

INFORME DE MERCADO

2018

**Los flujos de capital canalizados** en la Bolsa alcanzan los **15.224 millones**.

En 2018 ha habido 5 nuevas empresas en Bolsa y 23 en el MAB.

Los accionistas han percibido este año más de **28.793 millones en dividendos**, cifra que supera en un 3,4% a la de 2017.

**Las SOCIMIs, protagonistas en 2018.** Se han incorporado en el ejercicio 21 nuevas y el número total de SOCIMIs sube a **69**.

**El MARF prosigue su expansión** y el volumen de emisiones asciende a 6.359 millones de euros, un 60,2% más que en 2017.



SÍGUENOS EN:



[www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)

#balancebolsa



Balance de actividad de los  
Mercados de Valores en España

A large, stylized 'X' graphic dominates the background of the page. It is composed of multiple overlapping layers of the same 'X' shape, creating a sense of depth and movement. The colors range from a dark blue to a light grey. The text 'INFORME DE MERCADO' is positioned on the left side of the graphic, and '2018' is on the right side.

INFORME DE MERCADO

2018

Datos a diciembre de 2018

*Todos los datos que se ofrecen en este Informe referidos a los índices IBEX 35, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap, se han realizado con cálculos basados en la composición que tenían estos antes de las últimas modificaciones que entraron en vigor el 31 de diciembre de 2018.*



# Índice

○	CIFRAS DEL AÑO	4
○	RESUMEN DEL AÑO	5
○	1. ENTORNO ECONÓMICO Y RESULTADOS EMPRESARIALES	12
	TEMA ESPECIAL / GIRO FISCAL	22
○	2. INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS BURSÁTILES	31
○	3. RENTA FIJA COTIZADA: FINANCIACIÓN E INVERSIÓN	65
○	4. DERIVADOS FINANCIEROS: OPCIONES Y FUTUROS	74
○	5. LA ACTIVIDAD DE CLEARING DURANTE 2018	81
○	6. LIQUIDACIÓN Y REGISTRO	84
○	7. MARKET DATA Y SERVICIOS DE VALOR AÑADIDO	87
○	8. MIFID II Y SU INCORPORACIÓN A LA LEGISLACIÓN ESPAÑOLA	91



# Cifras del año

## ÍNDICES DE COTIZACIONES

INDICES	30/12/2016	29/12/2017	31/12/2018	Variación**	Máximo*	Fecha	Mínimo*	Fecha
<b>IBEX 35</b>	9.352,10	10.043,90	<b>8.539,90</b>	-14,97%	10.609,50	23 en.	8.363,90	27 dic.
<b>IBEX 35 con dividendos</b>	24.215,10	26.939,60	<b>23.838,90</b>	-11,51%	28.518,70	23 en.	23.331,60	27 dic.
<b>IBEX MEDIUM CAP</b>	14.485,20	15.060,00	<b>12.994,10</b>	-13,72%	15.818,20	7 jun.	12.598,00	27 dic.
<b>IBEX SMALL CAP</b>	5.006,20	6.580,20	<b>6.086,80</b>	-7,50%	7.959,00	14 jun.	5.962,40	27 dic.
<b>IBEX TOP DIVIDENDO</b>	2.775,90	3.091,40	<b>2.733,90</b>	-11,56%	3.256,00	23 en.	2.685,00	27 dic.
<b>FTSE4Good IBEX</b>	9.568,40	10.447,30	<b>8.853,70</b>	-15,25%	11.026,30	23 en.	8.668,80	27 dic.
<b>FTSE Latibex Top</b>	3.795,20	4.072,40	<b>4.676,90</b>	14,84%	5.060,40	5 nov.	3.805,50	7 jun.
<b>FTSE Latibex Brasil</b>	8.041,40	8.518,70	<b>10.291,90</b>	20,82%	11.168,10	5 nov.	7.657,80	25 jun.
<b>Tipos de Interés a 10 años</b>	1,40%	1,54%	<b>1,42%</b>					
<b>Tipo de cambio dólar / euro</b>	1,06	1,20	<b>1,15</b>					

(\*) En el último año y calculados sobre datos de cierre de sesión (\*\*) Último año sobre el cierre del año anterior

## ÍNDICE DE VOLATILIDAD/ RIESGO

VOLATILIDAD/ RIESGO	Año 2016	Año 2017	Año 2018
<b>VIBEX*</b>	23,49%	15,32%	<b>15,04%</b>

(\*) Medias de datos diarios.

## VOLÚMENES DE CONTRATACIÓN (MILLONES DE €, SALVO INDICACIÓN)

	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Variación***
<b>Renta Variable</b>	652.925	651.489	<b>587.507</b>	-9,82%
<b>Deuda Pública total mercado*</b>	5.875.113	5.328.908	<b>5.039.652</b>	-5,43%
<b>Deuda Pública en Plataformas de BME</b>	175.535	137.764	<b>200.371</b>	45,45%
<b>Opciones y Futuros sobre IBEX 35**</b>	12.617.526	12.241.973	<b>12.089.334</b>	-1,25%
<b>Opciones y Futuros sobre acciones individuales**</b>	32.736.458	32.335.004	<b>31.412.879</b>	-2,85%

(\*) Operaciones simples de contado sobre Deuda Pública anotada (\*\*) Número de contratos negociados. (\*\*\*) En el último año sobre el año anterior.

## CAPITALIZACIÓN Y SALDOS VIVOS (MILLONES DE €)

	31/12/2016	29/12/2017	31/12/2018	Variación*
<b>Capitalización Renta Variable</b>	1.035.332	1.137.418	<b>990.867</b>	-12,88%
<b>Saldo vivo Deuda Pública</b>	933.007	980.651	<b>1.028.580</b>	4,89%
<b>Saldo vivo Deuda Corporativa AIAF</b>	510.048	524.036	<b>483.080</b>	-7,82%

(\*) En el último año sobre el cierre del año anterior



# Resumen del año

2018 ha sido un año difícil y muy complejo para los mercados financieros internacionales y para los inversores en el cual los precios de la inmensa mayoría de los activos financieros en todo el mundo han cerrado el año con pérdidas. La desaceleración moderada de la economía global se ha conjurado con factores de inestabilidad de impacto potencial muy importante, como el aumento del proteccionismo y las disputas comerciales, el auge de movimientos políticos populistas, las negociaciones del Brexit, la caída de los precios de las materias primas, los episodios de crisis monetaria virulenta en países emergentes como Turquía y Argentina o la expansión de la deuda pública y privada en términos globales agregados. En el transcurso del año los principales organismos internacionales han revisado a la baja las estimaciones anuales de crecimiento mundial, el último la OCDE en noviembre hasta el 3,5%, cuatro décimas menos que en mayo. La economía de la eurozona ha sido una de las principales sorpresas negativas desacelerando su crecimiento hasta niveles por debajo del 2%, lastrada por el desempeño peor de lo esperado en la segunda mitad del año de las economías alemana e italiana.

Más de una década después del inicio de la crisis financiera mundial, las Autoridades Monetarias de las principales áreas económicas mundiales siguen manteniendo un gran protagonismo y en 2018 la divergencia entre Europa y los EEUU se ha mantenido. La FED ha mantenido un tono abiertamente restrictivo y ha practicado durante el año cuatro subidas de tipos de referencia de 0,25 puntos, la última en diciembre hasta el nivel del 2,50%. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha comenzado a moderar su política expansiva y aunque los tipos de referencia han permanecido en el 0%, las compras de deuda pública y privada se han ido reduciendo paulatinamente desde enero hasta desaparecer al cierre de diciembre. A partir del inicio de 2019 se mantendrán únicamente las reinversiones de los vencimientos de deuda. Las expectativas de una primera subida de tipos por parte del BCE se han ido alejando y al cierre de 2018 ya se situaban no antes de 2020.

En España, la economía ha entrado en 2018 en una fase más madura del ciclo, ya esperada, como consecuencia del agotamiento progresivo de los “vientos de cola” favorables y del impacto de los factores de riesgo apuntados, en especial la desaceleración mundial y europea y la crisis en algunas economías emergentes. Dos motores de la economía española se han debilitado: el consumo, por el agotamiento progresivo de la demanda embalsada y otros factores, y las exportaciones por el menor dinamismo europeo y emergente. Tanto el Banco de España como la Comisión Europea y la OCDE han rebajado sus estimaciones y en los últimos compases de 2018 coincidían en un crecimiento del PIB para 2018 del 2,6% y del 2,2% para 2019. Por componentes, se habían revisado a la baja el consumo y las exportaciones, mientras lo hace al alza la inversión tanto en su componente de construcción como de bienes de equipo e inmateriales.

## Bolsas e Índices internacionales

---

Los principales índices bursátiles globales han cerrado 2018 con sustanciales pérdidas acumuladas, que oscilan entre el -9,1% y el -10,7%, tras las fuertes ganancias del año anterior cercanas al 20%. El mes de diciembre ha concentrado las caídas más abultadas de los indicadores bursátiles de precios.

Las Bolsas europeas y la española en particular han acumulado pérdidas superiores al conjunto mundial, del 15% para el IBEX 35, principal índice de la Bolsa española, y del 14,3% para el indicador paneuropeo EuroSTOXX50. Teniendo en cuenta los dividendos, la pérdida del IBEX 35 se reduce al 11,5%. El negativo comportamiento del sector bancario europeo (-28,5%), con fuerte ponderación bursátil, ha arrastrado a los indicadores generales de todo el continente, que bajan también de forma significativa en mercados como Francia (-10,9%), Italia (-16,5%) o Alemania (-18,3%). También los mercados norteamericanos han arrojado pérdidas, aunque menos intensas que en Europa: el Dow Jones baja un 5,6%, el más amplio S&P 500, un 6,3%, mientras el Índice Nasdaq 100 de componente tecnológico, ha perdido un 1%. Tampoco el año ha sido favorable para el conjunto de mercados emergentes (-15%) pero sí para Brasil, con su índice subiendo un 15%, el mejor registro mundial entre los mercados significativos.

## Inversión en acciones españolas: capitalización, negociación, liquidez y rentabilidad por dividendo

Las cotizaciones en la Bolsa española en 2018 se han visto impactadas negativamente por factores coyunturales y algunos de componente más estructural. Entre los primeros está el menor dinamismo económico interno y del área euro. También, en alguna medida, la inestabilidad política derivada del cambio de Gobierno. Desde el punto de vista más estructural, ha influido negativamente en el mercado español de acciones el fuerte peso del sector bancario, cuyo índice ha caído un 29%, en línea con los valores financieros en todo el mundo. Por el contrario, otros subsectores más relacionados con la energía, la investigación y las nuevas tecnologías como Electricidad y Gas (8,9%), la Industria Química (8,8%) o Energías Renovables (9,6%).

La capitalización de la Bolsa española se ha quedado ligeramente por debajo del billón de euros, en concreto 991.000 millones, al cierre del año 2018.

El número de compañías admitidas a negociación en todos los segmentos suma 3.007 empresas, con una disminución de 129 empresas respecto al cierre del año anterior como consecuencia fundamentalmente de la reducción del número de SICAVs en 154, la mayoría por disolución e integración posterior de su patrimonio en fondos de inversión.

Tanto las incertidumbres como la negativa evolución de las cotizaciones han afectado al volumen de negociación de acciones en la Bolsa española que ha alcanzado los 587.507 millones de euros y 44,22 millones de operaciones con caídas respectivas del 9,8% y del 13,2%. El ejercicio ha estado marcado por novedades operativas de adaptación al nuevo entorno competitivo conformado por la plena entrada en funcionamiento de las reglas MiFID II. También la reducida volatilidad ha continuado siendo muy acusada en la Bolsa española, cuyo indicador de volatilidad, el Índice VIBEX, ha permanecido a lo largo de 2018 en valores promedio históricamente bajos (15,04%), incluso inferiores al año anterior, aunque con una tendencia al alza que se inició en junio y se ha acelerado en los dos últimos meses del año.

Los sistemas de negociación de la Bolsa española mantienen una posición muy destacada en términos de liquidez y profundidad de mercado para las acciones de las empresas cotizadas en sus plataformas. De acuerdo con la horquilla o diferencial entre el mejor precio de compra y venta, el promedio del conjunto de valores incluidos en los índices de referencia se ha mantenido en niveles históricamente reducidos. El IBEX 35 ha presentado en el mes de cierre de 2018 una horquilla promedio de 5,4 puntos básicos (centésimas), apenas tres milésimas por encima de hace un año, mientras la del IBEX MEDIUM marcaba en julio su mínimo histórico con 21 puntos básicos. Los valores españoles siguen destacando en el ranking de los más negociados en el área euro: el 10% de los valores del Índice EuroSTOXX 50 son españoles, con un peso superior al 9% sobre la capitalización y de casi el 12% de la contratación.

La Bolsa española mantiene una posición de liderazgo entre los mercados desarrollados en la rentabili-

dad para el accionista en forma de dividendos y otros pagos, siendo uno de los factores que más atraen tanto a inversores particulares como institucionales, extranjeros o nacionales. En 2018 las empresas cotizadas han repartido a sus accionistas 30.105 millones de euros en dividendos, devolución de aportaciones por primas de emisión y reducción de nominal, un 6,6% más que en el año anterior. De acuerdo con datos internacionales comparables publicados por MSCI, al cierre de 2018 la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española se situaba en el 4,6%, situándose en el grupo de las cinco primeras por este concepto entre las Bolsas mundiales desarrolladas y acumulando 11 años por encima del 4%, lo que refleja la recurrencia de los pagos del conjunto de empresas españolas cotizadas.

La internacionalización de las empresas españolas, de tanta relevancia para explicar la salida de la crisis de la economía española es un proceso que se ha vivido con especial intensidad entre las cotizadas en la Bolsa: la facturación procedente del exterior del conjunto de empresas cotizadas en la primera mitad de 2018 fue del 67,68% cuando hace 20 años era escasamente del 24% y del 50% hace 10.

Productos asimilables a la Renta Variable como los Fondos Cotizados en Bolsa o ETFs han tenido una negociación en 2018 de 3.025 millones de euros a través de 86.716 operaciones. Estos importes representan descensos frente a 2017 del 32,2% y del 11,8%, respectivamente. La consolidación de un mercado amplio, diversificado y transparente de fondos cotizados en Bolsa o ETFs sigue siendo una asignatura pendiente en España por varios factores, entre ellos los de índole fiscal.

También en la plataforma de la Bolsa española se negocian warrants cuyo desempeño en 2018 se ha visto afectado por la ausencia de volatilidad, al igual que sucedió en 2017. La contratación fue de 981 millones de warrants, un 20% por debajo de la anotada en 2017, por un valor efectivo de 283 millones de euros un 0,35% superior al año anterior. Sin embargo, el número de admisiones en el año fue de 4.983, un 10% inferior a las anotadas en 2017. Al cierre de 2018 había 2.428 emisiones de warrants vivas en el mercado.

## Ampliaciones, OPVs y salidas a Bolsa

La base inversora de la Bolsa española se ha mantenido amplia y diversificada, con los inversores extranjeros como grupo más importante, con un 46% de participación en el capital del conjunto de compañías cotizadas, de acuerdo con datos de cierre de 2017 que suponen un récord histórico. Gracias a la confianza de los inversores, la Bolsa española ha ocupado tradicionalmente una posición relevante en el concierto internacional en materia de financiación a las empresas en forma de capital y, así, desde el año 2000 se han canalizado nuevos flujos de financiación e inversión con acciones por un valor cercano a los 780.000 millones de euros.

