de

ahorro y demás entidades financieras al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, sobre el endeudamiento de las administraciones públicas y sus entidades u organismos vinculados o dependientes.

De acuerdo con lo previsto en el artículo 5 de este Real Decreto 636/2014, están obligados al suministro de la información al responsable de la Central de Información económico-financiera de las Administraciones Públicas, a través de la propia Central:

- Los centros directivos del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas responsables de la información, así como sus entidades u organismos dependientes o vinculados.
- Los centros directivos del resto de departamentos ministeriales en los que se estructura la Administración General del Estado, así como sus entidades u organismos dependientes o vinculados.
- **Circular 3/2014, de 30 de julio**, del Banco de España, a las entidades de crédito y sociedades y servicios de tasación homologados, por la que se establecen medidas para fomentar la independencia de la actividad de tasación mediante la modificación de las Circulares 7/2010, 3/1998 y 4/2004, y se ejercitan opciones regulatorias en relación con la deducción de activos intangibles mediante la modificación de la Circular 2/2014.

Esta norma desarrolla, entre otras cuestiones, la prohibición del mantenimiento por parte de entidades de crédito de participaciones significativas en las sociedades de tasación y endurece los mecanismos favorecedores de la independencia de estas. También se regula el reglamento interno de conducta con el que deben contar los servicios propios de tasación de las entidades de crédito y se introducen diversas disposiciones sobre los estados financieros de las sociedades de tasación.

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

Este Real Decreto-ley aborda la extensión de los planteamientos básicos que el Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, flexibilizó en el régimen de los convenios preconcursales, anteriores al convenio concursal. Entre ellas, considerar que la continuidad de las empresas económicamente viables es beneficiosa no solo para las propias empresas, sino para la economía en general y para el mantenimiento del empleo; acomodar el privilegio jurídico a la realidad económica subyacente; y respetar en la mayor medida posible la naturaleza jurídica de las garantías reales (pero siempre tomando en cuenta el presupuesto de acomodar el privilegio jurídico a la realidad económica subyacente, de acuerdo con su verdadero valor económico).

Además, se adoptan una serie de medidas para flexibilizar la transmisión del negocio del concursado o de alguna de sus ramas de actividad, ya que en la actualidad existen algunas trabas que, bien durante la tramitación del proceso concursal, bien cuando la liquidación del concursado es inevitable, están dificultando su venta.

Normativa europea

- **Reglamento de ejecución (UE) n.º 710/2014 de la Comisión, de 23 de junio**, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta a las condiciones de aplicación del proceso de decisión conjunta sobre los requisitos prudenciales específicos de las entidades de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Se regula el proceso para la adopción, por parte de las autoridades competentes, de una decisión conjunta sobre la adecuación de los fondos propios y las medidas relativas a la supervisión de la liquidez. La norma persigue que el supervisor en base consolidada tenga una visión de conjunto de las actividades realizadas por todas las entidades del grupo, incluidas las entidades que operen fuera de la Unión. Se fomenta, por tanto, la interacción entre las autoridades competentes de la UE y los supervisores de terceros países.

- **Reglamento (UE) n.º 806/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de julio**, por el que se establecen normas uniformes y un procedimiento uniforme para la resolución de entidades de crédito y de determinadas empresas de servicios de inversión en el marco de un Mecanismo Único de Resolución y un Fondo Único de Resolución y se modifica el Reglamento (UE) n.º 1093/2010.

El presente Reglamento establece unas normas y un procedimiento uniformes para la resolución de los entes incluidos en su ámbito de aplicación que estén establecidos en los Estados miembros participantes conforme al artículo 4.

El ámbito de aplicación del presente Reglamento incluye a los siguientes entes:

- Las entidades de crédito establecidas en los Estados miembros participantes.
- Las empresas matrices, incluidas las sociedades financieras de cartera y las sociedades financieras mixtas de cartera establecidas en uno de los Estados miembros participantes, cuando estén sujetas a la supervisión en base consolidada del BCE de conformidad con el artículo 4, apartado 1, letra g, del Reglamento (UE) n.º 1024/2013.
- Las empresas de servicios de inversión y las entidades financieras establecidas en un Estado miembro participante cuando estén incluidas en el ámbito de la supervisión en base consolidada de la empresa matriz realizada por el BCE de conformidad con el artículo 4, apartado 1, letra g, del Reglamento (UE) n.º 1024/2013.

El Reglamento se divide en cuatro partes:

- La Parte I está dedicada a las disposiciones generales, de manera que, principalmente, recoge el objeto, el ámbito de aplicación, las definiciones y otros aspectos generales.
- La Parte II recoge disposiciones específicas en relación con las funciones enmarcadas en el Mecanismo Único de Resolución (MUR), como la plani-

ficación, la actuación temprana, la resolución, la cooperación, las competencias de investigación y las sanciones.

- La Parte III, relativa al marco institucional, regula la Junta, y en concreto, su sesión plenaria, su sesión ejecutiva y su presidente. También regula el Fondo Único de Resolución, particularmente su constitución, su administración y su utilización.
- La Parte IV regula los poderes de ejecución.
- **Reglamento (UE) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 23 de julio**, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) n.º 236/2012.

Este Reglamento 909/2014 establece requisitos uniformes para la liquidación de los instrumentos financieros en la Unión Europea, así como normas de organización y conducta de los depositarios centrales de valores (en adelante, DCV) con vistas a promover una liquidación correcta, eficiente y segura.

Se aplicará a la liquidación de todos los instrumentos financieros y todas las actividades de los DCV, salvo que sus disposiciones indiquen lo contrario.

Se estructura en seis títulos:

- El Título I se dedica al objeto, ámbito de aplicación y definiciones.
- En el Título II, dedicado a la liquidación de valores, se establece la obligación de representación mediante anotaciones en cuenta y registro en DCV, la obligación de liquidar en fecha, se recogen medidas para solucionar operaciones fallidas y se regula la liquidación internalizada.
- El Título III se dedica a los DCV. En él se regulan la autorización y la supervisión de los DCV y, en este sentido, se establecen las autoridades competentes, las condiciones y los procedimientos de autorización, la supervisión, el régimen de prestación de servicios en otro Estado miembro y las relaciones con terceros países.

Igualmente, en este Título se recogen tanto los requisitos aplicables a los DCV, en concreto, requisitos organizativos y normas de conducta, como los requisitos aplicables a los servicios de los DCV, requisitos prudenciales y requisitos de los enlaces entre DCV.

Se regula también el acceso a los DCV, tanto de los emisores como entre los propios DCV.

- El Título IV regula la prestación de servicios auxiliares de tipo bancario a los participantes en los DCV. A estos efectos, principalmente, se establecen los requisitos de autorización para la prestación de estos servicios, el procedimiento de concesión y denegación de la autorización, la amplia-

ción de los servicios auxiliares de tipo bancario y la revocación de la autorización.

- El Título V es el relativo a las sanciones. Entre otros aspectos, se regulan las sanciones administrativas y otras medidas, la publicación de las decisiones, la aplicación efectiva de las sanciones y la comunicación de las infracciones.
- El Título VI hace referencia a la delegación de poderes, competencias de ejecución y disposiciones transitorias, modificativas y finales.
- **Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio**, que modifica la Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), en lo que se refiere a las funciones de depositario, las políticas de remuneración y las sanciones.

A través de esta Directiva 2014/91/UE, se modifica la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo para atender a la evolución del mercado y a la experiencia adquirida hasta ahora por los participantes en el mercado y los supervisores, con el objetivo de solventar las divergencias entre las disposiciones nacionales.

A estos efectos, las principales modificaciones se centran en las funciones y la responsabilidad de los depositarios, la política de remuneración y las sanciones.

Esta Directiva regula los siguientes aspectos relativos a las instituciones de inversión colectiva armonizadas (IIC):

- Se regulan las políticas de remuneración a fin de garantizar la sana gestión del riesgo.
- Se establece que las IIC deben designar un único depositario y se introduce una lista de las obligaciones de vigilancia que incumben a los depositarios en relación con las IIC, incluyendo el adecuado control de los flujos de tesorería de las IIC.
- Se admite la delegación de las funciones de custodia, pero en ningún caso la de las funciones de vigilancia ni de control de flujos de tesorería, exigiéndose además la realización de auditorías externas para asegurar que los activos permanecen en su poder.
- Se introducen normas sobre derecho sancionador, en cuanto a importes de las sanciones, régimen de publicación de las sanciones y denuncias de prácticas irregulares.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emissiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
IMPORTES EFECTIVOS (millones de euros)								
Total	20.970,3	29.557,4	39.171,9	8.010,3	4.982,5	4.829,1	9.113,3	5.542,9
Ampliaciones de capital	20.843,3	28.326,0	39.171,9	8.010,3	4.982,5	4.829,1	7.877,0	5.025,2
De las cuales dividendo elección	3.862,0	8.357,8	9.869,4	2.607,9	2.466,6	2.867,5	2.439,5	2.931,7
De las cuales mediante OPS	6.238,8	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	900,0	1.655,0	401,5
Tramo nacional	5.827,1	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	98,7	348,1	8,9
Tramo internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	801,3	1.306,9	392,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1.236,2	517,7
Tramo nacional	124,7	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5
Tramo internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.180,5	459,2
IMPORTES NOMINALES (millones de euros)								
Total	5.702,3	4.705,5	20.150,9	2.400,1	668,8	616,0	2.003,5	966,2
Ampliaciones de capital	5.696,3	4.594,8	20.150,9	2.400,1	668,8	616,0	1.994,0	958,2
De las cuales mediante OPS	2.070,6	613,1	989,4	421,2	0,0	130,0	132,7	364,2
Tramo nacional	1.888,4	613,1	989,4	421,2	0,0	16,8	33,3	8,9
Tramo internacional	182,2	0,0	0,0	0,0	0,0	113,2	99,5	355,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6,0	110,6	0,0	0,0	0,0	0,0	9,5	8,0
Tramo nacional	5,9	110,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,9
Tramo internacional	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,0	7,1
NÚMERO DE EXPEDIENTES								
Total	91	106	159	43	49	35	46	31
Ampliaciones de capital	90	103	159	43	49	35	43	29
De las cuales liberadas	24	24	38	13	7	7	7	10
De las cuales mediante OPS	8	7	6	3	0	2	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	0	3	2
NÚMERO DE EMISORES								
Total	44	39	46	27	23	21	30	24
Ampliaciones de capital	44	39	46	27	23	21	30	23
De las cuales mediante OPS	8	7	6	3	0	2	5	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	3	0	0	0	0	2	1