En 2018 el comportamiento de las cotizaciones en Europa y en España ha lastrado también tanto las operaciones de salida a Bolsa como a la financiación obtenida a través de ampliaciones de capital. En conjunto, en 2018 se han producido 141 operaciones de captación de financiación y salidas a Bolsa con y sin oferta pública, un número ligeramente superior a las registradas en 2017 pero por importes sensiblemente inferiores. Sólo algunas ampliaciones ligadas a procesos de fusión y la incorporación de SOCIMI han mantenido un nivel destacado en volumen efectivo.

Los flujos de financiación e inversión canalizados por la Bolsa española en 2018 han alcanzado los 15.224 millones de euros. A pesar de ser una cifra inferior a la de los años más brillantes, sigue permitiendo al mercado español mantener una posición destacada en el mundo en este capítulo. En concreto en 2018, la 11ª de alrededor de las 80 Bolsas contempladas por la Federación Mundial de Bolsas (WFE) con datos comparables al cierre del mes de octubre.

En el caso de las ampliaciones de capital, su importe en el año ha supuesto de 9.990, un tercio de lo captado en 2017. En cuanto a las salidas a Bolsa y tras un magnífico año anterior, en 2018 el volumen

de colocaciones de salida a Bolsa en Europa caía un 53% hasta el tercer trimestre comparado con el mismo periodo del año anterior, registrándose en ese trimestre los volúmenes de colocación más bajos de los últimos años, con gran número de operaciones previstas canceladas ante la incertidumbre en los mercados bursátiles. El mercado español no ha sido ajeno a esta tendencia y aunque se ha producido la incorporación a cotización de 31 nuevas empresas, un número elevado, la mayoría lo han hecho a través de admisiones (listing) sin oferta pública previa (esta cifra incluye una Sociedad de Inversión Libre o SIL y 5 SICAVs admitidas en sus apartados del MAB). Sigue destacando la incorporación de empresas del sector inmobiliario, tanto por la incorporación de una empresa de tamaño significativo como Metrovacesa de la que se colocaron en el mes de febrero acciones por valor de 646 millones de euros, como del elevado ritmo de incorporación de SOCIMIs (20 nuevas) al segmento específico para ellas del MAB. Las perspectivas para los próximos años apuntan a que la incorporación de SOCIMIs se mantendrá por el atractivo de esta figura para canalizar inversión institucional al sector inmobiliario. Además de Metrovacesa, en el mercado principal se han incorporado la australiana Berkeley Energía, Arima SOCIMI, Amrest Holding y Solarpack.

## Financiación en forma de capital: MAB

---

Si bien la tendencia hacia una mayor diversificación de la financiación empresarial en España es cada vez más patente y en el caso de las grandes compañías cotizadas muy acelerada, las compañías de menor tamaño siguen encontrando dificultades. Con el objetivo de mejorar esta situación, el MAB prosigue su camino para convertirse en la opción preferente para empresas pequeñas y medianas en expansión para obtener financiación en forma de capital dentro del ecosistema de las Bolsas de valores, diseminar el accionariado, y estar presentes en foros nacionales e internacionales, todo ello con un coste reducido adaptado a las necesidades de cada tipo y tamaño de empresa.

En 2018 en el segmento de Empresas en Expansión se han incorporado 3 compañías: Robot, Tier1 Technology y Alquiber. Las 41 empresas cotizadas en el mercado han efectuado 11 operaciones de ampliación de capital por un importe de 115 millones de euros, 3 millones más que el año anterior.

El segmento de SOCIMIs ha sido el más activo del MAB en 2018, con un total de 20 incorporaciones hasta alcanzar 64 empresas admitidas. Estas compañías han realizado 15 operaciones, más del doble que en 2017, y un importe captado de 379 millones de euros, un 71% más que en el mismo período del año anterior.

## Operaciones corporativas: M&A y OPAs

---

Como reflejo del relevante papel que la Bolsa juega en el mercado de control de empresas a la hora de facilitar las operaciones corporativas, la actividad relacionada con fusiones y adquisiciones ha sido muy destacada en el año. Entre las fusiones han destacado las protagonizadas por empresas pertenecientes al sector financiero: Banco Santander y Banco Popular la más relevante, Liberbank y Banco de Castilla-La Mancha, Bankia y Banco Mare Nostrum.

También en el conjunto de 2018 se habían registrado en la Bolsa española siete Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) sobre las siguientes compañías: Axiare, Abertis, Saeta Yield, Hispania, NH Hoteles, Funespaña y Europac; todas ellas con resultado positivo. El importe de estas ofertas ha ascendido a 20.425 millones de euros. De esta cifra, 14.000 millones corresponden a una única oferta, la realizada sobre Abertis. En estas operaciones destaca tanto el papel preponderante que ha tenido la inversión extranjera (cinco de las entidades oferentes son foráneas) como el hecho de que cuatro de los objetivos de las OPAs son SOCIMIs, un reflejo de la intensa actividad corporativa en el sector inmobiliario español.

## Renta fija cotizada: financiación e inversión

Los mercados españoles de renta fija han adaptado su operativa a la nueva regulación europea MiFID II, con normas de mercado y transparencia más rigurosas y similares a las que ya regían en los mercados de renta variable. En 2018 los mercados y plataformas españolas han incorporado tanto modalidades novedosas, como la opción de operar según indicación de interés para instrumentos poco líquidos, como también se ha aumentado el número de emisiones disponibles para ser negociadas. Mediante la optimización de los procesos de admisión a cotización de los distintos tipos de emisiones de renta fija y de la estructura de tarifas, se sientan las bases para mantener el fuerte ritmo de aumento del número de empresas españolas que captan fondos a través de la emisión de valores de renta fija, que alcanzó la cifra de 67 en 2017 de acuerdo con el Banco de España.

La volatilidad ha retornado con fuerza a las rentabilidades y precios de los bonos públicos y privados. En los mercados internacionales de deuda pública se ha mantenido una amplia brecha entre los tipos a 10 años norteamericanos y europeos, con el bono norteamericano por encima del 3% buena parte del año hasta la corrección del mes de diciembre, mientras el bono alemán se situaba ampliamente por debajo del 0,5% y aceleraba la caída de rentabilidades en diciembre. En otros mercados de bonos del área euro ha predominado la tensión sobre todo protagonizada por los bonos italianos cuya prima de riesgo frente a los bonos alemanes de referencia a 10 años ha llegado a superar los 3 puntos porcentuales (300 puntos básicos). En cuanto a los bonos españoles a 10 años la prima de riesgo frente a la referencia alemana se situaba al cierre del año en 118 puntos básicos (1,20%), nivel ligeramente superior al comienzo del año.

En el mercado regulado español de deuda pública opera sobre la plataforma electrónica de negociación SEND. Si al cierre del año 2017 se había incorporado a SEND el saldo vivo de la deuda autonómica española, en el tercer trimestre de 2018 se había completado la incorporación a cotización de todas las emisiones de deuda gubernamental de Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Italia, Austria, Portugal e Irlanda y del Mecanismo Europeo de Estabilidad Monetaria (MEDE). Tras estas incorporaciones, el volumen vivo de deuda pública española y europea susceptible de negociación en la plataforma electrónica del mercado supera los 6,2 billones de euros y como consecuencia la contratación de deuda ha experimentado un fuerte impulso hasta alcanzar los 99.284 millones de euros en el año. En cuanto a la Deuda Pública negociada a través de SENAF, la plataforma multilateral de creadores de mercado para deuda pública se ha alcanzado un volumen de 101.088 millones de euros. En conjunto la negociación de deuda pública a través de las dos plataformas electrónicas ha crecido un 45% respecto al año anterior.

También la deuda corporativa ha vivido un ejercicio muy diferente al año anterior. Aunque los tipos siguen estando en niveles históricamente bajos, han repuntado de manera significativa provocando pérdidas a los inversores: la renta fija europea calificada BBB arroja pérdidas cercanas al 4%.

En términos agregados y en línea con la tendencia internacional, las principales empresas y entidades bancarias españolas han reducido sus emisiones. Buena parte de ellas habían cubierto en el ejercicio pasado sus necesidades de financiación para aprovechar los reducidos costes de esta, por lo que sus necesidades para este ejercicio han disminuido y, adicionalmente, en 2018 las condiciones del mercado se han endurecido, con rentabilidades exigidas por el mercado al alza. El saldo de emisiones en circulación en el Mercado AIAF de Renta Fija ha disminuido un 9,1% en su conjunto, hasta los 448.487 millones de euros al cierre del año.

## Renta fija cotizada: MARF

Si bien las condiciones de financiación de las compañías de un tamaño más reducido han seguido siendo favorables en 2018, estas empresas siguen teniendo una gran dependencia del crédito bancario que las hace frágiles en momentos de restricciones financieras. Entre el conjunto de soluciones impulsadas para promover la diversificación de la financiación ocupa un lugar destacado el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Diseñado en 2013 como un Sistema Multilateral de Negociación que pretende incorporar de manera



eficiente emisiones de empresas de diversos tamaños, muchas de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales, desde su puesta en marcha hasta 2018 han acudido a él para financiarse 57 empresas.

En el conjunto del año 2018 han sido 35 las compañías han utilizado el MARF para cubrir necesidades de financiación, bien mediante programas de pagarés o con el lanzamiento de emisiones de bonos. El volumen de incorporaciones de emisiones a cotización en el mercado ha ascendido a 6.357 millones de euros, un 60,1% más que en 2017.

El saldo vivo de emisiones al cierre del año 2018 es de 3.320 millones de euros, con un crecimiento del 46,9 % frente al cierre del año anterior. Se distribuyen de la siguiente forma: 1.571 millones de euros en pagarés y 1.749 en emisiones de bonos de distinta tipología

## Derivados: futuros y opciones

El mercado de referencia de las opciones y futuros sobre índices y acciones españolas, MEFF, iniciaba el ejercicio 2018 bajo la regulación MIFID II, que por primera vez incorporaba los productos derivados a su ámbito de aplicación. A pesar de haberse mantenido un nivel de volatilidad muy reducido en relación a estándares históricos y a la falta coyuntural de atractivo inversor de algunos de los principales subyacentes españoles negociados, especialmente bancarios, la actividad negociadora se ha mantenido en niveles similares al año anterior con una leve caída del 2,4% hasta los 43,5 millones de contratos de futuros y opciones sobre subyacentes relacionados con la renta variable, índices y acciones. La negociación del producto emblemático del mercado español, los contratos de Futuro IBEX 35, aumenta un 1,2% respecto al año anterior y los productos más jóvenes negociados, relacionados con la cobertura de los pagos de dividendos, crecen un 63% en el año en el caso de los futuros IBEX 35® Impacto Dividendo, mientras los futuros sobre dividendos de acciones crecen un 36% en el año.

A partir de este año 2018, el mercado español ya cuenta con un índice, el VIBEX, que permite seguir diariamente la volatilidad de la Bolsa utilizando las opciones sobre el IBEX más líquidas que se negocian en MEFF. De acuerdo con el VIBEX, la volatilidad implícita media diaria del año 2018 ha sido del 15% con una caída de 0,3 puntos respecto al año anterior y 8,5 puntos menos que en 2016. Además del VIBEX en 2018 también se ha podido disponer diariamente en la Bolsa española de otros nuevos índices estrechamente relacionados con el mercado de opciones y futuros MEFF que han pasado a formar parte de la amplia familia IBEX: el índice de tendencia de la volatilidad IBEX 35 SKEW y los índices estratégicos con opciones IBEX35.

A partir de las directrices formuladas por el G20 para prevenir los efectos de una nueva crisis financiera, se pretende encauzar la negociación, compensación y liquidación de los productos derivados hacia mercados organizados y Cámaras de Contrapartida Central (CCPs) así como requerir el uso de registros de operaciones, los denominados Trade Repositories, para monitorizar los volúmenes de derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. La entrada en vigor en 2013 de normas importantes en este proceso de reforma, está impulsando desde entonces un trasvase importante de operativa OTC hacia mercados organizados y cámaras de contrapartida central. Adicionalmente, tanto el Comité de Basilea como la IOSCO -organización que agrupa a los organismos reguladores de todo el mundo- han insistido en que en el caso de derivados OTC que no puedan ser liquidados a través de CCPs se generalice el depósito y uso de garantías y márgenes.

## Contrapartida central: derivados sobre gas y energía, repos de deuda pública y SWAPS

Dentro del Segmento de Energía de la cámara de contrapartida central operada por BME Clearing, en mayo de 2018 comenzó a prestarse el servicio para los contratos sobre gas natural. Desde entonces hasta el cierre del año se han sumado 23 entidades participantes, con un volumen registrado al cierre

de 2018 de 1,43 TWh y una posición abierta de contratos por 1,1 TWh. La operativa sobre este producto ha superado las estimaciones iniciales.

Además del gas, los derivados sobre electricidad han continuado atrayendo el interés de entidades activas en el sector como participantes en el mercado: desde 146 entidades a final de 2017 hasta las 158 entidades participantes al cierre de 2018. El volumen registrado en productos derivados sobre electricidad en 2018 ha ascendido a los 12,4 TWh, con una posición abierta que alcanzó un volumen de 5,5 TWh a final de año, en línea con el volumen del año anterior.

Para las operaciones sobre deuda pública con pacto de recompra (REPO) negociadas bilateralmente, durante el año 2018, el volumen total registrado ha alcanzado los 155.637 millones de euros, con 179 operaciones de media mensual. La posición abierta equivalente a la financiación facilitada, se sitúa a cierre de octubre de 2018 en los 8.243 millones de euros, con un plazo medio financiado de 26 días.

La cámara de contrapartida central proporciona también el servicio para los SWAPS, operaciones de derivados sobre tipos de interés negociados bilateralmente. Comenzó su actividad en 2016 y en 2018 ha registrado un volumen total de 1.629 millones de euros. La posición abierta alcanzó al cierre del año la suma de 463 millones de euros.

## Registro de operaciones de derivados: REGIS-TR

---

Con la entrada en vigor hace 4 años de la obligación del reporte de operaciones de derivados sobre todo tipo de activos financieros a un registro centralizado accesible para los reguladores, recogida en la normativa europea de infraestructuras de mercado de capitales (EMIR), las entidades financieras europeas reportan estas operaciones de derivados a los denominados repositorios de operaciones europeo (Trade Repository).

REGIS-TR, el registro desarrollado conjuntamente por BME y la Bolsa Alemana, es el segundo más grande de Europa con 1.600 cuentas abiertas (200 cuentas más que el año anterior), procesando entre 10 y 12 millones de mensajes al día. Durante los tres primeros trimestres de 2018 ha registrado más de 987 millones de nuevas operaciones. En cuanto al posicionamiento del repositorio en frente de la comunidad de supervisores y reguladores, REGIS-TR ofrece información a 38 reguladores europeos a través de su portal de reguladores y de TRACE, portal común de información de la Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA), procesando más de 250 millones de mensajes para los reguladores diariamente. También desde este año, REGIS-TR se ha posicionado y reforzado como repositorio extranjero para los servicios de reporte regulatorio bajo la normativa suiza FinfraG, homóloga de EMIR en el país alpino.

## MiFID II y su incorporación a la legislación española

---

En 2018 han comenzado a apreciarse los efectos de la aplicación casi plena y la transposición a España de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II), del reglamento MIFIR y de multitud de normas técnicas complementarias. Su pretensión es dar pasos adicionales en términos de integración financiera de los países de la Unión Europea, corregir defectos de funcionamiento y transparencia puestos de manifiesto durante la dolorosa crisis financiera mundial, mejorar los estándares competitivos y de transparencia en el funcionamiento de los mercados y proporcionar una mayor protección para los inversores.

Su implantación ha puesto de manifiesto que aún son necesarios ajustes para evitar o minimizar efectos colaterales que pueden perjudicar seriamente funciones principales de los mercados como son, entre otras cosas, la igualdad de oportunidades, la formación eficiente de precios y un régimen de exigencia y difusión de información equitativo.

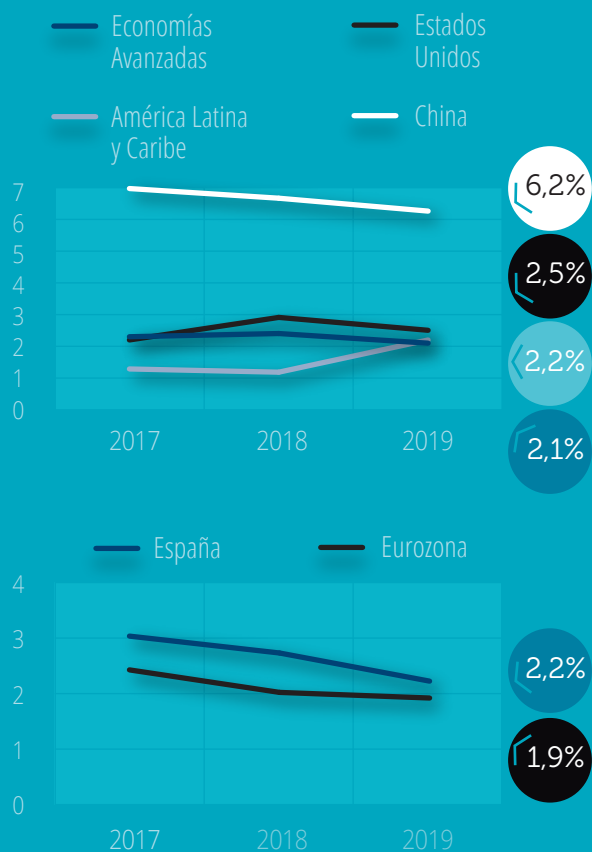


# 1

## Entorno económico y resultados empresariales

### ENFRIAMIENTO GENERALIZADO DE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA

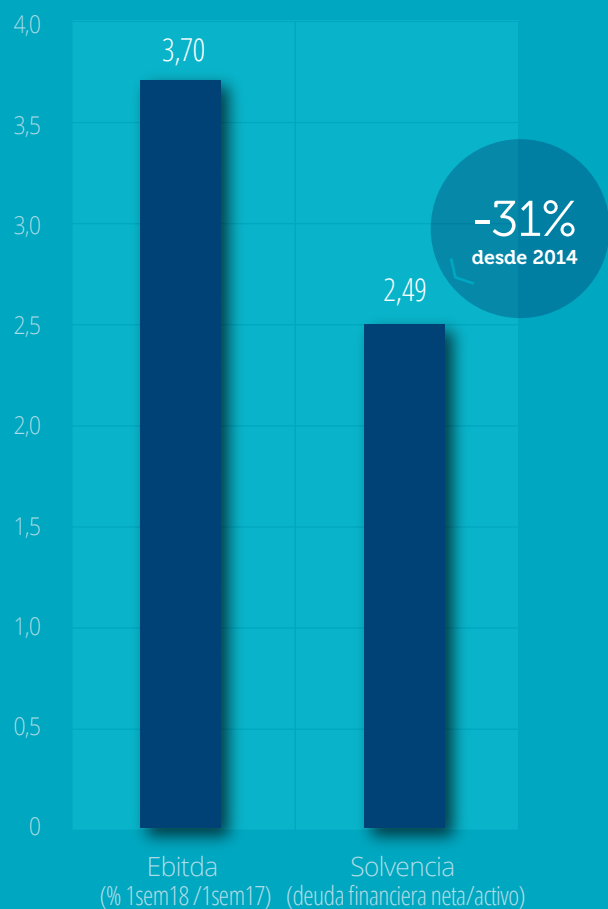
PIB (TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL %)



Fuente: Perspectivas FMI octubre 2018

### LAS EMPRESAS COTIZADAS CRECEN Y REFUERZAN SU SOLVENCIA

DATOS AGREGADOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35



Fuente: CNMV y elaboración propia

El tono general de actividad en los mercados de valores de todo el mundo en 2018 estuvo en todo momento muy condicionado por el amplio número de incertidumbres económicas y geopolíticas vigentes, desde las tensiones en las relaciones comerciales entre Estados Unidos y China hasta un acuerdo potencial para el Brexit en Europa. Todos estos factores impactaron en los mercados de capitales afectando negativamente a la economía mundial, europea y española, tanto en 2018 como en las estimaciones para 2019.

A modo de resumen podemos decir que, desde el punto de vista de entorno macroeconómico y empresarial, las cifras de actividad en la Bolsa española se vieron especialmente condicionadas en 2018 por los siguientes elementos:

- **Enfriamiento de expectativas** de crecimiento nacional e internacional con un giro del consenso, en el último trimestre del año, que se torna menos positivo a corto y medio plazo.
- Se acelera el **cambio de ciclo en la política monetaria** de EEUU. Europa anticipa lo mismo para 2019 con sus fundamentales de crecimiento debilitados.
- **El euro se debilitó** frente al dólar; el petróleo se encareció durante todo el año y cayó bruscamente ceca de un 35% en el último trimestre; **la prima de riesgo española aumentó** un 80% en los últimos 9 meses.
- En Europa, **la debilidad de los ingresos públicos** y las promesas de gasto empujan a los políticos a compromisos casi imposibles e indeseables: **el euro y las políticas de bienestar se siguen poniendo en cuestión** en un marco de presión migratoria creciente.
- Tras el rechazo de la CE a los presupuestos italianos y el enfrentamiento de su Gobierno con Europa, la **corrección a la baja de las previsiones de crecimiento y la inestabilidad política** comprometen la aprobación y la credibilidad de los Presupuestos en España.
- **Las empresas cotizadas sortejan las incertidumbres con beneficios y una mejor posición financiera.** El EBITDA agregado de las compañías del IBEX 35 crecía en torno al 8% en los 9 primeros meses del año.
- **La facturación** del conjunto de cotizadas españolas **aumenta ligeramente** (2-3%). Más en España que en el exterior que, no obstante, sigue representando cerca del 67% del total.
- **Mejora el coste de financiación** y aumenta ligeramente la deuda de las empresas cotizadas en la primera mitad del año. No obstante, el aumento del beneficio hace que la ratio de solvencia (deuda neta sobre EBITDA) mejore en el periodo.

En 2018 no se cumplieron, en general, las expectativas favorables que se barajaban para la economía y los mercados bursátiles mundiales al cierre de 2017, año en el cual los principales organismos internacionales revisaron repetidamente al alza en varias ocasiones el crecimiento mundial y las previsiones para los siguientes años y el aumento del volumen de comercio en el mundo creció hasta cifras superiores al 4%. Tampoco la economía europea logró mantener en 2018 el ritmo apuntado en 2017 cuando aceleró su marcha hasta situar el crecimiento unas décimas por encima del 2% -el mejor dato de los últimos 5 años- impulsada por los buenos registros de las economías alemana y española, pero también por la mejoría de Francia e Italia.

En los últimos meses de 2018, tanto el FMI como la OCDE rebajaron en varias ocasiones sus estimaciones de crecimiento mundial tanto para 2018 como para 2019 hasta cifras que oscilan entre el 3,6% y el 3,8%. El comercio mundial también fue revisado a la baja hasta el 3,7% de crecimiento en 2019. La razón del menor dinamismo esperado de la economía y el comercio

en 2018 y 2019, es la materialización progresiva de riesgos con impacto actual y potencial sobre la economía mundial, europea y española: creciente proteccionismo y guerras comerciales localizadas, Brexit, cambio de las políticas monetarias hacia un sesgo más restrictivo, crisis en algunas economías emergentes, desestabilización en los mercados de divisas, auge del populismo en países muy relevantes de todas las áreas económicas mundiales, y expansión de la deuda pública y privada en términos agregados globales.

El comportamiento de la economía europea, y en particular de la eurozona, se ajustó al patrón de desaceleración y también se produjeron leves rebajas generalizadas de las estimaciones de crecimiento: por ejemplo, en la recta final del año el BCE revisó ligeramente a la baja el creci-

### IBEX 35 EN 2018

DATOS DIARIOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE



### PRIMA DE RIESGO ESPAÑOLA EN 2018

DIFERENCIA EN PUNTOS BÁSICOS DEL TIPO A 10 AÑOS ESPAÑOL FRENTE AL ALEMÁN. DATOS DIARIOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE



miento del PIB de la eurozona al 2% y 1,8% para 2018 y 2019, respectivamente. Este organismo alertaba de que “el balance de riesgos es equilibrado y el ciclo seguirá positivo para la eurozona, aunque las amenazas externas van ganando prominencia”.

En el caso de España, la economía entró en 2018 en una fase más madura del ciclo, ya esperada, como consecuencia del agotamiento progresivo de los “vientos de cola” favorables y del impacto de los factores de riesgo apuntados, en especial la desaceleración mundial y europea, el aumento del proteccionismo y la crisis en algunas economías emergentes. Dos motores de la economía española se debilitaron: el consumo, sobre todo por el aumento del precio del petróleo, y las exportaciones, por el menor dinamismo europeo y emergente. En este sentido, el brusco descenso del precio del petróleo en los últimos dos meses es una noticia muy positiva para la economía española de cara a reducir nuestra factura energética y abarata las importaciones. También lo es el hecho de que la desaceleración económica prevista para Europa y la inestabilidad en torno a los problemas de la Eurozona con las finanzas de socios relevantes como Italia, están prolongando el deslizamiento a la baja del euro lo que, coyunturalmente favorece la intensa y preponderante actividad comercial exterior de las principales compañías españolas, la mayoría cotizadas.

## ESCENARIO MACROECONÓMICO PARA ESPAÑA 2018-2019

VARIACIÓN ANUAL (%) SALVO INDICACIÓN

	2018				2019			
	FMI (OCTUBRE 2018)	COMISIÓN EUROPEA (NOVIEMBRE 2018)	GOBIERNO (OCTUBRE 2018)	CONSENSO ANALISTAS ESPAÑOLES (NOVIEMBRE 2018) (1)	FMI (OCTUBRE 2018)	COMISIÓN EUROPEA (NOVIEMBRE 2018)	GOBIERNO (OCTUBRE 2018)	CONSENSO ANALISTAS ESPAÑOLES (NOVIEMBRE 2018) (1)
<b>Cuadro macroeconómico</b>								
<b>PIB</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>
<b>Consumo de los Hogares</b>	2,2	2,3	2,3	2,3	1,8	1,8	1,9	1,9
<b>Consumo público</b>	1,5	1,9	1,9	2,0	1,0	1,7	1,7	1,9
<b>FBCF</b>	5,6	5,4	5,3	5,6	3,6	3,9	4,4	4,4
<b>Bienes de Equipo</b>		6,0	5,5	6,8		4,1	4,4	4,9
<b>Construcción</b>		5,8	5,8	5,7		4,2	5,0	4,5
<b>Demanda nacional</b>	2,8	2,8		3,0	2,0	2,2		2,4
<b>Exportaciones</b>	2,1	2,6	3,2	2,2	3,7	3,3	3,4	3,0
<b>Importaciones</b>	2,6	3,5	4,0	3,4	3,2	3,5	3,8	3,4
<b>Otros indicadores</b>								
<b>Empleo</b>	2,1	2,4	2,5	2,4	1,1	1,7	2,0	2,0
<b>Tasa de paro (% s/población activa) EPA</b>	15,6	15,6	15,5	15,3	14,7	14,4	13,8	13,8
<b>Coste Laboral Unitario</b>		1,0		1,0		2,4		1,6
<b>IPC (media anual)</b>	1,8	1,8		1,8	1,8	1,7		1,6
<b>Saldo B. Pagos c/c (% PIB)</b>	1,2	1,2	1,3	1,2	1,2	1,0	1,1	1,0
<b>Saldo AA.PP (% PIB)</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,1</b>

Fuente: FUNCAS.

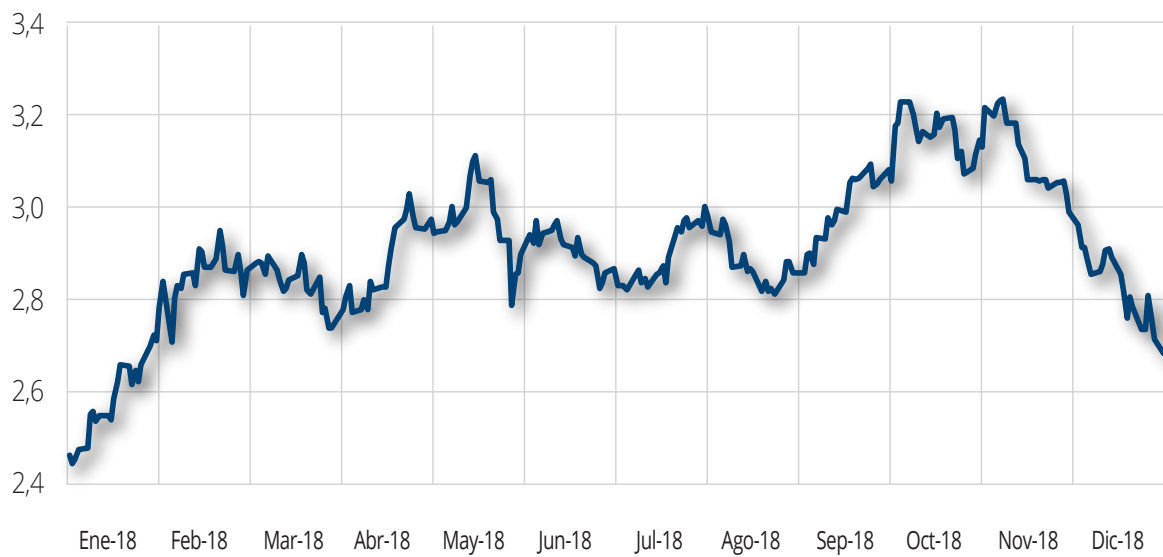
(1) Panel de previsiones de FUNCAS (en puntos porcentuales)

En cuanto a previsiones de cierre para 2018 y estimaciones para 2019, el Banco de España recortaba en septiembre una décima el crecimiento previsto del PIB para 2018 al 2,6% y dos décimas para 2019 hasta el 2,2%. Por componentes, se revisó a la baja el crecimiento del consumo y las exportaciones, mientras lo hizo al alza con la inversión (Formación Bruta de Capital Fijo) tanto en su componente de construcción como de bienes de equipo e inmateriales.