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

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

CUADRO 1.2

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
OFERTAS PÚBLICAS DE SUSCRIPCIÓN								
Total	6.238,8	2.457,3	1.744,6	689,8	0,0	900,0	1.655,0	401,5
Mercado nacional	5.815,7	6,8	1,8	1,8	0,0	98,7	348,1	8,9
Suscriptores minoristas	2.206,3	4,1	0,0	0,0	0,0	3,3	44,6	1,0
Suscriptores institucionales	3.609,4	2,8	1,8	1,8	0,0	95,4	303,5	7,9
Mercado internacional	411,7	0,0	0,0	0,0	0,0	801,3	1.306,9	392,7
Empleados	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	2.450,5	1.742,8	688,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA								
Total	127,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	1.236,2	517,7
Mercado nacional	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5
Suscriptores minoristas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Suscriptores institucionales	124,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	55,7	58,5
Mercado internacional	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.180,5	459,2
Empleados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	1.231,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.3

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	130	127	123	123	123	125	128	130
Sin Nuevo mercado	130	127	123	123	123	125	128	130
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	7	8	8
Segundo mercado	7	8	7	8	7	7	7	7
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	6	5	6	5	5	5	5
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	27	23	23	23	23	23	22	21
Madrid	13	11	11	11	11	11	10	10
Barcelona	17	13	13	13	13	13	13	12
Bilbao	8	7	7	7	7	7	7	7
Valencia	6	4	4	4	4	4	4	4
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.083	3.015	3.066	3.065	3.066	3.083	3.140	3.203
Latibex	29	27	26	27	26	26	26	26

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

CUADRO 1.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
Mercado continuo (MC). Total ³	531.194,2	532.039,7	705.162,3	626.782,9	705.162,3	732.860,8	770.655,0	762.886,5
Sin Nuevo mercado	531.194,2	532.039,7	705.162,3	626.782,9	705.162,3	732.860,8	770.655,0	762.886,5
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	61.317,5	99.072,0	141.142,4	119.037,5	141.142,4	136.774,1	137.141,6	133.468,8
Ibex 35	322.806,6	324.442,0	430.932,9	383.121,6	430.932,9	430.932,9	491.230,1	484.940,0
Segundo mercado	109,9	20,6	67,5	72,0	67,5	53,6	31,6	32,3
Madrid	22,8	20,3	18,3	22,7	18,3	16,9	17,2	17,9
Barcelona	87,1	0,3	49,3	49,3	49,3	36,8	14,4	14,4
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	5.340,7	3.233,0	2.906,2	2.898,2	2.906,2	2.753,9	2.211,3	2.203,6
Madrid	1.454,7	667,1	519,4	532,3	519,4	503,2	436,7	438,4
Barcelona	3.580,2	2.945,9	2.749,5	2.734,8	2.749,5	2.597,7	2.921,1	3.667,6
Bilbao	45,9	77,8	183,6	236,6	183,6	183,6	169,2	388,5
Valencia	760,4	350,9	342,5	282,4	342,5	344,1	323,5	353,4
Corros SICAV ⁵	126,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	24.718,6	23.776,0	27.572,2	26.181,9	27.572,2	28.783,3	30.224,8	30.813,8
Latibex	210.773,5	350.635,5	270.926,9	297.925,7	270.926,9	259.328,5	343.369,1	339.082,0

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.5

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	917.383,3	691.558,3	693.168,0	155.689,7	215.132,1	185.571,8	221.131,3	131.027,8
Sin Nuevo mercado	917.383,3	691.558,3	693.168,0	155.689,7	215.132,1	185.571,8	221.131,3	131.027,8
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	5.206,3	4.102,1	5.640,5	1.445,7	1.828,8	2.576,7	3.127,2	1.605,3
Segundo mercado	2,3	0,4	1,7	0,5	0,8	0,2	0,2	0,2
Madrid	1,7	0,4	1,4	0,4	0,8	0,2	0,2	0,1
Barcelona	0,5	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,2
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	42,8	49,9	51,4	29,5	12,5	20,9	6,8	13,7
Madrid	16,1	3,0	7,3	0,5	3,9	1,0	3,7	2,4
Barcelona	26,4	37,7	44,1	29,1	8,5	5,7	2,9	11,3
Bilbao	0,1	8,5	0,1	0,0	0,0	14,2	0,0	0,0
Valencia	0,3	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Corros SICAV	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.379,9	4.329,6	5.896,3	1.269,5	2.217,7	2.092,1	2.098,2	1.318,5
Latibex	357,7	313,2	367,3	81,7	86,4	137,3	76,7	44,6

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.6

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
En sesión	873.485,4	658.891,4	668.553,2	150.925,4	206.433,3	179.931,3	209.766,0	127.595,4
Órdenes	505.870,1	299.022,0	346.049,6	80.420,5	97.827,4	114.916,9	106.745,8	65.658,0
Aplicaciones	69.410,4	80.617,0	56.565,3	12.329,6	14.940,2	17.555,2	18.815,3	11.160,9
Bloques	298.204,9	279.252,4	265.938,3	58.175,3	93.665,7	47.459,2	84.205,0	50.776,5
Fuera de hora	9.801,8	9.630,0	7.654,7	1.048,4	1.720,3	959,4	5.803,9	485,8
Autorizadas	3.492,6	7.936,9	4.839,9	2.029,7	1.005,3	1.219,7	856,7	1.188,5
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	4.216,8	9,6	326,5	104,3	0,0	0,0	92,8	0,0
OPV	3.922,1	0,0	396,1	0,0	393,5	850,0	1.642,7	517,7
Toma de razón	2.212,7	545,0	379,7	0,0	376,6	400,0	9,9	0,0
Ejercicio de opciones	11.730,3	9.603,4	7.083,5	908,9	4.145,7	1.493,3	1.945,8	854,0
Operaciones de cobertura	8.521,5	4.942,0	3.934,4	672,9	1.057,4	718,2	1.013,5	386,5

1 No incluye ETF (Exchange Traded Funds).

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.7

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	493.602,4	395.859,3	464.521,5	93.603,3	154.048,6	116.399,9	173.562,6	105.730,8
Crédito de valores para su venta ³	518,3	199,2	326,8	110,6	69,5	72,6	100,8	59,5
Crédito para compra de valores ³	73,0	44,4	34,1	8,8	5,2	8,2	2,1	0,9
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	35.626,7	34.915,1	43.398,9	43.274,9	43.398,9	45.982,9	54.428,2	52.944,7
Crédito de valores para su venta ³	7,0	1,2	7,3	20,9	7,3	14,9	17,2	9,9
Crédito para compra de valores ³	3,9	2,5	0,6	3,2	0,6	1,2	0,2	0,1

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.8

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	101	71	49	14	23	16	21	18
Cédulas hipotecarias	30	26	12	1	5	5	6	5
Cédulas territoriales	7	11	5	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	23	24	11	3	5	9	13	10
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	5	3	4	0	2	0	2	1
Bonos de titulación	34	16	18	3	9	1	3	3
Pagarés de empresa	49	35	20	6	5	6	4	4
De titulación	2	1	0	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	47	34	20	6	5	5	4	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	395	349	297	53	99	85	181	126
Cédulas hipotecarias	115	94	40	6	5	6	8	5
Cédulas territoriales	42	18	6	2	1	1	1	1
Bonos y obligaciones no convertibles	86	134	170	33	63	69	158	109
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	9	7	8	0	4	0	2	1
Bonos de titulación	88	50	53	6	21	3	8	6
Pagarés de empresa ²	53	46	20	6	5	6	4	4
De titulación	2	1	0	0	0	1	0	0
Resto de pagarés	51	45	20	6	5	5	4	4
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	2	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	287.489,6	357.830,2	138.838,6	21.545,1	42.425,2	20.592,5	28.009,1	17.530,6
Cédulas hipotecarias	67.226,5	102.170,0	24.799,7	6.014,7	2.250,0	3.450,0	11.000,0	3.500,0
Cédulas territoriales	22.334,2	8.974,0	8.115,0	4.000,0	2.500,0	1.500,0	218,3	135,0
Bonos y obligaciones no convertibles	18.691,7	86.441,5	32.536,9	171,9	12.633,4	5.988,3	4.855,0	1.881,5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	7.125,9	3.563,1	803,3	0,0	363,4	0,0	1.000,0	1,0
Bonos de titulación	68.410,4	23.799,6	28.592,9	904,0	14.694,9	1.850,0	3.855,0	7.640,0
Tramo nacional	63.453,5	20.627,1	24.980,1	904,0	12.802,3	1.388,8	3.573,3	7.550,0
Tramo internacional	4.956,9	3.172,5	3.612,8	0,0	1.892,6	461,2	281,7	90,0
Pagarés de empresa ³	103.501,0	132.882,0	43.990,8	10.454,6	9.983,5	7.804,3	7.080,8	4.373,1
De titulación	2.366,0	1.821,0	1.410,0	440,0	400,0	200,0	420,0	0,0
Resto de pagarés	101.135,0	131.061,0	42.580,8	10.014,6	9.583,5	7.604,3	6.660,8	4.373,1
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	28.548,9	7.633,5	4.776,0	91,9	2.149,0	0,0	2.243,8	1.545,0
Emisiones aseguradas	10,0	0,0	193,0	0,0	0,0	195,8	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
Total	278.553,6	363.944,5	130.467,7	25.031,8	30.697,4	29.151,5	28.532,2	18.455,6
Pagarés	101.939,6	134.346,9	45.228,6	10.578,4	10.112,8	7.453,5	7.334,6	3.740,6
Bonos y obligaciones	12.311,9	92.725,5	22.414,4	1.667,7	2.191,2	16.346,5	5.119,3	1.945,0
Cédulas hipotecarias	68.346,5	103.470,0	25.399,7	7.114,7	1.650,0	3.050,0	12.000,0	3.500,0
Cédulas territoriales	20.334,2	8.974,0	8.115,0	4.000,0	2.500,0	0,0	1.718,3	135,0
Bonos de titulación	75.421,4	24.428,1	29.309,9	1.671,0	14.243,4	2.301,5	2.360,0	9.135,0
Participaciones preferentes	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	613	568	494	511	494	486	480	484
Renta fija privada	613	568	493	510	493	485	479	483
Pagarés	45	42	30	28	30	24	22	21
Bonos y obligaciones	91	95	90	92	90	89	89	88
Cédulas hipotecarias	43	49	48	48	48	48	48	49
Cédulas territoriales	13	18	12	12	12	11	10	10
Bonos de titulización	437	385	341	356	341	335	331	334
Participaciones preferentes	60	60	34	35	34	34	31	31
Bonos matador	12	11	9	10	9	9	9	9
Deuda Pública	-	-	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	-	-	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	3.630	4.382	3.345	3.653	3.345	3.074	2.922	2.890
Renta fija privada	3.630	4.382	3.192	3.505	3.192	2.922	2.771	2.741
Pagarés	958	1.778	1.130	1.377	1.130	888	707	596
Bonos y obligaciones	645	624	495	506	495	512	570	646
Cédulas hipotecarias	253	296	283	298	283	273	265	267
Cédulas territoriales	26	49	39	40	39	37	36	37
Bonos de titulización	1.641	1.527	1.188	1.224	1.188	1.155	1.139	1.141
Participaciones preferentes	93	94	47	49	47	47	44	44
Bonos matador	14	14	10	11	10	10	10	10
Deuda Pública	-	-	153	148	153	152	151	149
Letras del Tesoro	-	-	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	141	136	141	140	139	137
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	882.395,1	879.627,5	1.442.270,2	1.479.979,9	1.442.270,2	1.426.374,9	1.415.557,2	1.404.641,5
Renta fija privada	882.395,1	879.627,5	708.601,8	754.998,9	708.601,8	669.134,9	639.440,5	630.416,7
Pagarés	37.549,1	64.927,5	28.816,3	33.196,5	28.816,3	21.886,1	20.663,1	18.899,8
Bonos y obligaciones	131.756,8	161.225,4	132.076,6	150.121,9	132.076,6	128.478,4	122.652,2	111.470,9
Cédulas hipotecarias	241.149,7	293.142,8	246.967,9	262.277,9	246.967,9	233.067,9	220.443,2	220.550,2
Cédulas territoriales	31.884,2	33.314,3	29.793,5	29.532,3	29.793,5	26.768,5	25.625,3	25.760,3
Bonos de titulización	407.908,0	315.373,5	269.176,8	277.947,6	269.176,8	257.186,4	248.398,0	252.076,7
Participaciones preferentes	31.088,6	10.813,4	1.076,2	1.128,2	1.076,2	1.053,0	964,2	964,2
Bonos matador	1.058,8	830,7	694,6	794,6	694,6	694,6	694,6	694,6
Deuda Pública	-	-	733.668,3	724.981,0	733.668,3	757.240,0	776.116,8	774.224,8
Letras del Tesoro	-	-	89.174,4	90.987,0	89.174,4	82.521,4	74.639,7	74.850,3
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	644.493,9	633.994,0	644.493,9	674.718,6	701.477,1	699.374,5