La evolución de las políticas monetarias en las principales áreas económicas mundiales en 2018 fue uno de los factores que tuvo mayor relevancia en la evolución de la economía y los mercados financieros mundiales, y españoles en particular. En 2018 la divergencia entre los

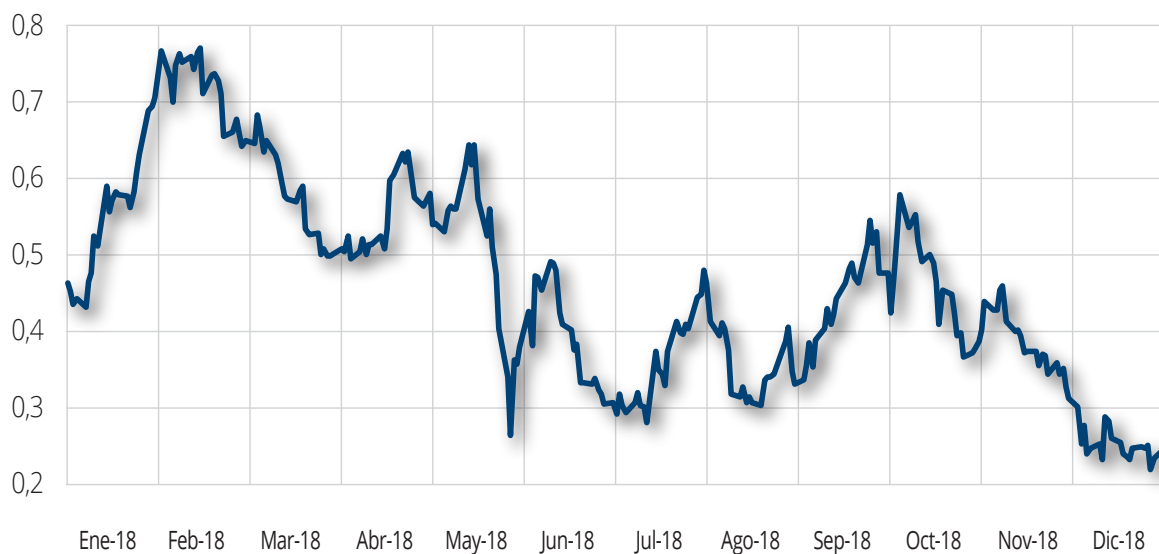
### TIPO A 10 AÑOS EEUU EN 2018 (%)

DATOS DIARIOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE



### TIPO A 10 AÑOS ALEMANIA EN 2018 (%)

DATOS DIARIOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE



## PRECIO DEL PETRÓLEO 2018 (BRENT \$)

DATOS DIARIOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE



comportamientos de la Reserva Federal, que terminó el año con 4 subidas de tipos de referencia hasta el 2,5%, y el Banco Central Europeo, que no tocó sus tipos en el 0% (y así parece que van a seguir hasta bien entrado 2019), abrió brechas importantes entre los tipos a largo plazo de las dos áreas económicas de su influencia directa. Sin negar que las condiciones monetarias a ambos lados del Atlántico siguen favoreciendo más el crecimiento económico que lo contrario, la disociación de las tendencias seguidas por los Bancos Centrales en EEUU y Europa, ha provocado tensiones en los mercados de divisas y ha desencadenado severos episodios de crisis en países emergentes como Turquía y Argentina.

Las compras de deuda realizadas por el BCE dentro de su política de expansión cuantitativa (QE) finalizaron en diciembre de 2018 siendo probable que se mantenga una política de reinversiones de los vencimientos de deuda y de los cupones “el tiempo que sea necesario”. Los tipos de interés parece que se mantendrán en el 0% y la facilidad de depósito en el -0,40%, al menos hasta el verano de 2019. El consenso de analistas estima actualmente que la primera subida de tipos se producirá a finales de 2019.

En buena medida, los niveles de actividad registrados en 2018 en la Bolsa española obedieron a estos condicionantes de entorno. No obstante, como puede apreciarse en los gráficos adjuntos, el aumento continuo de la prima de riesgo de España desde principios del verano de 2018 corrió en paralelo con un deterioro más prolongado del IBEX 35 del que en enero de 2019 no se había recuperado. Aunque las razones de ambos hechos son múltiples hay dos más específicas que escapan ligeramente a factores exógenos de carácter más internacional. Una es la fuerte exposición a una Europa con grandes presiones socioeconómicas y políticas en torno a la viabilidad del euro y la voluntad real de algunos grandes países de permanecer o no en algo que 18 años después sigue siendo un proyecto. La otra es una prolongada situación de inestabilidad e interinidad de la política interna con evidentes efectos colaterales negativos sobre la confianza del capital internacional en la consolidación del modelo de crecimiento económico. Esta circunstancia viene, además, cargada de más tensión negativa conforme se va fortaleciendo el discurso del actual gobierno respecto a su voluntad de hacer recaer una parte importante de la factura de la crisis sobre las acti-

## CAMBIO EURO/DÓLAR EN 2018

DATOS DIARIOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE



vidades llevadas a cabo por el capital y las empresas en los mercados financieros que más transparencia, rigor y confianza ofrecen a los inversores: las Bolsas reguladas. De ejecutarse los planes declarados podrían tener consecuencias muy negativas sobre las condiciones de financiación, inversión y crecimiento de la economía española los próximos años.

### Las empresas cotizadas aguantan con facturación y beneficios crecientes

En este entorno cada vez más global, competitivo y complejo el desenvolvimiento de las empresas cotizadas fue generalmente bueno en los nueve primeros meses del año 2018. Gracias fundamentalmente a la amplia diversificación de sus fuentes de ingresos en el exterior en los 9 primeros meses del año 2018 las empresas del IBEX 35 presentaban un Ebitda agregado entre un 8% y un 9% superior al mismo del año pasado en igual período. Además, la mejora de los costes y condiciones de financiación, junto con el aumento del beneficio, ha dado cierto aire a las compañías para relajar ligera y temporalmente el esfuerzo de desendeudamiento que realizan desde hace años. De esta forma, aunque en el primer semestre de 2018 la deuda financiera creció algo, la solvencia mejoró. Es decir, el peso de la deuda financiera neta sobre el Ebitda agregados para las empresas del IBEX 35 pasó de 2,61 veces al cierre de 2017 a 2,49 (el mínimo en una década) el 30 de junio de 2018.

El importe neto de la cifra de negocio de las cotizadas españolas (con ISIN nacional) en el primer semestre del año 2018 crecía un 1,66%, respecto al obtenido en el año anterior. De este dato sorprendería la facturación procedente del mercado interior, con un crecimiento de un 5,05% mientras que generada en extranjero únicamente aumentaba un 0,04%. De esta forma, el porcentaje de facturación en el exterior se situaba a mitad de año en el 66,67%, reduciéndose desde el 67,75% que presentaba el año anterior. De la cifra de ingresos procedentes del exterior un 33,21% fueron generados en países de la UE, un 35,27% en países de la OCDE (ex UE) y el 31,52% restante en otras zonas del mundo.

### DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DE LA CIFRA DE NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35 EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2018

MILES DE EUROS

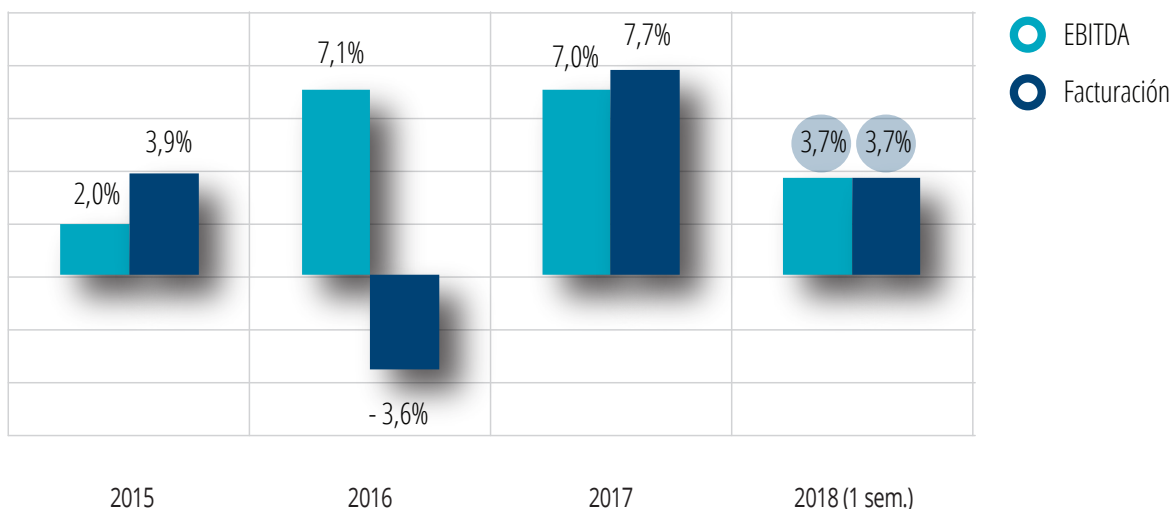
TOTAL	1s. 2017	%	%	1s. 2018	%	%	1s 2018/ 1s 2017
<b>Importe neto de la cifra de negocio</b>	220.810.042	100		224.574.400	100		1,70%
<b>Mercado interior</b>	70.097.569	31,75		73.472.083	32,72		4,81%
<b>Mercado exterior</b>	150.712.473	68,25	100	151.102.317	67,28	100	0,26%
<b>UE</b>	43.882.226		29,12	44.708.960		29,59	1,88%
<b>OCDE</b>	57.992.952		38,48	57.393.718		37,98	-1,03%
<b>RESTO</b>	48.837.295		32,4	48.999.640		32,43	0,33%

En el caso de las empresas del IBEX 35, con elevado peso en el conjunto, la cifra de aumento de facturación en el primer semestre era del 1,70% frente a 2017, con un 67,68% del importe de los ingresos de las empresas españolas incluidas en el índice que se habían generado en el exterior. El 64,70% de las empresas del IBEX 35 aumentaron su facturación en el primer semestre del año. Además, un 70,58% de las mismas vieron crecer sus ingresos procedentes del mercado interior y el 52,94% registraron incrementos de su facturación en el exterior.

El beneficio neto obtenido en el primer semestre del año por las empresas cotizadas del IBEX 35 disminuía un 6,55% frente al anotado en igual período de 2017 (pero excluyendo a Naturgy de la comparación, afectada por un proceso amplio de depreciación de activos), la cifra remonta hasta un crecimiento del 10,89%. Sólo 3 compañías del índice anotaban pérdidas al cierre del primer semestre.

### LOS NEGOCIOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS MANTIENEN EL CRECIMIENTO EN 2018

DATOS AGREGADOS DE LAS EMPRESAS DEL IBEX 35. VARIACIÓN (%) RESPECTO AL MISMO PERÍODO EL AÑO ANTERIOR

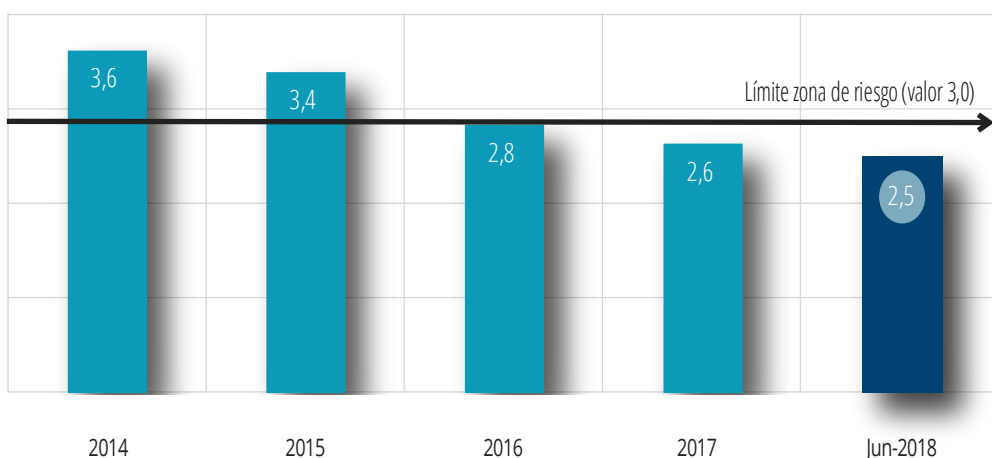


Fuente: CNMV y elaboración propia



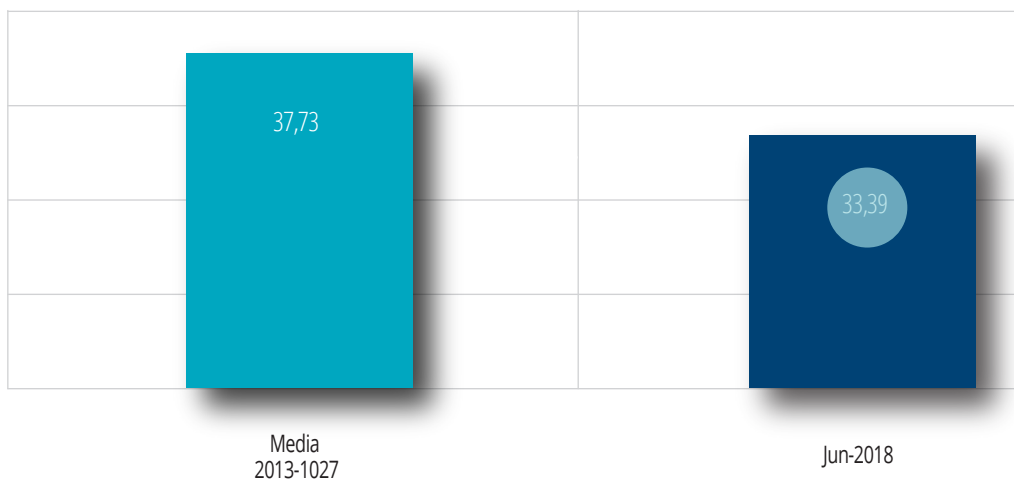
### RATIO DE SOLVENCIA DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35

LA CIFRA MUESTRA EL PESO (%) DE LA DEUDA FINANCIERA NETA SOBRE EL EBITDA



### PESO DE LA DEUDA EN LAS COMPAÑÍAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35

LA CIFRA MUESTRA EL PESO (%) DE LOS PASIVOS CORRIENTES Y NO CORRIENTES DEL CONJUNTO DE EMPRESAS CONSIDERADAS SOBRE EL ACTIVO TOTAL DE LAS MISMAS



El EBITDA agregado de las empresas del IBEX 35 crecía un 3,56% al cierre del semestre y mejoraba hasta casi un 9% acumulado en los 9 primeros meses de 2018. Este buen desempeño en la gestión de la mayoría de las grandes empresas cotizadas durante el ejercicio las ha permitido también relajar algo el profuso y continuado esfuerzo en la reducción del nivel de deuda ejecutado ambiciosamente desde 2009. Así, en el primer semestre de 2018 el conjunto de empresas no financieras del índice había incrementado su deuda financiera un 5,42% respecto al cierre de 2017, hasta alcanzar los 175 millones de euros, cifra que es un 25% inferior a los 233 millones que anotaban hace 9 años.

El resultado conjunto de la evolución mantenida por el EBITDA y la deuda financiera neta de las empresas no financieras del IBEX 35 en el primer semestre del ejercicio que cerramos, es una ligera mejora de la ratio de solvencia, que pasa de 2,61 veces a 2,49 en el período. El valor de la ratio indica el número de veces que el EBITDA cubriría el endeudamiento neto total de la empresa y un nivel inferior a 3 es considerado equilibrado. La mejora de la solvencia del conjunto de empresas no financieras del IBEX 35 es constante desde 2014 cuando su nivel a cierre de ejercicio alcanzó las 3,62 veces.

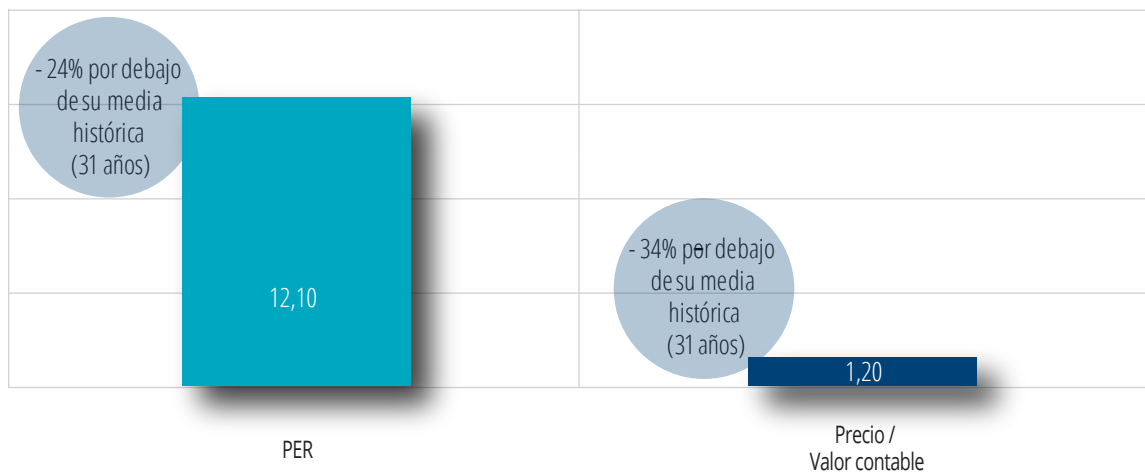
Por su parte, el endeudamiento financiero (la deuda financiera neta respecto del patrimonio neto) permanecía en un valor de 0,77 a mitad de 2018 (lo mismo que 6 meses antes), un valor bastante bueno teniendo en cuenta que venimos de cifras que eran del doble hace 10 años.

Acorde con estos datos, y tras los descensos experimentados por las cotizaciones de muchos de los grandes valores españoles durante 2018, la valoración relativa de la Bolsa desde el punto de vista del análisis fundamental es baja. Con datos extraídos de informes públicos de MSCI, el PER de la Bolsa española al cierre del año era de 12,1 veces frente a un promedio histórico de 15,8 basado en datos de 31 años. Por su parte, la relación precio/valor contable estaría en un valor de 1,2 veces frente a la media histórica que señala 1,82.

Estas valoraciones relativas por debajo de promedios históricos se repiten en condiciones más o menos parecidas para otros mercados de valores europeos. En Estados Unidos también el PER se coloca en 18,4 veces, por debajo de su promedio histórico y la relación del valor de mercado sobre el valor contable del conjunto del mercado en 3 cuando la media mensual de 3 décadas es de 2,88 veces.

### LA BOLSA ESPAÑOLA POR DEBAJO DE SUS FUNDAMENTALES HISTÓRICOS

DICIEMBRE 2018. DATOS AGREGADOS DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS SELECCIONADAS POR MSCI



Fuente: MSCI

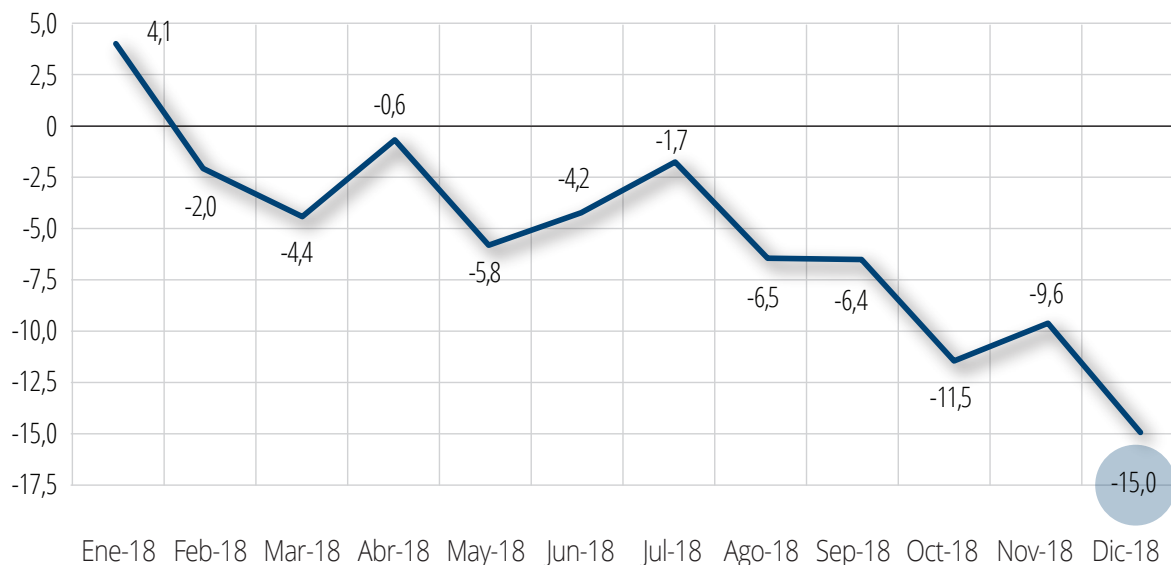
# Giro Fiscal negativo con impacto en los mercados

Coincidiendo con el cambio de gobierno en España durante las dos últimas semanas de mayo y la primera de junio de 2018, las primas de riesgo de los principales mercados europeos comenzaron una progresiva escalada que se mantuvo más o menos sin altibajos hasta el cierre del año. Esa misma tendencia, pero contraria, es decir descendente, se registró también con claridad en la evolución del IBEX 35 desde esas mismas fechas, con una pérdida de valor acumulada del orden del 15% en ese mismo tiempo. También los volúmenes de negociación de acciones, que experimentaban un progresivo aminoramiento de los descensos frente a 2017 entre febrero y mayo, acentuaron sus descensos acumulados mensuales desde esa fecha hasta finalizar el ejercicio.

Ese mismo gobierno es el que, desde que alcanzó el poder en el mes de junio, ha venido anunciando su intención de implantar en España un Impuesto a las Transacciones Financieras que, al cierre de estas líneas en enero de 2019, ya es un Proyecto de Ley. La propuesta de ITF presentada es claramente un elemento negativo de valoración para las empresas españolas. Es contraria a postulados que, a día de hoy, son considerados esenciales para el impulso de diversificación de las fuentes de financiación empresarial en toda Europa, el abaratamiento de las mismas, el crecimiento del tamaño empresarial, el papel esencial de la libre asignación de capitales en los procesos de inversión y el régimen de equidad, competencia, transparencia y protección del inversor, que son los principios básicos del funcionamiento de los mercados regulados. Es más, toda la profusa y nueva regulación recién estrenada para los mercados financieros en Europa, diseñada para impulsar estos valores y reforzada por el respaldo determinante del proyecto de Unión de los Mercados de Capitales (CMU), quedará debilitada si finalmente se aprueba el impuesto planteado.

### IBEX 35 EN 2018

% VARIACIÓN CADA MES SOBRE EL CIERRE DE DICIEMBRE DE 2017



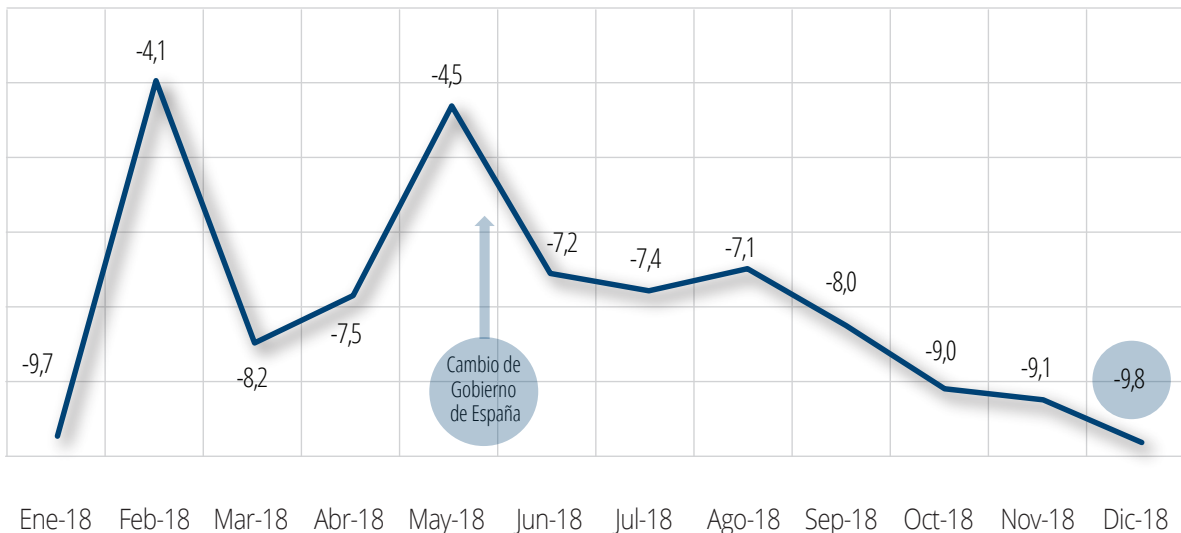
De forma resumida, el impuesto que España introduciría unilateralmente sería del 0,2% sobre el volumen efectivo de las adquisiciones onerosas de acciones españolas que estuviesen admitidas a negociación en un mercado regulado español o europeo o en un mercado de un tercer Estado que sea equivalente a los mercados anteriormente indicados y que se refiriesen a acciones emitidas por sociedades españolas cuya capitalización bursátil fuese superior a 1.000 millones de euros.

Sin entrar siquiera en consideraciones de mayor calado la sola contemplación del criterio de nacionalidad del activo a gravar (acciones españolas) establece un claro desincentivo de los capitales internacionales a contar con ellas en sus carteras. Los inversores extranjeros son propietarios del 46% de las acciones españolas cotizadas y responsables de cerca del 80% de las transacciones que sobre ellas se ejecutan, de su liquidez. Por tanto, en un entorno tan abierto de competencia por captar inversión internacional, señalar a un grupo de activos tan relevantes para el futuro de nuestra economía como son las principales multinacionales españolas con una carga impositiva extraordinaria sería, no sólo desacertado sino preocupante y así parecen percibirlo los inversores a juzgar por la evolución de la prima de riesgo y las cotizaciones desde el momento en que se dieron a conocer las orientaciones fiscales del nuevo gobierno. Las grandes empresas españolas cuyas acciones estarían afectadas por el ITF son responsables, directa e indirectamente, de alrededor del 10% del empleo que se genera en España y gracias al dinamismo y el interés que generan entre inversores y clientes de todo el mundo han conseguido guiar a la economía española a cotas de gran protagonismo en sectores de actividad claves en muchas regiones del mundo, especialmente en Latinoamérica.

Como han venido a demostrar un número importante de estudios ya realizados por prestigiosos gabinetes de análisis de titularidad privada y pública (como el Tribunal de Cuentas francés, entre otros) la aplicación unilateral del impuesto ha conseguido una recaudación muy limitada que está incluso lejos de la mitad del importe que proyectaron conseguir sus impulsores. En gran medida esto ha sido así por algo que no es muy difícil de pronosticar como es la reducción de liquidez que implica sobre los valores afectados por un lado y, por otro, debido a las enormes dificultades que, en la práctica, supone actuar recaudatoriamente en territorios y frente a instituciones sometidas a legislaciones nacionales diferenciadas.

### VARIACIÓN DE LOS VOLÚMENES EFECTIVOS NEGOCIADOS EN ACCIONES EN LA BOLSA ESPAÑOLA EN 2018

% ACUMULADO AL CIERRE DE CADA MES SOBRE IGUAL PERÍODO DEL AÑO ANTERIOR



## ITF: un impuesto contra el ahorro de las familias, el proceso de transformación de la financiación empresarial en España y una industria de valores en pleno ajuste competitivo

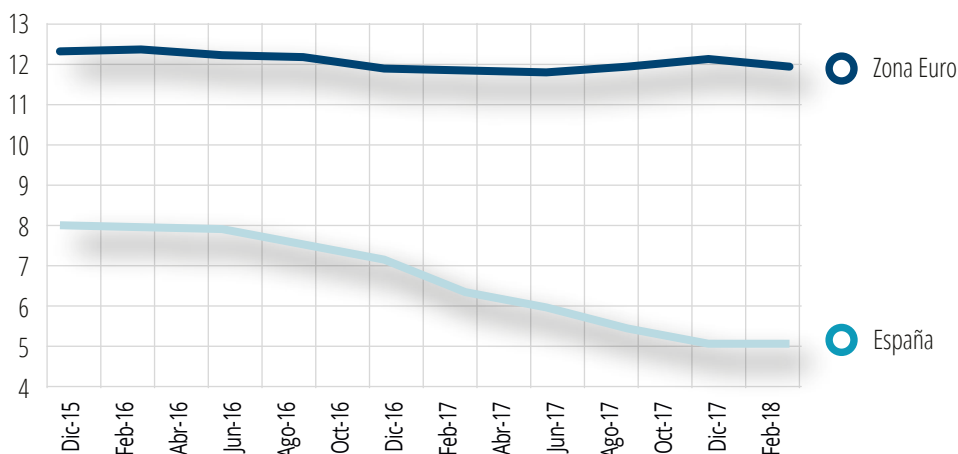
En consecuencia, por la dimensión y trascendencia de los efectos que implicaría la introducción de un Impuesto a las Transacciones Financieras como el comentado para España, debe entenderse que una parte importante de lo ocurrido en los mercados de valores españoles en 2018 ya viene afectada por este giro fiscal negativo. Una orientación que, como mínimo, va a provocar tres efectos indeseables que son importantes para destacar tras cerrar 2018: encarecerá la gestión y acumulación de ahorro de las familias españolas en un momento comprometido (tasa de ahorro en mínimos históricos); pone en peligro la continuidad en la transformación del modelo de financiación que se está llevando a cabo en España; y, en último término, endurece severamente las condiciones competitivas y la sostenibilidad de la industria de valores nacional.