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.757,7	276.318,4	296.729,3	405.073,2	350.277,6	148.523,6
Renta fija privada	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.601,6	276.274,6	296.647,5	405.012,8	350.215,9	148.464,3
Pagarés	227.534,5	199.794,9	112.559,8	22.824,1	21.315,6	19.546,3	11.997,0	5.389,4
Bonos y obligaciones	484.705,8	164.098,6	295.191,7	67.158,7	58.576,8	76.360,7	122.206,2	49.107,7
Cédulas hipotecarias	662.177,0	994.071,3	341.674,0	46.754,0	87.380,6	111.030,6	101.392,2	52.219,9
Cédulas territoriales	544.780,9	595.599,6	86.758,6	10.242,1	16.897,7	41.879,4	23.688,5	7.723,2
Bonos de titulización	5.462.806,2	1.136.966,1	538.064,8	119.412,6	112.374,1	156.164,4	90.902,0	33.998,0
Participaciones preferentes	6.065,0	28.781,3	26.256,0	9.883,0	97,5	26,8	29,6	12,0
Bonos matador	116,3	443,2	96,7	0,0	5,3	4,6	0,5	14,2
Deuda Pública	-	-	156,1	43,8	81,8	60,4	61,8	59,3
Letras del Tesoro	-	-	11,6	3,5	3,4	4,2	5,5	4,7
Bonos y Obligaciones del Estado	-	-	144,4	40,3	78,4	56,1	56,2	54,5
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	7.388.185,7	3.119.755,1	1.400.757,6	276.318,4	296.729,3	405.073,2	350.277,6	148.523,6
Simple	343.099,6	428.838,0	290.633,0	61.297,8	66.253,1	76.348,3	111.059,5	65.877,9
Repo	198.514,7	108.771,9	69.063,3	17.733,1	16.606,1	8.928,1	7.613,5	4.199,6
Simultánea	6.846.571,5	2.582.145,2	1.041.061,3	197.287,4	213.870,1	319.796,8	231.604,6	78.446,1

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	487.543,3	454.385,7	259.251,2	61.279,3	63.644,7	69.066,4	65.260,9	30.263,4
Sociedades no financieras	131.765,2	77.452,1	34.803,5	7.336,2	9.450,5	9.030,1	8.986,7	3.414,8
Instituciones financieras	256.975,8	282.733,9	143.936,0	40.443,1	38.589,3	34.851,9	30.051,6	16.303,0
Entidades de crédito	139.538,2	207.555,6	83.270,8	21.786,8	18.444,9	23.260,3	19.778,9	11.467,6
IIC, seguros y fondos de pensiones	103.899,9	69.568,7	54.126,1	16.958,6	18.938,3	9.977,0	8.252,4	4.404,5
Otras entidades financieras	13.537,7	5.609,6	6.539,1	1.697,8	1.206,2	1.614,7	2.020,4	431,0
Administraciones públicas	2.602,7	5.448,2	3.390,0	621,9	452,1	982,5	1.333,6	437,0
Hogares e ISFLSH ²	10.230,3	11.517,9	4.901,9	1.943,3	1.164,8	1.046,4	747,4	302,9
Resto del mundo	85.969,3	77.233,7	72.219,8	10.934,8	13.988,0	23.155,5	24.141,5	9.805,7

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.13

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

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.14

NÚMERO DE EMISORES	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	59	52	40	47	40	38	36	35
Emisores privados	46	39	27	34	27	25	23	22
Sociedades no financieras	4	3	2	2	2	1	1	1
Instituciones financieras privadas	42	36	25	32	25	24	22	21
Administraciones públicas ²	13	13	13	13	13	13	13	13
Comunidades autónomas	3	3	3	3	3	3	3	3
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	240	220	197	209	197	195	189	183
Emisores privados	133	122	89	109	89	84	79	78
Sociedades no financieras	6	3	2	2	2	1	1	1
Instituciones financieras privadas	127	119	87	107	87	83	78	77
Administraciones públicas ²	107	98	108	100	108	111	110	105
Comunidades autónomas	74	67	64	62	64	63	62	58
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	43.817,5	37.636,4	25.284,5	28.021,9	25.284,5	23.578,4	21.160,2	17.818,3
Emisores privados	17.759,6	13.625,4	8.317,5	9.035,1	8.317,5	7.216,1	5.603,1	4.039,1
Sociedades no financieras	375,4	194,9	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	17.384,2	13.430,6	8.315,5	9.033,1	8.315,5	7.216,0	5.603,0	4.039,0
Administraciones públicas ²	26.057,8	24.010,9	16.967,0	18.986,8	16.967,0	16.362,4	15.557,1	13.779,2
Comunidades autónomas	24.014,4	22.145,0	15.716,3	17.519,0	15.716,3	15.066,5	14.285,0	12.496,2

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Mercado electrónico	386,1	1.198,3	1.592,6	100,9	378,5	761,3	78,6	2,0
Corros	4.942,5	3.746,6	3.388,3	63,4	1.258,2	512,2	142,2	13,3
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4.885,4	3.407,8	3.197,4	49,8	1.249,5	508,0	140,0	12,7
Bilbao	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	56,6	338,7	190,9	13,6	8,7	4,2	2,2	0,6
Deuda anotada	883,4	1.189,0	137,1	44,0	54,4	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	63.443,7	54.015,1	41.062,2	7.751,3	10.971,0	7.634,1	8.685,9	15.703,6

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

CUADRO 1.16

Importes nominales en millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	84.090,9	40.034,0	64.011,0	13.881,0	24.347,0	26.252,0	28.346,0	17.034,0
Simple	81.905,0	40.034,0	64.011,0	13.881,0	24.347,0	26.252,0	28.346,0	17.034,0
Simultáneas	2.185,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.17

Número de contratos	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Sobre deuda	18	45.240	13.667	3.080	1.360	1.282	409	347
Futuro sobre bono notional ²	18	45.240	13.667	3.080	1.360	1.282	409	347
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	5.819.264	5.410.311	6.416.073	1.471.795	1.707.112	1.906.039	1.792.870	1.186.437
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.291.956	4.745.067	5.578.607	1.305.317	1.525.195	1.698.044	1.564.905	1.078.846
Futuro mini sobre Ibex 35	307.411	242.477	198.736	45.600	54.344	67.358	64.491	47.177
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	3.154	2.162	3.520	128	2.714	5.638	1.920	7.867
Opción call mini	86.096	225.704	308.084	80.239	85.780	88.798	98.102	37.225
Opción put mini	133.801	194.902	327.126	40.511	39.079	46.201	63.453	15.323
Sobre acciones ⁵	55.082.944	55.753.236	35.884.393	8.596.470	11.717.195	10.519.859	5.847.529	2.467.958
Futuros	24.758.956	21.220.876	14.927.659	2.770.452	4.536.618	4.536.363	3.547.198	720.140
Futuros sobre dividendos de acciones	-	25.000	66.650	12.350	30.000	23.705	41.485	10.350
Opción call	12.050.946	14.994.283	10.534.741	3.234.368	3.643.255	1.900.418	1.208.118	745.139
Opción put	18.273.042	19.513.077	10.355.343	2.579.300	3.507.322	4.059.373	1.050.728	992.329
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	267.713	161.376	167.827	39.075	40.667	49.145	45.558	10.718
Sobre índices ⁷	451.016	266.422	111.924	22.543	27.962	16.378	12.441	7.346

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl y Schatz.

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.18

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	5.544,6	3.834,3	3.621,2	307,5	984,2	881,4	1.431,7	223,8
Sobre acciones	3.211,7	2.231,7	2.211,8	196,4	590,5	475,9	579,3	115,1
Sobre índices	1.786,8	1.273,5	1.122,6	81,6	288,2	335,1	826,3	104,1
Otros ³	546,0	329,1	286,8	29,5	105,5	70,4	26,1	4,6
Número de emisiones	9.237	7.073	8.347	1.165	2.244	1.921	2.820	735
Número de emisores	9	7	7	3	5	5	6	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.19

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.550,2	762,9	752,7	178,8	166,7	208,1	215,5	121,4
Sobre acciones nacionales	654,2	349,0	379,4	97,0	98,3	118,2	110,3	47,0
Sobre acciones extranjeras	97,8	87,6	86,3	13,7	18,6	16,9	14,9	5,8
Sobre índices	518,2	268,6	255,4	60,9	43,1	66,9	84,6	67,0
Otros ²	280,0	57,7	31,6	7,1	6,7	6,1	5,7	1,6
Número de emisiones ³	8.328	7.419	7.299	2.969	2.966	3.173	3.141	2.309
Número de emisores ³	10	10	8	7	8	8	8	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	92,1	16,8	1,0	0,1	0,1	0,6	0,8	0,0
Número de emisiones ³	13	4	2	2	1	2	2	2
Número de emisores ³	2	2	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.495,4	2.935,7	2.736,0	454,0	639,1	1.170,1	472,8	563,0
Número de fondos	75	74	72	75	72	72	70	70
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	327,2	274,7	382,0	320,4	382,0	404,9	435,4	n. d.

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

n. d.: [Dato] no disponible.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.20

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	63.173	78.566	88.605	20.561	13.269	9.999	10.832	10.341

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: agosto de 2014.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	49	46	41	45	41	41	40	40
Sucursales	78	16	20	20	20	20	20	20
Representantes	6.589	6.264	6.269	6.252	6.269	6.297	6.292	6.293
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	45	41	41	42	41	40	40	42
Sucursales	14	12	11	11	11	18	16	15
Representantes	655	590	520	539	520	464	481	495
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	6	6	5	5	5	5	5	5
Sucursales	5	5	5	5	5	5	5	5
Representantes	2	2	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	82	101	126	121	126	130	134	137
Sucursales	5	5	9	8	9	9	10	10
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	187	147	141	143	141	143	143	141

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Total	2.814	2.992	3.132	3.109	3.132	3.147	3.171	3.159
Empresas de servicios de inversión	2.380	2.537	2.681	2.652	2.681	2.694	2.717	2.701
Comunitarias	2.377	2.534	2.678	2.649	2.678	2.691	2.714	2.698
Con sucursal	36	37	38	37	38	38	38	36
En libre prestación de servicios	2.341	2.497	2.640	2.612	2.640	2.653	2.676	2.662
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ²	437	458	454	460	454	456	457	461
Comunitarias	429	448	444	450	444	447	448	452
Con sucursal	55	55	52	55	52	53	53	54
En libre prestación de servicios	374	390	392	395	392	394	395	398
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	8	10	10	10	10	9	9	9
Con sucursal	7	8	8	8	8	7	7	7
En libre prestación de servicios	1	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
RENDA FIJA								
Total	13.609.652,0	10.508.139,1	10.492.026,8	2.718.987,6	2.552.857,9	2.752.115,4	2.842.302,0	2.462.930,4
Sociedades de valores	3.759.229,2	2.900.770,8	5.217.059,4	1.410.101,5	1.250.338,3	1.369.758,1	1.500.575,6	1.227.460,1
Mercados organizados nacionales	436.875,9	556.756,0	2.597.608,6	683.222,7	618.834,2	693.929,8	715.449,1	573.262,8
Otros mercados nacionales	2.764.344,5	1.943.730,6	2.310.403,7	644.733,3	568.187,4	598.095,6	710.743,9	584.995,5
Mercados extranjeros	558.008,8	400.284,2	309.047,1	82.145,5	63.316,7	77.732,7	74.382,6	69.201,8
Agencias de valores	9.850.422,8	7.607.368,3	5.274.967,4	1.308.886,1	1.302.519,6	1.382.357,3	1.341.726,4	1.235.470,3
Mercados organizados nacionales	2.931.505,5	2.521.310,9	69.066,6	15.521,4	11.980,2	26.945,1	30.851,4	23.638,3
Otros mercados nacionales	6.741.733,6	4.883.226,6	5.007.723,4	1.246.976,9	1.224.718,9	1.304.977,4	1.237.155,8	1.150.873,0
Mercados extranjeros	177.183,7	202.830,8	198.177,4	46.387,8	65.820,5	50.434,8	73.719,2	60.959,0
RENDA VARIABLE								
Total	977.126,1	736.602,3	692.872,0	166.996,5	160.370,6	206.856,8	211.344,9	225.722,2
Sociedades de valores	952.388,7	692.058,6	650.094,9	158.671,5	149.470,0	191.524,2	202.296,1	211.503,8
Mercados organizados nacionales	882.143,3	639.498,2	590.027,1	144.150,0	136.808,1	170.842,4	188.015,6	194.806,0
Otros mercados nacionales	3.418,3	1.806,3	2.585,4	735,9	555,7	814,1	642,6	755,8
Mercados extranjeros	66.827,1	50.754,1	57.482,4	13.785,6	12.106,2	19.867,7	13.637,9	15.942,0
Agencias de valores	24.737,4	44.543,7	42.777,1	8.325,0	10.900,6	15.332,6	9.048,8	14.218,4
Mercados organizados nacionales	19.372,7	14.532,5	14.677,2	2.880,2	3.095,1	3.734,1	4.227,9	4.125,2
Otros mercados nacionales	508,5	6.695,5	9.140,4	1.592,4	2.764,7	4.158,1	1.359,7	2.730,7
Mercados extranjeros	4.856,2	23.315,7	18.959,5	3.852,4	5.040,8	7.440,4	3.461,2	7.362,5

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1, 2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
Total	11.827.144,3	6.536.223,6	6.316.221,8	1.428.048,1	1.495.263,5	1.716.839,8	1.926.896,5	1.922.535,5
Sociedades de valores	9.113.831,5	5.777.847,8	6.110.753,4	1.387.106,6	1.451.485,8	1.672.029,8	1.879.980,7	1.872.909,0
Mercados organizados nacionales	3.005.801,7	1.819.388,6	2.410.367,9	572.353,3	537.497,8	723.628,7	790.796,4	758.339,0
Mercados organizados extranjeros	5.658.687,9	3.718.052,1	3.423.638,5	765.383,5	834.843,8	868.983,4	969.114,4	1.024.667,0
Mercados no organizados	449.341,9	240.407,1	276.747,0	49.369,8	79.144,2	79.417,7	120.069,9	89.903,0
Agencias de valores	2.713.312,8	758.375,8	205.468,4	40.941,5	43.777,7	44.810,0	46.915,8	49.626,5
Mercados organizados nacionales	6.818,6	5.371,0	4.668,8	1.198,5	732,7	1.036,8	1.071,4	2.234,6
Mercados organizados extranjeros	2.451.637,6	566.337,3	29.584,9	8.837,8	9.357,0	3.587,0	3.514,2	8.605,3
Mercados no organizados	254.856,6	186.667,5	171.214,7	30.905,2	33.688,0	40.186,2	42.330,2	38.786,6

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

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total	13.409	10.985	11.380	11.909	11.907	11.380	12.584	13.286
Sociedades de valores. Total	6.483	4.122	4.001	3.986	3.931	4.001	4.248	4.496
IIC ²	89	68	59	71	66	59	58	60
Otras ³	6.394	4.054	3.942	3.915	3.865	3.942	4.190	4.436
Agencias de valores. Total	3.637	3.680	3.699	4.371	4.385	3.699	4.447	4.697
IIC ²	53	51	57	54	58	57	57	62
Otras ³	3.584	3.629	3.642	4.317	4.327	3.642	4.390	4.635
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.289	3.183	3.680	3.552	3.591	3.680	3.889	4.093
IIC ²	5	5	12	5	5	12	12	12
Otras ³	3.284	3.178	3.668	3.547	3.586	3.668	3.877	4.081
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total	9.554.589	9.350.841	10.692.140	10.225.139	10.744.372	10.692.140	11.480.629	12.243.199
Sociedades de valores. Total	4.166.167	3.578.436	4.171.331	3.768.661	4.018.413	4.171.331	4.476.143	4.788.421
IIC ²	961.931	965.479	1.160.986	1.100.775	1.185.098	1.160.986	1.241.865	1.413.549
Otras ³	3.204.236	2.612.957	3.010.345	2.667.886	2.833.315	3.010.345	3.234.278	3.374.871
Agencias de valores. Total	2.361.944	1.927.219	2.284.773	2.219.817	2.790.102	2.284.773	2.463.693	2.632.958
IIC ²	863.856	417.981	610.839	506.408	568.414	610.839	656.435	778.850
Otras ³	1.498.088	1.509.238	1.673.934	1.713.409	2.221.688	1.673.934	1.807.259	1.854.107
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.026.478	3.845.186	4.236.036	4.236.661	3.935.857	4.236.036	4.540.793	4.821.820
IIC ²	98.645	107.691	195.735	108.919	111.496	195.735	201.528	206.687
Otras ³	2.927.833	3.737.495	4.040.301	4.127.742	3.824.361	4.040.301	4.339.265	4.615.133

1 Datos a final de periodo.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos y patrimonio asesorado¹

CUADRO 2.6

	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total	7.748	9.362	9.918	9.977	10.113	9.918	9.434	11.702
Sociedades de valores. Total ²	1.509	1.198	1.221	1.426	1.437	1.221	1.250	2.840
Clientes minoristas	1.492	1.183	1.197	1.407	1.415	1.197	1.234	2.811
Clientes profesionales	12	13	17	14	17	17	7	8
Agencias de valores. Total ²	4.855	6.445	6.961	6.829	6.933	6.961	6.495	7.151
Clientes minoristas	4.736	6.019	6.674	6.552	6.658	6.674	6.213	6.880
Clientes profesionales	102	406	264	254	251	264	259	248
Sociedades gestoras de cartera. Total ²	1.384	1.719	1.736	1.722	1.743	1.736	1.689	1.711
Clientes minoristas	1.374	1.712	1.731	1.717	1.738	1.731	1.684	1.706
Clientes profesionales	10	7	5	5	5	5	5	5
PATRIMONIO ASESORADO (miles de euros)								
Total	8.156.953	7.589.555	8.547.601	7.669.724	7.808.777	8.547.601	8.869.694	10.170.516
Sociedades de valores. Total ²	1.213.014	820.465	739.401	917.210	922.948	739.401	989.484	2.126.680
Clientes minoristas	863.386	568.359	452.458	660.825	657.597	452.458	480.996	1.191.393
Clientes profesionales	61.711	27.613	44.804	24.259	42.916	44.804	38.407	53.561
Agencias de valores. Total ²	2.963.397	5.598.708	6.828.313	5.609.395	5.884.830	6.828.313	6.919.775	7.242.376
Clientes minoristas	1.875.867	3.590.416	3.897.689	3.885.782	4.026.339	3.897.689	4.808.503	5.226.643
Clientes profesionales	1.018.647	1.899.566	1.908.486	1.601.814	1.743.956	1.908.486	1.921.458	1.822.436
Sociedades gestoras de cartera. Total ²	3.980.542	1.170.382	979.887	1.143.119	1.000.999	979.887	960.435	801.460
Clientes minoristas	594.195	705.185	742.043	715.290	740.544	742.043	712.376	770.208
Clientes profesionales	3.386.347	465.197	237.844	427.829	260.455	237.844	248.059	31.252