### El ITF desincentivaré el ahorro de las familias

CON LA TASA DE AHORRO EN MÍNIMOS HISTÓRICOS NO PARECE EL MEJOR MOMENTO PARA INCREMENTAR COSTES DE AHORRAR A LAS FAMILIAS. CON EL ITF PROPUESTO, ESTO OCURRIRÁ

Las familias son protagonistas esenciales en la actividad de los mercados. Su ahorro acumulado sirve para alimentar procesos de inversión y financiación empresarial que son la base del crecimiento económico de un país. Por ejemplo, las familias españolas son el segundo grupo propietario de acciones más grande en la Bolsa con cerca de un 20% del total y sabemos que han aportado alrededor del 35% de los cerca de 90.000 mil millones de euros de inversión que han solicitado las más de 150 empresas cotizadas que han realizado una OPV y/u OPS desde finales del siglo pasado.

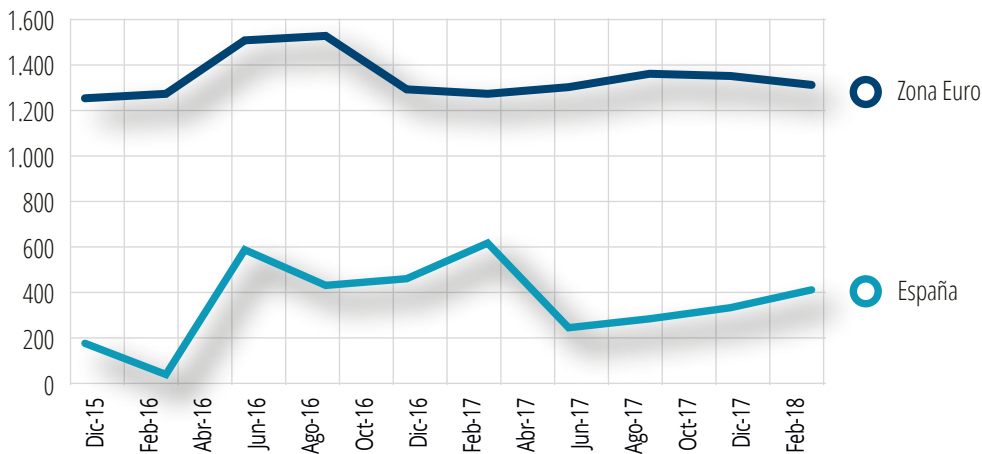
TASA DE AHORRO HOGARES  
(% S/ RBD)



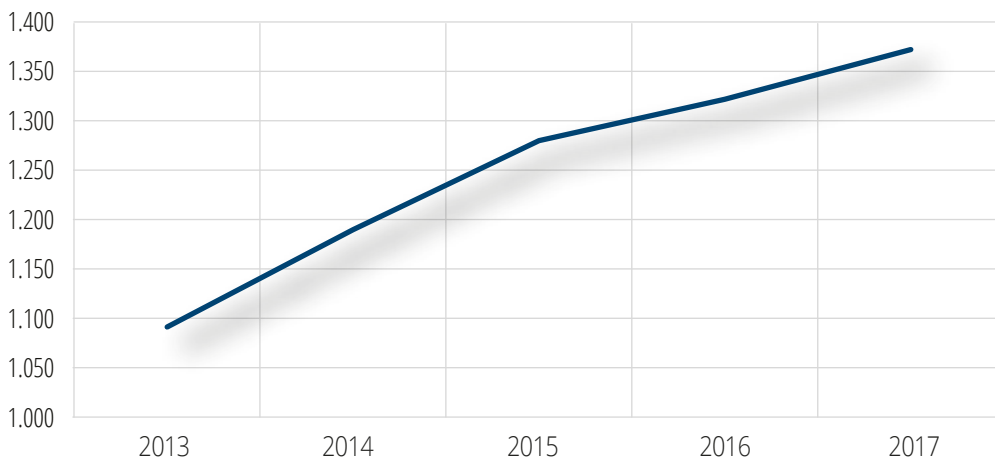
En España, desde el año 1999, la tasa de ahorro media de las familias se sitúa en un valor equivalente al 9,1% de su Renta Bruta Disponible (RBD), muy por debajo de la media de la Eurozona, del 13%. Además, ese ahorro está mayoritariamente materializado en activos reales (inmobiliarios), tanto que el volumen de inversión de las familias españolas en activos financieros en tres décadas ha sido inferior entre 25 y 30 puntos porcentuales del PIB a la media de las familias europeas.

Actualmente, el nivel de ahorro de los hogares españoles se encuentra en torno a su valor mínimo histórico (5-6% de la RBD) debido, fundamentalmente, a las dificultades económicas que aún atraviesan muchas familias en España. Sin embargo, la brecha de ahorro financiero familiar neto frente a Europa se ha reducido en los últimos años haciendo que la riqueza financiera neta actual de esos mismos hogares esté hoy en máximos históricos por el importante esfuerzo de reducción de deudas acometido incesantemente por los hogares en los últimos años, el aumento de valor de los activos financieros y algo menos de preferencia por ahorrar "en ladrillo".

INVERSIÓN EN ACTIVOS FINANCIEROS HOGARES  
(€ PER CAPITA)



RIQUEZA FINANCIERA NETA HOGARES ESPAÑOLES  
(MILES MILLONES €)



Singularmente, sin embargo, el peso de las acciones y los fondos de inversión nacionales en las carteras de ahorro financiero de las familias españolas es superior al que tienen los hogares en el resto de países de la zona euro.

El último Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España publicado hace un par de semanas dice textualmente *“La situación patrimonial de familias y empresas no financieras ha continuado mejorando y sus niveles de endeudamiento han seguido disminuyendo. Sin embargo, dado el predominio de la financiación a corto plazo y/o a tipos variables, dicha situación podría verse deteriorada de materializarse un escenario de endurecimiento de las condiciones financieras que no fuera acompañado por una mejora en las rentas de familias y empresas no financieras”*.

Hay que ser conscientes de que un nuevo impuesto en la cadena de inversión en acciones de las grandes empresas cotizadas españolas inevitablemente acabará suponiendo un aumento en el coste soportado por los pequeños inversores. Desde este punto de vista, el ITF y las particularidades de su diseño implican atacar al eslabón más débil de la cadena transaccional del ahorro, despreciando la importancia de los importes, tendencias y riesgos que registran actualmente los procesos de acumulación de ahorro familiar hoy en España.

## El ITF pone en riesgo el fortalecimiento del modelo de financiación en España

EL IMPORTANTE PAPEL DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LA TRANSFORMACIÓN DEL MODELO DE FINANCIACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ES RECONOCIDO Y RECLAMADO POR LAS AUTORIDADES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS EUROPEAS.

En las últimas décadas se han acumulado las evidencias académicas de que, si bien tanto el aumento de la financiación bancaria como la procedente del mercado de capitales estimulan el crecimiento económico, a medida que aumenta el desarrollo de una economía, la contribución de la banca al crecimiento económico pierde peso, mientras la de los mercados de capitales aumenta, sobre todo porque *“la financiación de mercado es mejor a la hora de promover la innovación y la productividad y financiar nuevas fuentes de crecimiento”*, como afirma un trabajo de este año, del BCE titulado *“Financial Integration in Europe”*.

El último Informe Anual del Banco de España se hace eco del cambio que se está produciendo en España: *“La estructura de financiación de las empresas españolas, incluso la de la mayoría de las grandes compañías, ha estado tradicionalmente marcada por el predominio del crédito bancario. Durante la crisis, se inició un proceso de desintermediación bancaria, reduciendo así el peso de los bancos en la financiación de los agentes económicos”*.

Esta transformación tan pertinente y relevante para alcanzar un modelo de financiación de la economía más solvente viene siendo alentada e impulsada desde hace años por el FMI y, dentro de Europa, por las directrices que emanan del proyecto de Unión de los Mercados de Capitales (CMU, por sus siglas en inglés). Y si bien el creciente uso de los mercados de capitales como mecanismo de canalización de financiación e inversión hacia las empresas es un fenómeno con dimensión europea, en España ha sido más intenso el impulso que en otros países por el elevado grado de bancarización de la economía. El ITF propuesto es, sin duda, un obstáculo en este camino.

En los últimos 10 años el peso de la financiación empresarial con instrumentos de mercado en España ha pasado del 25% del total a cerca del 45%. Este gráfico forma parte de un estudio recientemente publicado por la CNMV titulado [“La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales”](#). En dicho trabajo, se describe el proceso de trans-



[La presencia de las empresas españolas no financieras en los mercados de capitales](#)

formación de las fuentes de financiación en España y se apuesta por darle continuidad mejorando el acceso de empresas e inversores a los mercados. Uno de los objetivos principales del mismo es construir vías más rápidas y potentes para incrementar el tamaño de las empresas españolas, identificado unánimemente como uno de los factores más determinantes para darle solidez a nuestro modelo de crecimiento económico.

Una de las causas bien identificadas por los expertos por la que nuestras empresas crecen menos de lo que debieran es por la existencia de ciertos umbrales regulatorios que hacen que un aumento de tamaño incremente los costes de las empresas o les haga perder algún tipo de incentivo fiscal. Por ejemplo, la obligación de contar con diferentes elementos de estructura asociados a las condiciones laborales a partir de 10, 50 y 250 empleados o, en el caso de la fiscalidad, traspasar volúmenes de negocio de 2,6 y 10 millones de euros.

Conocidas estas cuestiones, el ITF que se anuncia marca un límite de 1.000 millones de euros de capitalización a partir del cual las compras de las acciones españolas cotizadas van a ser gravadas con un 0,2% del valor de la transacción, una cifra sin duda desmesurada para los costes marginales que suelen imputar los intermediarios por su participación en la gestión de las compraventas de títulos. Por tanto, es indudable que se está estableciendo un umbral que, si bien es difícil de manejar porque obedece al devenir de las cotizaciones, como mínimo y alrededor de los días en que se seleccionan los valores que estarán sujetos al gravamen en el año entrante, constituye un estímulo para generar sospechas sobre movimientos transaccionales en torno a las acciones de todas aquellas empresas que estén en un entorno más o menos cercano a alcanzar o sobrepasar (hacia arriba y hacia abajo) los 1.000 millones de euros de valor de mercado.

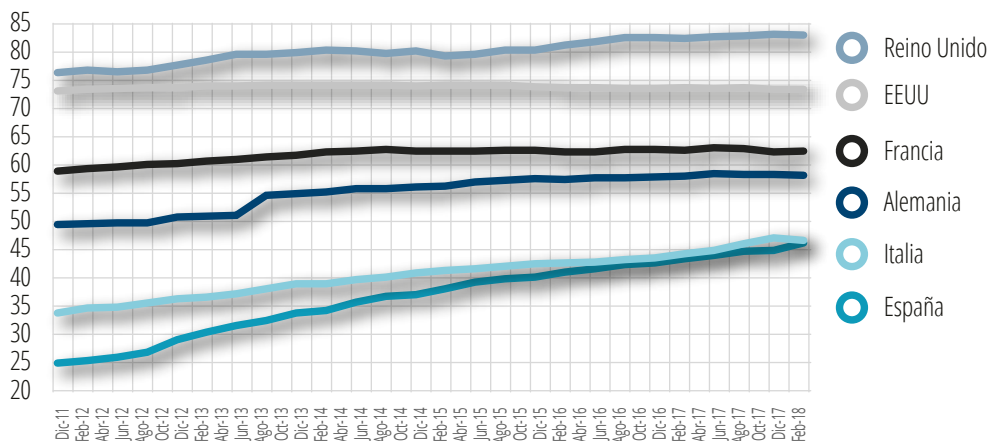
Otro informe reciente que subraya positivamente el cambio de estructura la financiación de las empresas españolas hacia instrumentos negociados en los mercados de valores es el titulado [“La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas”](#), publicado como un artículo analítico en el Boletín Económico 4/2018 del Banco de España. Entre otras muchas cosas en dicho trabajo se dice textualmente que *“desde el comienzo de la crisis, la renta variable ha sido la principal fuente de financiación externa de las empresas, con el grueso de estas emisiones realizadas por las empresas cotizadas”*. El gráfico de la evolución del número de emisores de renta variable desde 2012 que se adjunta con estas líneas es bastante ilustrativo.



[La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas](#)

## LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS APOYAN SU FINANCIACIÓN EN LOS MERCADOS DE MANERA CRECIENTE Y ACELERADA

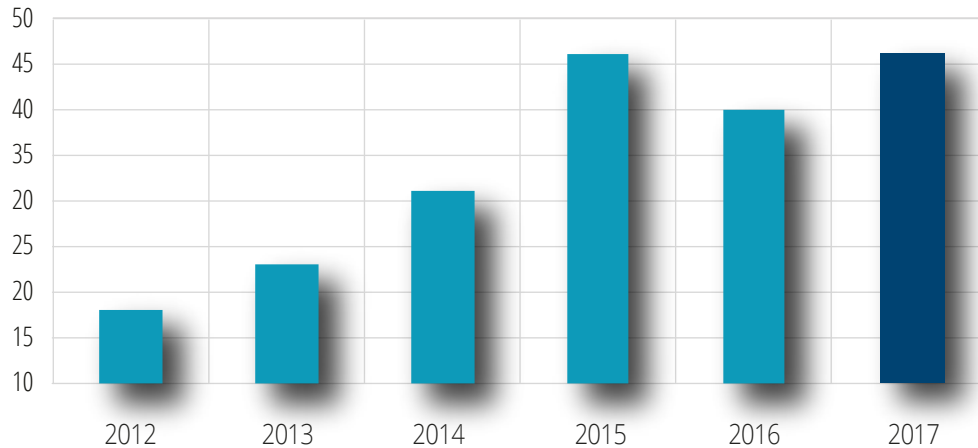
PESO DE LA FINANCIACIÓN CON INSTRUMENTOS DE MERCADO SOBRE EL TOTAL (%)



Fuente: CNMV



## NÚMERO DE EMISORES DE RENTA VARIABLE EN MERCADOS ESPAÑOLES COTIZADOS



Fuente: BDE

Otro aporte cifrado que refuerza la transformación de la financiación en España que el ITF pondría en riesgo es el que se deriva del [análisis elaborado por el Servicio de Estudios de BME](#) a partir de las cuentas auditadas correspondientes al cierre de 2017 del grupo de empresas del IBEX 35. Según dicho estudio, entre las grandes empresas cotizadas los instrumentos de financiación de mercado, capital y renta fija, ya han superado con creces a la financiación bancaria. Tomando un conjunto homogéneo de compañías no financieras españolas cotizadas que han formado parte del IBEX 35 entre 2010 y 2017, los recursos propios han aumentado un 26,8% y la financiación bancaria se ha reducido un 39, situándose ya muy por debajo del volumen de financiación materializado en instrumentos de renta fija que crece un 27,8%.



[Análisis elaborado por el Servicio de Estudios de BME](#)

A nuestro juicio el modelo de ITF que ha propuesto el Gobierno no tiene en cuenta ninguna de estos aspectos tan cruciales para el devenir de la economía española y, además, desprecia (pero no debiera desconocer) la enorme movilidad de los capitales internacionales en escenarios adversos o irracionalmente más caros. En el caso que nos ocupa [el papel de la inversión extranjera es fundamental](#) y tiene un peso determinante a la hora de explicar la transformación de los procesos de inversión y financiación de las empresas españolas, en especial las grandes cotizadas. Son precisamente esos capitales los que más fácil tienen eludir la posibilidad de pagar un impuesto discriminatorio y, a su vez, los que pueden realizar más transacciones y más grandes por circuitos y jurisdicciones más complicados de actuar para los intereses recaudatorios de la Hacienda española.



[El papel de la inversión extranjera es fundamental](#)

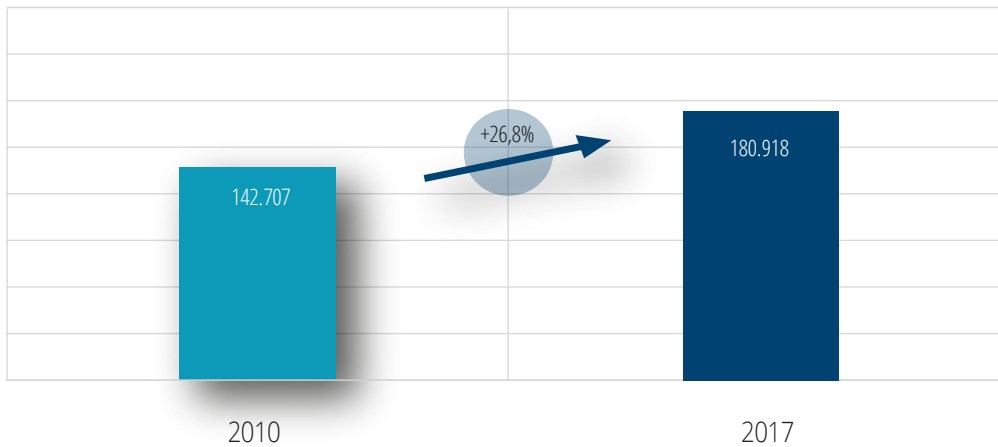
### El ITF pone en serio peligro una parte importante de la actividad de la intermediación de valores en España

DISCRIMINA A LA INDUSTRIA DE VALORES CON UN COSTE AÑADIDO QUE, TRAS LA REDUCCIÓN DEL TAMAÑO DEL SECTOR, LAS ELEVADAS CARGAS ECONÓMICAS DERIVADAS DE LA REGULACIÓN Y LA ESPECIALIZACIÓN IMPUESTA POR LAS NUEVAS FORMAS COMPETITIVAS, PUEDE ACABAR CON MUCHAS EMPRESAS.

Aunque frecuentemente es un sector que pasa desapercibido en España, la introducción de un Impuesto a las Transacciones Financieras, puede acabar con una parte importante del valor añadido y el empleo que generan las Empresas de Servicios de Inversión en España. Principalmente nos referimos aquí a las Sociedades y las Agencias de Valores.

## PATRIMONIO NETO (RECURSOS PROPIOS)

EMPRESAS NO FINANCIERAS DEL IBEX 35. MILLONES DE EUROS AL CIERRE DE 2010-2017



Fuente: Servicio de Estudios BME\*.

\*Calculado sobre un conjunto homogéneo de 20 compañías pertenecientes al IBEX 35 en 2010 y 2017 de las que es posible desglosar datos

Las ESIS españolas viven fundamentalmente de las comisiones de intermediación que cobran por intervenir en compraventas de valores de renta fija y variable en diferentes mercados. Según [el último Boletín Trimestral de la CNMV](#) y refiriéndose a la primera mitad del año en curso, "el negocio de las sociedades y agencias de valores, que había mejorado levemente en 2017, volvió a experimentar en el primer semestre de 2018 una contracción como consecuencia de la disminución de las comisiones más importantes de estas entidades (tramitación y ejecución de órdenes, gestión de cartera y comercialización de IIC). En particular, el beneficio agregado antes de impuestos cayó un 34,4% entre enero y junio, hasta los 138,2 millones de euros (en términos anualizados). El descenso de los beneficios repercutió negativamente en la rentabilidad de estas entidades, que pasó del 18,4% al 11,8%, y en el número de entidades en pérdidas, que aumentó de 20 a 34".



[El último Boletín Trimestral de la CNMV](#)

Esto ocurre con un entorno de actividad tremendamente complejo para las Sociedades y Agencias de Valores en el que deben competir contra el riesgo de desplazamiento de la negociación de renta variable a plataformas extranjeras, contra un entorno muy poco volátil que no favorece los volúmenes de negociación, un ascenso de emisiones de activos de deuda española en otros países y la competencia que la regulación permite a través de la autorización de figuras que pueden internalizar operativa, antes reservada a las ESIs, en las propias Entidades de Crédito.

Entre 2015 y 2017 las Sociedades y Agencias de Valores registradas en la CNMV vieron disminuir su volumen de intermediación en operaciones de contado de activos de renta variable en algo más de un 20%. La mayoría de esta operativa se realiza sobre las acciones de las grandes multinacionales españolas cotizadas. Y el descenso continúa este año.

Por todas estas razones son muchas las ESIs que están inmersas en cambios del modelo de negocio para intentar cambiar la composición de sus ingresos por comisiones, reduciendo su elevada dependencia de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes y tratando de rebajar sus gastos de explotación.

Dicho esto, parece claro que el modelo de ITF propuesto no tiene en cuenta ninguno de los esfuerzos de adaptación y reorientación que gran parte del sector está llevando a cabo. El desprecio al sector es un importante error que afecta a muchas personas y muchos puestos de trabajo asociados a esta actividad.

## La propuesta de ITF: una idea oportunista y desafortunada que debería rechazarse

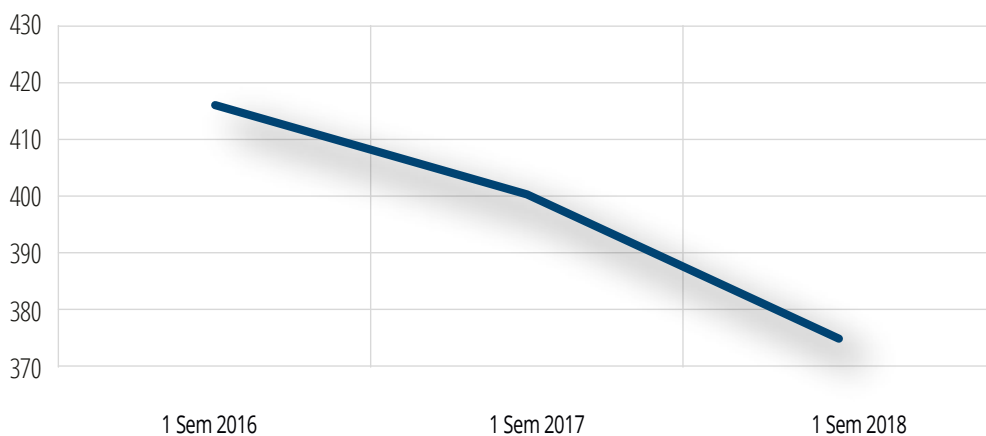
La necesidad de aumentar los ingresos públicos y enarbolar banderas de mayor justicia social, empuja al Gobierno a incrementar la presión fiscal sobre la principal actividad que se lleva a cabo en los mercados de valores: la negociación. La medida, más efectista que efectiva en los pocos lugares donde se ha aplicado, atenta contra la lógica del mercado único europeo y castiga con especial rigor a las Bolsas actuando en detrimento de la liquidez y la transparencia, valores esenciales de los sistemas financieros modernos que sitúan la protección del inversor como uno de sus ejes centrales de desarrollo.

El tipo de Impuesto a las Transacciones Financieras que se propone generará huida de capitales, inequidad y mayor coste de financiación en los mercados de capitales españoles a cambio de una promesa recaudatoria de efecto final neto probablemente negativo para los intereses de la economía y la Hacienda españolas.

El ITF apunta directamente a reducir el tamaño y el peso de los mercados financieros españoles. Una orientación contraria a las medidas de impulso e integración de mercados que defiende el proyecto de Unión de los Mercados de Capitales como factor clave de la aceleración y la fortaleza del crecimiento económico europeo del futuro. Una decisión, por tanto, contradictoria, de claro tinte populista-electoral y muy dañina a medio y largo plazo para los intereses de la economía, las finanzas y las empresas españolas.

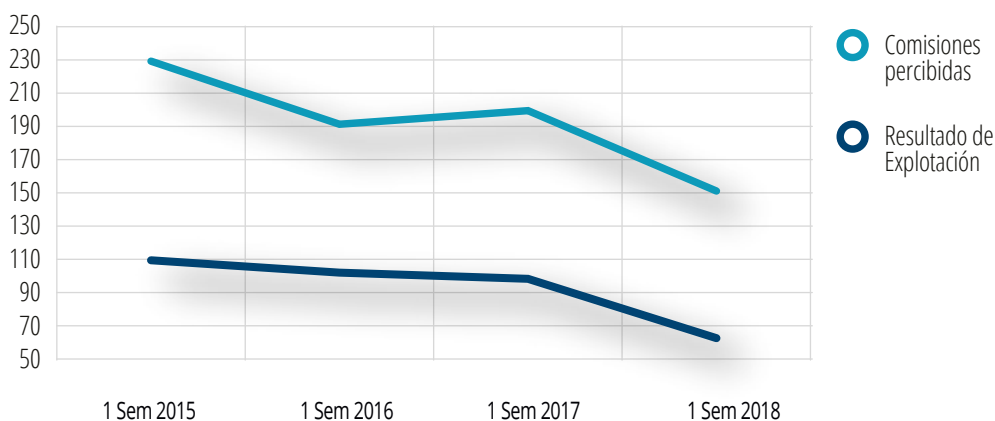
### INTERMEDIACIÓN DE OPERACIONES DE CONTADO EN RENTA VARIABLE REALIZADAS POR LAS SOCIEDADES DE VALORES REGISTRADAS EN LA CNMV

MILLONES € AL CIERRE DE CADA SEMESTRE



### RESULTADOS AGREGADOS DE LAS SOCIEDADES DE VALORES REGISTRADAS EN LA CNMV

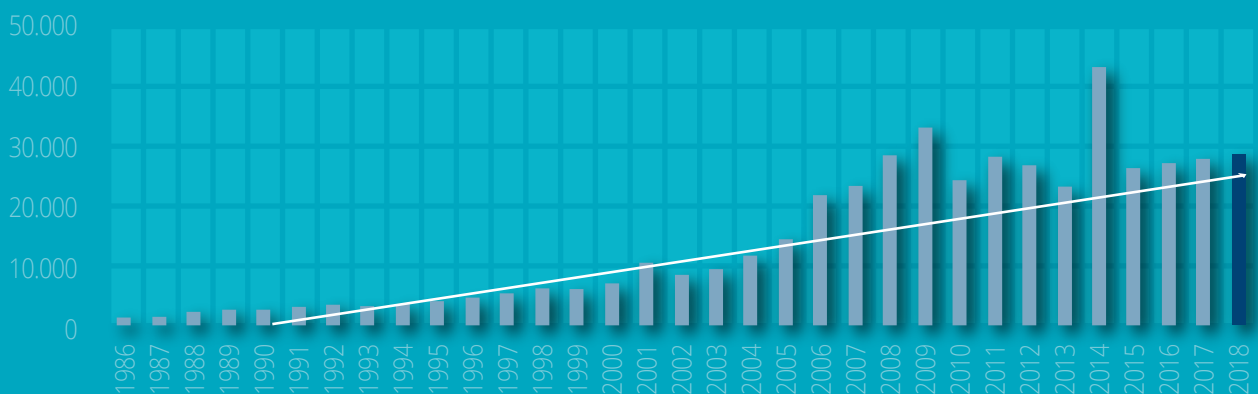
MILLONES € AL CIERRE DE CADA SEMESTRE



# 2 Inversión y Financiación en los mercados bursátiles

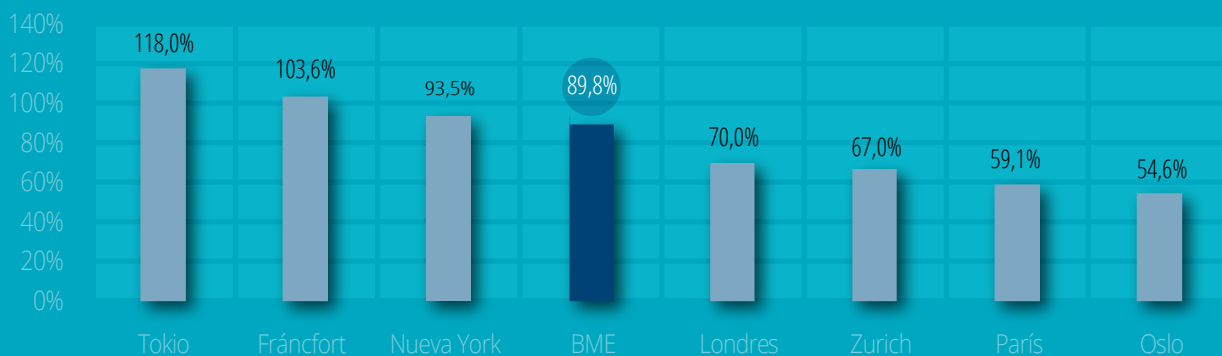
## LAS COTIZADAS ESPAÑOLAS COMPROMETIDAS HISTÓRICAMENTE CON EL DIVIDENDO

IMPORTES BRUTOS DE DIVIDENDOS SATISFECHOS POR LAS COMPAÑÍAS COTIZADAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA DESDE 1986. DATOS EN MILLONES €



## LA BOLSA ESPAÑOLA ENTRE LOS MERCADOS MÁS LIQUIDOS DEL MUNDO

PROPORCIÓN ENTRE EL VOLUMEN EFECTIVO DE ACCIONES NACIONALES NEGOCIADAS EN 2018 Y LA CAPITALIZACIÓN NACIONAL DE CADA MERCADO A 31 DE DICIEMBRE DE 2018.



Al finalizar 2018 el valor de mercado de las compañías cotizadas en España se mantuvo un año más muy cerca del billón de euros. El fondo de mercado permaneció más bien sólido durante todo el año, pese a las difíciles condiciones de entorno, y sufrió bastante en las tres últimas semanas del ejercicio. El aumento del número de incertidumbres socioeconómicas, el debilitamiento de las expectativas de crecimiento del PIB, la adaptación a nuevas reglas de mercado y el aumento de la presión regulatoria y tributaria sobre las actividades ligadas al movimiento de capitales financieros, son elementos que se han concatenado en el año y sirven para explicar la consecución de registros de rentabilidad, negociación y financiación en las Bolsas inferiores a los de 2017. En ese entorno convulso la Bolsa española ha presentado dos elementos diferenciales positivos destacados: por un lado, el elevado importe de los dividendos repartidos que sella el firme compromiso de las empresas cotizadas con la retribución al accionista y, por otro, el elevado índice de liquidez del mercado de acciones que aporta un gran valor competitivo para las empresas a escala internacional. Estos caracteres diferenciadores se repiten casi cada año desde hace ya una década y son referentes positivos destacados a escala internacional. Además, ambos parecen ser apreciados por el capital y los inversores extranjeros quienes, en clara muestra de confianza, lideran sin fisuras la actividad en parcelas relevantes de la vida de las empresas españolas cotizadas: desde la propiedad a la facturación, pasando por los flujos de financiación y los volúmenes de negociación.