1 Datos a final de periodo.

2 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	91.542	56.161	67.333	46.461	67.333	7.821	25.055	46.454
II. Comisiones netas	490.517	410.740	387.216	277.293	387.216	114.475	229.051	271.606
Comisiones percibidas	776.641	589.027	565.787	411.478	565.787	161.023	323.269	383.973
Tramitación y ejecución de órdenes	529.711	348.403	347.522	254.621	347.522	98.931	191.070	222.611
Colocación y aseguramiento de emisiones	7.446	6.869	4.824	4.518	4.824	5.703	7.390	18.266
Depósito y anotación de valores	21.060	19.775	17.987	13.151	17.987	5.098	10.442	12.309
Gestión de carteras	16.186	14.883	15.581	10.521	15.581	6.017	10.094	11.910
Diseño y asesoramiento	60.712	12.067	18.597	13.294	18.597	5.002	8.728	9.739
Búsqueda y colocación de paquetes	485	50	8.659	7.973	8.659	53	3.956	4.336
Operaciones de crédito al mercado	8	8	22	19	22	0	0	0
Comercialización de IIC	59.588	45.050	51.766	37.532	51.766	14.517	30.549	35.412
Otras	81.446	141.924	100.829	69.847	100.829	25.702	61.039	69.391
Comisiones satisfechas	286.124	178.287	178.571	134.185	178.571	46.548	94.218	112.367
III. Resultado de inversiones financieras	271.956	9.403	256.110	229.454	256.110	2.765	36.828	68.914
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-194.355	-28.522	-138.467	-155.814	-138.467	52.098	49.887	31.902
V. Margen bruto	659.659	447.782	572.192	397.395	572.192	177.159	340.821	418.876
VI. Resultado de explotación	207.379	35.304	185.040	113.752	185.040	84.355	150.453	191.285
VII. Resultado de actividades continuadas	148.553	-12.057	140.805	96.165	140.805	66.720	121.661	151.594
VIII. Resultado neto del ejercicio	148.553	-12.057	140.805	96.165	140.805	66.720	121.661	151.594

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

2 Datos disponibles: julio de 2014.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	158.070	21.318	192.753	81.363	126.456	192.753	63.697	112.779
Activos monetarios y deuda pública	16.458	18.936	17.163	11.646	14.421	17.163	4.410	6.993
Otros valores de renta fija	79.041	16	55.096	38.246	50.933	55.096	11.962	17.253
Cartera interior	67.052	-14.813	42.328	31.665	42.557	42.328	7.588	9.786
Cartera exterior	11.989	14.829	12.768	6.581	8.376	12.768	4.374	7.467
Renta variable	-406.742	356.595	17.869	-148.956	-145.147	17.869	137.295	534.591
Cartera interior	10.381	8.003	44.517	3.474	39.373	44.517	30.193	68.998
Cartera exterior	-417.123	348.592	-26.648	-152.430	-184.520	-26.648	107.102	465.593
Derivados	669.747	-308.833	207.347	304.823	344.568	207.347	-145.356	-502.994
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	785	-3.871	1.378	-514	-520	1.378	168	298
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	32	48	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.668	5.383	3.405	1.463	2.610	3.405	475	-47
Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.363	-149.034	-132.712	-163.785	-149.034	49.363	43.447
Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	10.565	5.737	7.970	10.565	2.735	6.441
Otras operaciones	-23.532	-18.386	28.964	1.598	15.358	28.964	2.645	6.797
MARGEN DE INTERESES								
Total	91.541	56.160	67.333	28.021	46.460	67.333	7.821	25.055
Activos monetarios y deuda pública	2.327	4.055	4.356	3.560	4.796	4.356	731	1.265
Otros valores de renta fija	20.241	17.089	4.572	1.870	3.239	4.572	1.268	2.275
Cartera interior	17.903	15.180	3.149	1.223	2.264	3.149	971	1.593
Cartera exterior	2.338	1.909	1.423	647	975	1.423	297	682
Renta variable	54.249	35.220	40.163	18.541	30.343	40.163	4.954	18.630
Cartera interior	36.991	19.064	14.672	2.741	8.739	14.672	16	6.737
Cartera exterior	17.258	16.156	25.491	15.800	21.604	25.491	4.938	11.893
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	785	-3.871	1.378	-514	-520	1.378	168	298
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	32	48	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	16.668	5.383	3.405	1.463	2.610	3.405	475	-47
Otras operaciones	-2.729	-1.716	13.459	3.069	5.944	13.459	225	2.634
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	271.956	9.404	256.109	182.949	229.454	256.109	2.765	36.828
Activos monetarios y deuda pública	14.131	14.881	12.807	8.086	9.625	12.807	3.679	5.728
Otros valores de renta fija	58.800	-17.073	50.524	36.376	47.694	50.524	10.694	14.978
Cartera interior	49.149	-29.993	39.179	30.442	40.293	39.179	6.617	8.193
Cartera exterior	9.651	12.920	11.345	5.934	7.401	11.345	4.077	6.785
Renta variable	-460.991	321.375	-22.294	-167.497	-175.490	-22.294	132.341	515.961
Cartera interior	-26.610	-11.061	29.845	733	30.634	29.845	30.177	62.261
Cartera exterior	-434.381	332.436	-52.139	-168.230	-206.124	-52.139	102.164	453.700
Derivados	669.747	-308.833	207.347	304.823	344.568	207.347	-145.356	-502.994
Otras operaciones	-9.731	-946	7.725	1.161	3.057	7.725	1.407	3.155
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-205.427	-44.246	-130.689	-129.607	-149.458	-130.689	53.111	50.896
Diferencias de cambio netas	-198.307	-37.363	-149.034	-132.712	-163.785	-149.034	49.363	43.447
Otros productos y cargas de explotación	3.952	8.841	10.565	5.737	7.970	10.565	2.735	6.441
Otras operaciones	-11.072	-15.724	7.780	-2.632	6.357	7.780	1.013	1.008

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	2.481	1.912	1.799	1.327	1.799	284	615	691
II. Comisiones netas	97.886	93.246	110.422	75.050	110.422	30.650	63.355	74.332
Comisiones percibidas	112.351	108.198	130.738	87.618	130.738	36.017	75.553	88.800
Tramitación y ejecución de órdenes	36.354	38.112	40.196	28.429	40.196	14.456	25.577	28.839
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.870	3.128	4.715	2.764	4.715	634	3.851	5.159
Depósito y anotación de valores	441	576	505	394	505	101	311	389
Gestión de carteras	12.352	14.476	16.267	10.090	16.267	3.624	6.995	8.075
Diseño y asesoramiento	5.349	3.123	5.894	3.345	5.894	1.377	2.803	3.152
Búsqueda y colocación de paquetes	61	88	55	55	55	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	42	30	11	11	11	0	0	0
Comercialización de IIC	21.381	25.949	35.823	23.835	35.823	9.705	21.667	25.481
Otras	33.500	22.715	27.272	18.694	27.272	6.120	14.350	17.706
Comisiones satisfechas	14.465	14.952	20.316	12.568	20.316	5.366	12.198	14.468
III. Resultado de inversiones financieras	622	1.255	5	273	5	203	565	893
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.539	-1.459	-1.633	-1.307	-1.633	-261	-664	-632
V. Margen bruto	99.450	94.954	110.593	75.343	110.593	30.874	63.871	75.283
VI. Resultado de explotación	7.758	4.598	18.422	11.500	18.422	6.871	14.609	17.426
VII. Resultado de actividades continuadas	5.489	3.583	14.321	11.064	14.321	6.490	13.799	16.374
VIII. Resultado neto del ejercicio	5.489	3.583	14.321	11.064	14.321	6.490	13.799	16.374

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

2 Datos disponibles: julio de 2014.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	682	733	667	501	667	174	125	376
II. Comisiones netas	7.988	7.879	9.362	6.413	9.362	2.202	4.635	5.799
Comisiones percibidas	18.477	17.887	18.603	14.385	18.603	2.753	5.861	7.322
Gestión de carteras	16.582	16.307	17.028	13.170	17.028	2.167	5.035	6.305
Diseño y asesoramiento	1.894	1.579	1.575	1.214	1.575	458	514	570
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	0	0	0	0	128	312	447
Comisiones satisfechas	10.489	10.008	9.241	7.972	9.241	551	1.226	1.523
III. Resultado de inversiones financieras	186	4	9	26	9	23	46	42
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-11	-1	-32	1	-32	-48	57	-191
V. Margen bruto	8.845	8.615	10.006	6.941	10.006	2.351	4.863	6.026
VI. Resultado de explotación	1.526	1.406	3.554	2.116	3.554	1.088	1.930	2.708
VII. Resultado de actividades continuadas	1.042	953	2.472	1.473	2.472	770	1.380	1.928
VIII. Resultado neto del ejercicio	1.042	953	2.472	1.473	2.472	770	1.380	1.928

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

2 Datos disponibles: julio de 2014.

Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia

CUADRO 2.11

	2011	2012	2013	2013			2014 ¹	
				II	III	IV	I ²	II ²
TOTAL								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	-	31,37	39,61
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.219.553	1.085.783	1.033.669	1.043.016	1.059.449	1.033.669	1.005.114	1.123.569
% exceso ⁴	321,37	300,76	322,58	293,44	315,41	322,58	292,09	395,12
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	36	37	34	31	32	34	21	15
>100-≤300%	23	24	22	30	28	22	24	24
>300-≤500%	19	17	17	16	19	17	8	11
>500%	22	15	14	15	13	14	33	35
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	-	33,16	43,55
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.134.406	1.017.597	960.624	969.750	977.300	960.624	926.453	1.043.030
% exceso ⁴	345,52	329,03	367,43	321,70	346,46	367,43	314,48	444,34
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	12	7	9	10	10	9	6	4
>100-≤300%	10	17	11	15	14	11	13	10
>300-≤500%	13	12	13	12	13	13	4	6
>500%	14	10	8	9	8	8	18	20
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	-	28,25	29,66
Exceso de recursos propios (miles de euros)	68.007	53.531	62.199	59.966	66.126	62.199	68.175	70.184
% exceso ⁴	189,22	161,23	164,46	184,41	175,77	164,46	253,09	270,75
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	21	27	22	18	20	22	14	10
>100-≤300%	12	6	10	14	12	10	9	12
>300-≤500%	5	4	3	3	5	3	4	5
>500%	7	4	6	5	5	6	13	13
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Ratio de capital total ³	-	-	-	-	-	-	11,72	11,49
Exceso de recursos propios (miles de euros)	17.140	14.655	10.846	13.300	16.023	10.846	10.486	10.355
% exceso ⁴	112,61	79,01	51,21	61,94	98,92	51,21	46,44	43,68
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	3	3	3	3	2	3	1	1
>100-≤300%	1	1	1	1	2	1	2	2
>300-≤500%	1	1	1	1	1	1	0	0
>500%	1	1	0	1	0	0	2	2

1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) Nº 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.

2 Datos provisionales.

3 El ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicho ratio no puede ser inferior al 8%, según establece el Reglamento (UE) Nº 575/2013.

4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Media (%) ²	13,22	3,19	16,49	12,18	13,12	16,49	25,56	23,82
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	31	13	25	22	13	15	13
0-≤15%	44	33	37	32	41	37	32	29
>15-≤45%	14	24	22	24	21	22	23	26
>45-≤75%	5	3	9	5	4	9	8	9
>75%	5	2	6	6	4	6	8	8
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ²	13,79	2,97	16,39	11,78	12,98	16,39	25,96	23,73
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	14	5	13	12	5	5	2
0-≤15%	24	18	15	17	17	15	17	16
>15-≤45%	7	11	16	12	13	16	11	16
>45-≤75%	2	2	4	2	1	4	5	4
>75%	3	1	1	2	2	1	3	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ²	7,46	6,25	19,34	20,26	15,92	19,34	24,77	29,45
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	15	8	10	9	8	10	11
0-≤15%	16	11	18	11	21	18	12	10
>15-≤45%	6	13	5	12	7	5	10	8
>45-≤75%	3	1	5	3	3	5	3	5
>75%	2	1	5	4	2	5	5	6
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Media (%) ²	4,70	6,59	11,41	5,87	9,25	11,41	12,55	11,16
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	2	0	2	1	0	0	0
0-≤15%	4	4	4	4	3	4	3	3
>15-≤45%	1	0	1	0	1	1	2	2
>45-≤75%	0	0	0	0	0	0	0	0
>75%	0	0	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

	2011	2012	2013	2012	2013	2014	
				II	I	II	I ¹
Miles de euros							
PATRIMONIOS ASESORADOS²							
Total	16.033.108	14.776.498	17.630.081	14.776.498	15.442.297	17.630.081	14.444.024
Clientes minoristas	2.181.943	3.267.079	4.991.653	3.267.079	3.975.400	4.991.653	5.476.008
Clientes profesionales	3.151.565	3.594.287	3.947.782	3.594.287	3.476.305	3.947.782	4.465.564
Otros	10.699.600	7.915.132	8.690.646	7.915.132	7.990.593	8.690.646	4.502.452
INGRESOS POR COMISIONES³							
Total	31.053	26.177	33.273	26.177	14.700	33.273	21.670
Comisiones percibidas	30.844	26.065	33.066	26.065	14.676	33.066	21.229
Otros ingresos	209	112	206	112	25	206	441
PATRIMONIO NETO							
Total	12.320	13.402	21.498	13.402	15.119	21.498	22.897
Capital social	3.895	4.365	5.156	4.365	4.820	5.156	5.227
Reservas y remanentes	950	4.798	9.453	4.798	7.251	9.453	9.865
Resultado del ejercicio ³	7.474	4.239	6.890	4.239	3.048	6.890	7.805

1 Avance con datos del 95% de las EAFI registradas en la CNMV.

2 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral.

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	5.460	5.246	5.129	5.178	5.129	5.156	5.176	5.225
Fondos de inversión	2.341	2.205	2.043	2.084	2.043	2.049	2.012	2.009
Sociedades de inversión	3.056	2.981	3.035	3.039	3.035	3.058	3.114	3.163
IIC de IIC de inversión libre	27	24	22	22	22	21	20	20
IIC de inversión libre	36	36	29	33	29	28	30	33
Total IIC inmobiliarias	14	14	16	16	16	16	15	15
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	10	10	10	10	9	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	739	754	780	772	780	796	802	810
Fondos extranjeros comercializados en España	426	421	408	409	408	414	416	418
Sociedades extranjeras comercializadas en España	313	333	372	363	372	382	386	392
SGIIC	114	105	96	101	96	96	97	96
Depositarias IIC	97	84	77	78	77	76	74	74

1 Datos disponibles: agosto de 2014.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II ¹	III ²
Total IIC de carácter financiero	5.249.813	4.815.628	5.463.820	5.209.038	5.463.820	5.831.525	6.241.005	6.393.532
Fondos de inversión	4.835.193	4.410.763	5.050.556	4.799.634	5.050.556	5.409.951	5.813.853	5.960.834
Sociedades de inversión	414.620	404.865	413.264	409.404	413.264	421.574	427.152	432.698
Total IIC inmobiliarias	30.678	26.155	6.773	22.484	6.773	5.849	5.142	5.153
Fondos de inversión inmobiliaria	29.735	25.218	5.750	21.466	5.750	4.798	4.090	4.101
Sociedades de inversión inmobiliaria	943	937	1.023	1.018	1.023	1.051	1.052	1.052
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	761.380	819.485	1.067.708	1.002.131	1.067.708	1.037.958	1.263.669	-
Fondos extranjeros comercializados en España	177.832	163.805	204.067	194.697	204.067	194.846	228.168	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	583.548	655.680	863.641	807.434	863.641	843.112	1.035.501	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

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

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II ¹	III ²
Total IIC de carácter financiero	155.982,6	147.722,2	184.300,9	171.271,9	184.300,9	198.351,8	212.946,1	216.494,8
Fondos de inversión ³	132.368,6	124.040,4	156.680,1	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8	186.176,5
Sociedades de inversión	23.614,0	23.681,8	27.620,8	26.103,4	27.620,8	28.838,2	30.210,3	30.318,3
Total IIC inmobiliarias	4.807,1	4.485,5	4.536,2	4.759,1	4.536,2	4.464,0	4.354,7	4.342,9
Fondos de inversión inmobiliaria	4.494,6	4.201,5	3.682,6	3.899,2	3.682,6	3.614,7	3.525,8	3.516,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	312,5	284,1	853,7	859,9	853,7	849,3	828,9	826,3
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	29.969,5	38.075,3	54.727,2	50.468,8	54.727,2	60.859,6	67.979,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	6.382,9	6.271,5	8.523,2	8.284,4	8.523,2	9.151,9	9.608,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	23.586,6	31.803,8	46.204,0	42.184,4	46.204,0	51.707,6	58.371,2	-

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

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

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2014, del orden de 5.080 millones de euros.

4 No se incluyen datos de los ETF.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II ²
Patrimonio	132.368,6	124.040,4	156.680,1	135.933,5	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8
Cartera de inversiones financieras	126.370,0	118.446,5	149.343,3	129.370,9	137.908,9	149.343,3	161.847,5	174.368,0
Cartera interior	90.394,4	82.929,6	108.312,7	94.936,5	100.290,1	108.312,7	113.479,1	118.229,3
Valores representativos de deuda	72.076,1	65.999,1	79.480,4	71.448,3	74.392,1	79.480,4	82.222,1	84.391,7
Instrumentos de patrimonio	3.087,0	3.140,8	5.367,4	3.518,9	4.328,2	5.367,4	6.479,8	7.685,1
Instituciones de inversión colectiva	6.038,5	3.170,7	4.498,1	3.913,4	4.066,6	4.498,1	4.973,1	5.432,6
Depósitos en EECC	8.961,2	10.333,3	18.443,7	15.750,8	17.078,0	18.443,7	19.264,4	20.102,2
Derivados	231,5	285,7	523,0	305,1	425,1	523,0	523,3	602,4
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	16,3	15,2
Cartera exterior	35.968,1	35.512,7	41.029,5	34.431,2	37.616,5	41.029,5	48.367,5	56.138,0
Valores representativos de deuda	22.713,5	20.493,9	20.312,8	18.053,8	19.303,0	20.312,8	24.821,9	28.967,5
Instrumentos de patrimonio	7.037,3	7.668,6	11.034,2	8.458,3	9.531,3	11.034,2	12.343,9	13.379,4
Instituciones de inversión colectiva	6.061,6	7.112,3	9.286,0	7.726,3	8.461,8	9.286,0	10.747,8	13.266,4
Depósitos en EECC	23,0	45,8	45,6	39,3	36,2	45,6	37,6	37,9
Derivados	131,6	191,6	350,9	153,3	284,0	350,9	410,9	481,3
Otros	1,1	0,6	0,0	0,1	0,0	0,0	5,5	5,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,5	4,2	1,2	3,2	2,4	1,2	0,9	0,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	5.837,6	5.374,7	7.062,3	6.264,0	7.034,6	7.062,3	7.651,2	8.485,2
Neto deudores/acreedores	161,1	219,2	274,4	298,7	225,0	274,4	14,9	-117,3

1 No se incluye información de la inversión libre, puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

2 Datos provisionales.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II ¹
Patrimonio	23.614,0	23.681,8	27.620,8	24.771,1	26.103,4	27.620,8	28.838,2	30.210,3
Cartera de inversiones financieras	22.521,9	22.512,4	26.105,6	23.438,8	24.596,6	26.105,6	27.223,3	28.425,9
Cartera interior	12.385,3	11.568,0	12.118,9	11.939,5	12.370,8	12.118,9	12.081,9	12.086,2
Valores representativos de deuda	7.460,8	6.021,4	6.304,3	6.092,5	6.342,6	6.304,3	6.253,8	5.964,2
Instrumentos de patrimonio	2.508,5	2.271,7	3.005,5	2.332,0	2.696,3	3.005,5	3.184,6	3.372,5
Instituciones de inversión colectiva	667,4	701,0	1.134,9	805,7	1.031,8	1.134,9	1.317,5	1.462,4
Depósitos en EECC	1.721,7	2.531,9	1.645,4	2.671,3	2.258,6	1.645,4	1.298,4	1.256,8
Derivados	-5,2	7,7	1,4	4,9	9,9	1,4	-1,8	-1,5
Otros	32,2	34,3	27,4	33,1	31,6	27,4	29,3	31,8
Cartera exterior	10.131,1	10.940,2	13.985,1	11.495,8	12.223,4	13.985,1	15.137,9	16.337,0
Valores representativos de deuda	3.070,6	2.489,2	2.613,7	2.041,9	2.154,8	2.613,7	2.963,3	3.352,8
Instrumentos de patrimonio	3.384,3	3.587,8	5.085,5	3.955,9	4.372,5	5.085,5	5.476,2	5.822,3
Instituciones de inversión colectiva	3.516,3	4.700,2	6.119,8	5.359,0	5.536,6	6.119,8	6.559,8	7.026,6
Depósitos en EECC	10,8	14,0	5,5	10,6	8,6	5,5	6,3	4,7
Derivados	145,1	147,1	152,5	126,7	144,7	152,5	124,2	122,4
Otros	3,9	1,8	8,1	1,8	6,2	8,1	8,1	8,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,5	4,3	1,5	3,5	2,4	1,5	3,5	2,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	854,6	959,7	1.302,0	1.127,9	1.300,3	1.302,0	1.408,3	1.605,4
Neto deudores/acreedores	237,4	209,6	213,1	204,2	206,4	213,1	206,5	178,9

1 Datos provisionales.

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.310	2.185	2.045	2.070	2.045	2.037	2.023	2.006
Renta fija ³	508	454	384	388	384	374	375	376
Renta fija mixta ⁴	140	125	122	125	122	119	119	119
Renta variable mixta ⁵	128	117	128	128	128	127	126	126
Renta variable euro	148	127	108	113	108	103	104	102
Renta variable internacional	220	211	193	192	193	190	190	187
Garantizado renta fija	351	398	374	391	374	355	336	319
Garantizado renta variable ⁶	420	361	308	316	308	307	297	296
Fondos globales	203	192	162	168	162	160	163	164
De gestión pasiva	59	85	169	148	169	205	217	220
Retorno absoluto	133	115	97	101	97	97	96	97
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	4.799.719	5.050.719	5.410.205	5.814.175	5.961.233
Renta fija ³	1.384.946	1.261.634	1.508.009	1.410.867	1.508.009	1.612.002	1.712.747	1.750.109
Renta fija mixta ⁴	206.938	188.574	240.676	205.034	240.676	314.879	425.424	465.975
Renta variable mixta ⁵	145.150	138.096	182.223	161.099	182.223	211.810	252.255	270.576
Renta variable euro	237.815	220.450	293.193	254.009	293.193	323.474	347.335	361.243
Renta variable internacional	448.539	398.664	457.606	435.571	457.606	531.270	601.531	631.082
Garantizado renta fija	1.042.658	1.075.852	1.002.458	1.091.051	1.002.458	871.622	796.983	775.521
Garantizado renta variable ⁶	912.298	727.880	608.051	628.100	608.051	613.296	602.530	600.653
Fondos globales	127.336	101.321	128.741	117.838	128.741	146.223	168.796	180.598
De gestión pasiva	100.416	125.003	441.705	321.669	441.705	575.262	673.166	683.357
Retorno absoluto	229.097	173.297	188.057	174.481	188.057	210.367	233.407	242.119
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8	186.176,5
Renta fija ³	46.945,5	40.664,6	55.058,9	50.381,0	55.058,9	59.381,8	62.740,7	64.180,8
Renta fija mixta ⁴	5.253,6	5.500,9	8.138,0	6.873,4	8.138,0	10.600,2	15.666,0	17.382,8
Renta variable mixta ⁵	2.906,1	3.179,9	6.312,4	4.783,4	6.312,4	7.648,6	9.242,9	10.078,3
Renta variable euro	4.829,2	5.270,2	8.632,8	7.021,5	8.632,8	7.753,1	8.601,7	8.513,7
Renta variable internacional	6.281,2	6.615,0	8.849,0	7.967,6	8.849,0	11.693,7	12.426,8	12.459,0
Garantizado renta fija	35.058,0	36.445,0	31.481,2	35.504,7	31.481,2	27.529,5	24.920,1	24.097,7
Garantizado renta variable ⁶	18.014,5	14.413,2	12.503,8	12.767,2	12.503,8	12.810,3	12.940,7	12.916,6
Fondos globales	5.104,7	4.358,6	4.528,1	4.352,8	4.528,1	5.007,9	5.650,3	5.920,0
De gestión pasiva	1.986,2	2.991,2	16.515,9	10.926,5	16.515,9	21.847,0	24.898,6	24.806,2
Retorno absoluto	5.989,7	4.601,9	4.659,9	4.590,4	4.659,9	5.241,5	5.648,0	5.821,4

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

2 Datos disponibles: julio de 2014.

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

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

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

6 Incluye Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	4.835.193	4.410.771	5.050.719	4.799.719	5.050.719	5.410.205	5.814.175	5.961.233
Personas físicas	4.706.193	4.293.071	4.906.380	4.665.265	4.906.380	5.254.889	5.649.064	5.793.374
Residentes	4.645.384	4.237.534	4.848.184	4.608.356	4.848.184	5.194.854	5.587.276	5.729.814
No residentes	60.809	55.537	58.196	56.909	58.196	60.035	61.788	63.560
Personas jurídicas	129.000	117.700	144.339	134.454	144.339	155.316	165.111	167.859
Entidades de crédito	490	473	521	520	521	589	590	618
Otros agentes residentes	127.765	116.589	143.083	133.198	143.083	153.950	163.695	166.431
Entidades no residentes	745	638	735	736	735	777	826	810
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8	186.176,5
Personas físicas	106.627,6	101.963,8	125.957,2	117.097,2	125.957,2	135.612,9	145.852,7	148.679,2
Residentes	105.088,0	100.515,7	124.175,3	115.454,6	124.175,3	133.674,6	143.752,0	146.527,3
No residentes	1.539,6	1.448,0	1.781,9	1.642,5	1.781,9	1.938,3	2.100,7	2.152,0
Personas jurídicas	25.741,1	22.076,6	30.722,9	28.071,3	30.722,9	33.900,7	36.883,2	37.497,3
Entidades de crédito	1.446,7	1.075,4	547,6	568,2	547,6	519,0	524,5	625,0
Otros agentes residentes	23.880,7	20.657,1	29.743,3	27.044,1	29.743,3	32.922,7	35.871,5	36.376,2
Entidades no residentes	413,7	344,1	431,9	459,0	431,9	459,0	487,1	496,2

¹ Datos disponibles: julio de 2014.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	58.145,0	51.006,7	91.115,7	24.368,4	19.197,3	29.650,2	34.856,3	32.927,4
Renta fija	27.206,2	32.924,2	50.154,7	15.803,3	10.626,0	14.459,2	16.218,9	15.222,9
Renta fija mixta	1.332,4	1.440,2	4.569,8	1.009,0	766,6	2.009,3	3.126,7	5.853,9
Renta variable mixta	815,7	590,0	3.021,8	496,0	656,0	1.473,2	1.615,8	1.973,9
Renta variable euro	2.085,0	1.257,5	4.082,8	866,6	793,8	1.722,5	1.921,3	1.665,8
Renta variable internacional	3.835,1	1.693,8	3.697,4	984,9	826,5	1.187,7	1.425,9	1.323,2
Garantizado renta fija	13.965,7	7.976,3	5.964,0	1.763,8	908,8	335,4	287,2	125,2
Garantizado renta variable	2.570,7	1.420,7	1.937,5	502,7	524,5	441,0	1.141,2	966,6
Fondos globales	3.261,6	1.270,9	2.175,2	496,7	439,0	738,7	766,5	836,4
De gestión pasiva	924,7	1.402,2	13.627,5	1.969,8	3.274,0	6.693,8	7.394,1	4.087,3
Retorno absoluto	2.147,7	1.031,0	1.885,0	475,6	382,0	589,5	958,7	872,3
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	68.983,6	63.744,4	66.982,7	19.151,6	13.330,5	20.845,9	24.786,4	22.161,4
Renta fija	37.633,9	38.767,8	36.371,6	11.758,0	7.187,6	10.072,8	12.585,6	12.265,9
Renta fija mixta	3.258,1	2.215,4	2.510,5	599,6	572,2	867,0	803,2	952,2
Renta variable mixta	1.136,2	973,1	1.139,9	277,5	236,2	441,0	407,0	534,8
Renta variable euro	1.933,0	1.421,2	2.352,5	764,4	466,1	696,7	966,3	882,9
Renta variable internacional	4.652,7	2.114,4	2.797,2	827,3	629,2	757,7	1.003,1	946,7
Garantizado renta fija	6.737,4	8.829,3	10.433,2	2.099,3	1.864,9	4.041,7	4.050,6	2.787,9
Garantizado renta variable	5.632,3	4.944,2	4.007,7	1.357,1	836,3	784,0	1.164,9	1.010,0
Fondos globales	2.316,3	1.278,4	1.327,8	316,0	260,7	450,0	352,8	301,9
De gestión pasiva	1.199,2	830,1	4.089,3	599,4	847,5	2.175,2	3.036,8	2.002,4
Retorno absoluto	4.484,7	2.370,4	1.952,8	553,0	429,8	559,6	416,0	476,7

¹ Datos estimados.

Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos

CUADRO 3.9

Millones de euros	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	-10.853,1	-14.597,3	24.086,2	5.205,5	5.847,4	8.808,9	10.082,0	10.766,6
Renta fija	-10.423,6	-7.739,7	13.405,0	3.934,9	3.329,4	4.411,2	3.831,2	2.955,3
Renta fija mixta	-1.980,4	-18,8	2.369,7	668,7	132,6	1.149,4	2.319,5	4.897,1
Renta variable mixta	-375,5	35,8	2.673,3	315,7	668,0	1.340,6	1.216,3	1.441,5
Renta variable euro	142,0	-115,4	1.733,5	104,6	328,0	1.025,9	-1.220,2	607,3
Renta variable internacional	-796,0	-425,3	865,9	133,3	175,4	434,9	2.605,7	389,7
Garantizado renta fija	7.809,3	-338,8	-6.717,5	-602,6	-2.334,0	-4.318,7	-4.399,8	-2.796,8
Garantizado renta variable	-4.053,9	-4.225,9	-2.689,1	-952,7	-593,3	-491,2	149,1	-72,9
Fondos globales	972,2	-1.021,0	-176,7	-197,9	42,0	40,2	400,7	554,9
De gestión pasiva	60,8	823,8	12.675,2	1.851,1	4.150,7	5.196,4	4.636,7	2.423,8
Retorno absoluto	-2.207,9	-1.571,9	-53,2	-49,5	-51,4	20,0	542,8	366,7
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-673,3	6.289,3	8.566,5	433,0	3.395,2	2.703,1	2.757,7	2.456,0
Renta fija	744,9	1.459,6	990,0	111,7	315,0	266,9	492,0	403,8
Renta fija mixta	-85,1	266,1	267,6	-15,8	122,4	115,2	142,6	168,9
Renta variable mixta	-189,0	238,2	459,3	2,6	203,5	188,5	119,8	152,8
Renta variable euro	-666,9	558,8	1.629,1	71,4	825,7	585,5	340,4	241,4
Renta variable internacional	-947,2	759,1	1.368,1	-60,0	494,9	446,5	239,0	343,4
Garantizado renta fija	1.070,4	1.727,4	1.754,3	265,8	522,7	295,3	448,1	187,4
Garantizado renta variable	21,8	624,5	779,8	59,4	328,4	227,8	157,5	203,3
Fondos globales	-307,8	274,9	346,2	-11,7	153,5	135,1	79,1	87,5
De gestión pasiva	-163,9	196,8	861,0	39,9	380,7	393,0	700,3	627,8
Retorno absoluto	-150,5	184,1	111,1	-30,4	48,4	49,4	38,9	39,8

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,45	6,03	7,37	0,61	2,67	2,05	1,97	1,68
Renta fija	2,28	4,33	2,96	0,47	0,84	0,70	1,06	0,86
Renta fija mixta	-0,15	6,05	5,2	0,05	2,10	1,87	1,86	1,63
Renta variable mixta	-4,30	9,20	11,84	0,50	4,93	3,72	2,09	2,24
Renta variable euro	-10,77	12,84	28,36	1,94	13,16	7,93	5,32	3,54
Renta variable internacional	-11,05	13,51	21,47	-0,21	6,94	5,82	2,64	3,46
Garantizado renta fija	3,77	5,30	5,8	0,93	1,66	1,09	1,81	0,95
Garantizado renta variable	1,29	5,26	7,34	0,77	2,89	2,05	1,60	1,94
Fondos globales	-4,55	7,80	9,86	0,05	4,03	3,51	2,01	1,99
De gestión pasiva	-6,27	7,99	9,84	0,92	4,20	2,99	3,79	2,87
Retorno absoluto	-0,90	4,93	3,61	-0,41	1,35	1,39	1,07	1,02
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,93	0,94	0,98	0,24	0,25	0,25	0,24	0,24
Renta fija	0,64	0,66	0,68	0,18	0,17	0,16	0,17	0,17
Renta fija mixta	1,17	1,10	1,13	0,28	0,28	0,29	0,29	0,30
Renta variable mixta	1,59	1,51	1,51	0,37	0,40	0,36	0,36	0,36
Renta variable euro	1,80	1,77	1,85	0,44	0,50	0,47	0,47	0,44
Renta variable internacional	1,77	1,74	1,83	0,43	0,47	0,46	0,43	0,44
Garantizado renta fija	0,72	0,79	0,86	0,21	0,22	0,22	0,22	0,22
Garantizado renta variable	1,24	1,23	1,25	0,31	0,31	0,32	0,30	0,30
Fondos globales	1,11	1,01	1,32	0,28	0,36	0,36	0,32	0,30
De gestión pasiva	0,75	0,81	0,72	0,18	0,17	0,19	0,16	0,16
Retorno absoluto	1,08	1,03	1,13	0,26	0,29	0,29	0,28	0,27
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,12	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,12	0,12	0,09	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

CUADRO 3.11

En %	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	-0,08	5,50	6,50	0,36	2,50	1,85	1,71	1,41
Renta fija	1,56	3,54	2,28	0,31	0,65	0,54	0,89	0,67
Renta fija mixta	-1,34	4,95	4,16	-0,19	1,85	1,62	1,57	1,34
Renta variable mixta	-5,64	7,83	10,85	0,17	4,78	3,52	1,69	1,89
Renta variable euro	-11,71	12,31	28,06	1,30	13,71	7,99	5,01	3,04
Renta variable internacional	-10,83	13,05	20,30	-0,69	6,87	5,54	2,22	2,92
Garantizado renta fija	3,28	4,85	4,96	0,70	1,46	0,89	1,56	0,71
Garantizado renta variable	0,14	5,07	6,15	0,42	2,62	1,83	1,26	1,59
Fondos globales	-4,64	7,44	8,71	-0,26	3,80	3,25	1,65	1,69
De gestión pasiva	-7,33	7,10	8,88	0,86	4,13	2,58	3,45	2,64
Retorno absoluto	-1,87	3,84	2,46	-0,62	1,07	1,04	0,82	0,75

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	2.047	2.427	2.415	2.374	2.333	2.415	2.513	2.569
Patrimonio (millones de euros)	728,1	918,6	1.036,7	981,3	994,8	1.036,7	1.172,4	1.206,5
Suscripciones (millones de euros)	201,1	347,6	401,7	76,3	132,6	97,0	134,5	65,3
Reembolsos (millones de euros)	92,5	212,7	414,3	69,4	167,0	95,7	44,1	42,7
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	108,6	134,8	-12,6	6,9	-34,4	1,3	90,4	22,6
Rendimientos netos (millones euros)	-26,5	55,7	130,0	9,6	47,9	40,5	45,3	11,6
Rentabilidad (en %)	-2,56	7,17	16,48	1,03	5,33	5,41	4,21	1,01
Rendimientos de gestión (%) ²	-1,88	8,00	17,22	1,73	5,97	4,64	5,02	1,39
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,66	1,38	2,87	0,58	0,98	0,74	0,94	0,30
Gastos de financiación (%) ²	0,06	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.805	3.338	3.022	3.230	3.218	3.022	2.994	2.973
Patrimonio (millones de euros)	573,0	540,0	350,3	468,0	418,3	350,3	352,1	354,0
Suscripciones (millones de euros)	10,6	23,6	4,9	3,6	0,0	0,4	1,5	-
Reembolsos (millones de euros)	120,1	74,3	215,2	69,0	50,8	76,3	2,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-109,6	-50,8	-210,3	-65,4	-50,8	-75,9	-0,5	-
Rendimientos netos (millones euros)	-12,3	17,6	20,6	-2,8	1,2	7,9	2,3	-
Rentabilidad (en %)	-1,71	0,88	4,39	-0,52	0,25	1,89	0,66	1,26
Rendimientos de gestión (%) ³	-0,47	4,56	5,78	-0,21	0,59	2,28	1,00	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,25	1,28	1,28	0,31	0,31	0,33	0,27	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: mayo de 2014. Rentabilidad calculada para el periodo marzo - mayo.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	2.341	2.205	2.043	2.084	2.043	2.049	2.012	2.008
Sociedades de inversión	3.002	2.922	2.975	2.977	2.975	3.000	3.053	3.094
IIC de IIC de inversión libre	27	24	22	22	22	21	20	-
IIC de inversión libre	35	35	29	33	29	27	28	-
Fondos de inversión inmobiliaria	6	6	6	6	6	6	6	6
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	8	10	10	10	10	9	9
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	132.368,6	124.040,4	156.680,1	145.168,5	156.680,1	169.513,6	182.735,8	186.159,9
Sociedades de inversión	23.037,6	23.011,0	26.830,1	25.374,0	26.830,1	28.007,0	29.395,0	29.499,6
IIC de IIC de inversión libre ⁴	573,0	539,9	350,3	418,3	350,3	352,1	354,0	-
IIC de inversión libre ⁴	694,7	881,4	1.036,6	994,8	1.036,6	1.138,4	1.171,3	-
Fondos de inversión inmobiliaria	4.494,6	4.201,5	3.682,6	3.899,2	3.682,6	3.614,7	3.525,8	3.516,6
Sociedades de inversión inmobiliaria	312,5	284,1	853,7	859,9	853,7	849,3	828,9	826,3

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

2 Datos disponibles: julio de 2014.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2014: mayo de 2014.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2011	2012	2013	2013			2014	
				II	III	IV	I	II ²
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	29.969,5	38.075,3	54.727,2	47.202,7	50.468,8	54.727,2	60.859,6	67.979,9
Fondos	6.382,9	6.271,5	8.523,2	7.537,5	8.284,4	8.523,2	9.151,9	9.608,7
Sociedades	23.586,6	31.803,8	46.204,0	39.665,2	42.184,4	46.204,0	51.707,6	58.371,2
Nº DE INVERSORES								
Total	761.380	819.485	1.067.708	935.431	1.002.131	1.067.708	1.037.958	1.263.669
Fondos	177.832	163.805	204.067	181.158	194.697	204.067	194.846	228.168
Sociedades	583.548	655.680	863.641	754.273	807.434	863.641	843.112	1.035.501
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	739	754	780	753	772	780	796	802
Fondos	426	421	408	406	409	408	414	416
Sociedades	313	333	372	347	363	372	382	386
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	297	310	320	308	317	320	325	326
Francia	284	272	260	271	274	260	274	276
Irlanda	87	90	102	93	97	102	109	109
Alemania	20	31	32	30	30	32	32	33
Reino Unido	19	22	22	22	22	22	24	26
Holanda	1	1	2	2	2	2	2	2
Austria	25	23	24	22	24	24	24	24
Bélgica	5	3	4	3	4	4	4	4
Malta	1	1	1	1	1	1	1	1
Dinamarca	0	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: Importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2011	2012	2013	2013		2014		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	6	6	6	6	6	6	6	6
Participes	29.735	25.218	5.750	21.466	5.750	4.798	4.090	4.101
Patrimonio (millones de euros)	4.494,6	4.201,5	3.682,6	3.899,2	3.682,6	3.614,7	3.525,8	3.516,6
Rentabilidad (%)	-3,23	-5,53	-11,28	-2,13	-5,15	-1,59	-2,31	-0,26
SOCIEDADES								
Número	8	8	10	10	10	10	9	9
Accionistas	943	937	1.023	1.018	1.023	1.051	1.052	1.052
Patrimonio (millones de euros)	312,5	284,1	853,7	859,9	853,7	849,3	828,9	826,3

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

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