## 2.1 NEGOCIACIÓN Y RENTABILIDAD: LA LIQUIDEZ Y EL DIVIDENDO SIGUEN FUERTES

---

El comportamiento de las cotizaciones bursátiles mundiales en el año 2018 respondió con caídas casi generalizadas al cúmulo de incertidumbres económicas y geopolíticas que se han ido acumulando mes a mes. Al cierre de 2018 el índice bursátil Stoxx Global 1800 anotaba una caída del 10,7%, producto de un comportamiento negativo global de las cotizaciones, menos intenso en Estados Unidos y peor en Europa y en los mercados emergentes de Asia.

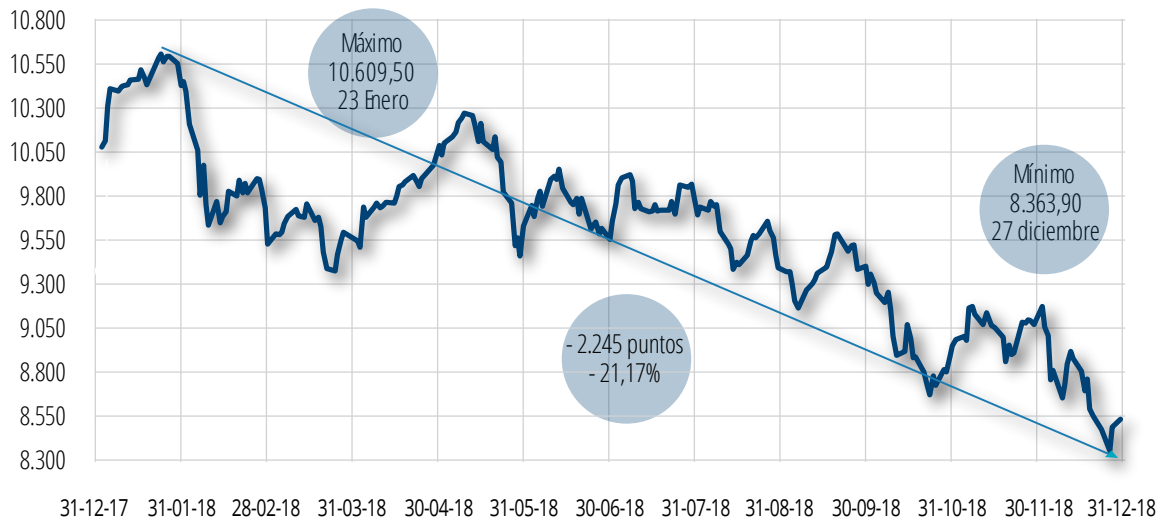
En España, factores coyunturales y algunos de mayor componente estructural tuvieron un impacto negativo importante en las cotizaciones. Entre los primeros está el menor dinamismo económico interno y del área euro, junto con riesgos exteriores como la crisis de mercados emergentes como Turquía y Argentina, países con fuerte presencia de empresas cotizadas en la Bolsa española. También el programa económico del nuevo Gobierno nacido en junio tras la moción de censura explica parte del comportamiento ligeramente más negativo de la Bolsa española frente a lo sucedido en sus homólogas europeas.

Desde el punto de vista estructural, en 2018 el fuerte peso de los bancos en el mercado y en sus índices más representativos (algo más de un 30%) lastraron la evolución del mercado bursátil español y no encontraron contrapesos suficientes en los comportamientos relativos mejores de grandes empresas no financieras.

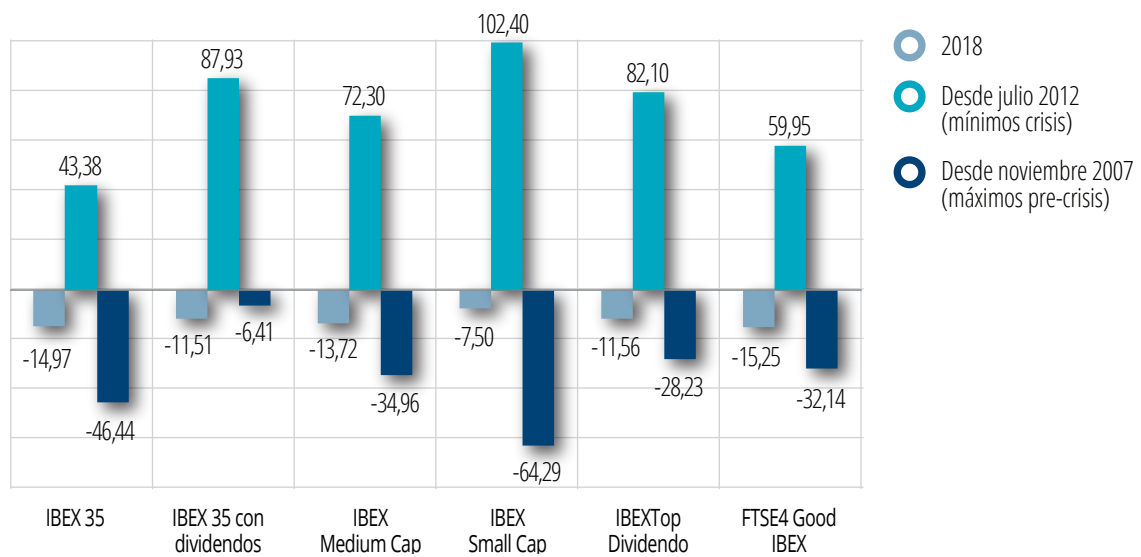
El índice IBEX 35 comenzó el ejercicio con revalorizaciones muy elevadas. Tras alcanzar su valor más alto del año, 10.609,50 puntos el 23 de enero, la escalada del índice se dio la vuelta y terminó el primer trimestre con una pérdida del 4,4% tras caer por debajo de los 10.000 puntos en algunos episodios de descensos diarios superiores al 2%. La evolución del IBEX se estabilizó en el segundo trimestre para finalizar el tercero con leves descensos del 2,4% que se acrecentaron en el cuarto trimestre hasta acumular un descenso por encima del 9% y que situaron al índice IBEX 35 por debajo de los 9.000 puntos.

Como se aprecia en los gráficos anuales de evolución del IBEX 35 adjuntos en este Informe, la moción de censura que propició finalmente el cambio de gobierno en España el 2 de junio, fue el disparo de salida de una carrera descendente de las cotizaciones que condujo rápidamente

## EVOLUCIÓN DIARIA DEL IBEX 35 EN 2018



## VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES IBEX A CORTO, MEDIO Y LARGO PLAZO



a una pérdida más asentada de los 10.000 puntos del índice. A partir de ahí, y en línea con el resto de los principales índices bursátiles mundiales se produjeron nuevos descensos escalonados hasta alcanzar el mínimo anual del IBEX 35 que se situó el 27 de diciembre con 8.363,9 puntos, aproximándose a valores que no se veían desde 2016.

En términos de rentabilidad vía precios, las mejores noticias durante 2018 han venido de la cotización de acciones de las empresas de menor tamaño. En este caso el IBEX Small Cap, compuesto por 30 valores, ganó un 11,1% en el primer trimestre, un 5,6% en el segundo y en el tercero cedió lo mismo que había ganado en el anterior un 5,6%, para terminar el cuar-

to trimestre con un descenso superior al 16%. En el acumulado del año desciende un 7,5%. ([ver Principales índices familia IBEX](#)).

Atendiendo a esta misma escala de tamaño de las empresas cotizadas el IBEX Medium Cap siguió este año una trayectoria bastante similar a la del IBEX 35: perdió el 1,4% en el primer trimestre y recuperó el 1,9% y el 0,8% en el segundo y tercer trimestre del año y en el cuarto descendió el 14,7%. A 31 de diciembre presenta una pérdida anual del 13,7%.

El comportamiento de las cotizaciones fue generalmente negativo entre sectores y valores, concentrándose las mayores caídas en las compañías del sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios, con algunos descensos de las entidades bancarias por encima del 20%. En el lado positivo destaca la favorable evolución de las compañías ligadas a actividades con más peso en la investigación y nuevas tecnologías.

En relación con la [evolución sectorial de las cotizaciones](#), el análisis de los diferentes epígrafes de actividad que conforman el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) revela el comportamiento negativo de la mayoría de ellos en 2018. En el acumulado del año destaca la revalorización de los subsectores ligados a actividades con más peso en la investigación y nuevas tecnologías como Energía Renovables (9,6%), Electricidad y Gas (8,9%) y la Industria Química (8,8%). Subiendo un nivel para volver al foco sectorial, los mayores descensos del año se concentran en el Sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios (-27,1%) donde los Bancos acumulan una pérdida del 29% y en el sector de Servicios de Consumo (-19,6%), con fuerte incidencia del 80% de valor perdido en el ejercicio por la empresa Dia.

Como puede observarse a lo largo de este informe, la mala evolución de los precios de las acciones ha venido acompañada de niveles de actividad contenidos en términos de volúmenes de negociación de acciones, salidas a Bolsa (OPV) e importe de ampliaciones. La falta de vigor en el comportamiento de estas variables de mercado ha tenido en 2018 un contrapeso para los inversores que ya es habitual desde hace más de una década: los elevados importes de retribución al accionista que hacen que por duodécimo año consecutivo la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española alcance a mes de octubre un 4,5% y se sitúe como la más elevada entre los mercados más desarrollados del mundo. De esta forma, al cierre de estas líneas, [el IBEX con Dividendos](#) acumula un descenso anual en 2018 entre 3 y 4 puntos porcentuales menor al del IBEX 35.

### Elevada liquidez en un contexto de volúmenes debilitados

Tanto las incertidumbres como la negativa evolución de las cotizaciones están afectando a [los volúmenes de negociación de acciones en el mercado regulado de la Bolsa española](#) que en 2018 cayeron el 9,8% en euros y del 13,2% en operaciones, en contraste con mejores registros relativos en los principales mercados mundiales, especialmente los norteamericanos. Hablamos de 587.507 millones de euros y 44,22 millones de operaciones en un ejercicio complejo, repleto de novedades operativas y con un nuevo escalado de tarifas adaptado al entorno competitivo diferente desatado tras la plena entrada en funcionamiento de las reglas MiFID II

En términos generales, especialmente para las Bolsas europeas, en el último año el marco de actividad en los mercados de valores se ha debilitado de forma mayoritaria, tanto en términos de negociación como de flujos de financiación canalizados.

En 2018 la volatilidad de las cotizaciones no ayudó al crecimiento de la actividad en los mercados bursátiles. La volatilidad permaneció a lo largo de 2018 en valores promedio histórica-



[Principales índices familia IBEX](#)



[Evolución sectorial de las cotizaciones](#)



[IBEX con Dividendos](#)

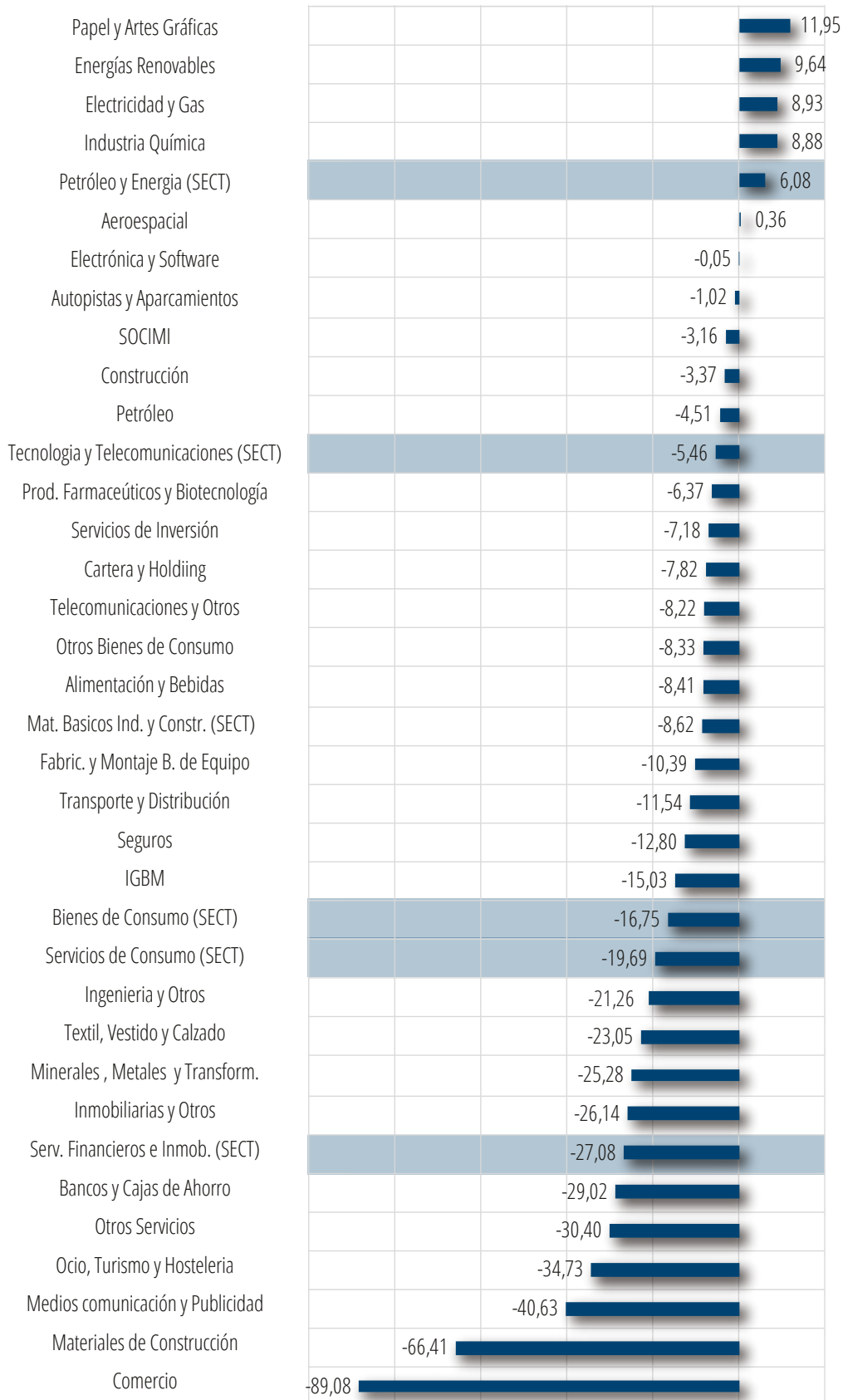


[Los volúmenes de negociación de acciones en el mercado regulado de la Bolsa española](#)

[Pasa a la página 38 >](#)

## VARIACIÓN ANUAL, DE LAS COTIZACIONES DE LA BOLSA ESPAÑOLA POR SECTORES Y SUBSECTORES DEL ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID (IGBM)

2018 DATOS EN %





*Pérdidas cercanas al 10% para los índices agregados mundiales. Solo Brasil y Latinoamérica cierran en positivo. El mal comportamiento del sector bancario lastra sobre todo a los índices europeos y a la Bolsa española en particular que pierden casi un 15%.*

# Bolsas internacionales en 2018

Los principales índices bursátiles globales cierran 2018 con sustanciales pérdidas acumuladas, que oscilan entre el -9,1% y el -10,7% de acuerdo con los principales índices mundiales. En el año anterior, los índices internacionales habían cerrado con ganancias cercanas al 20%.

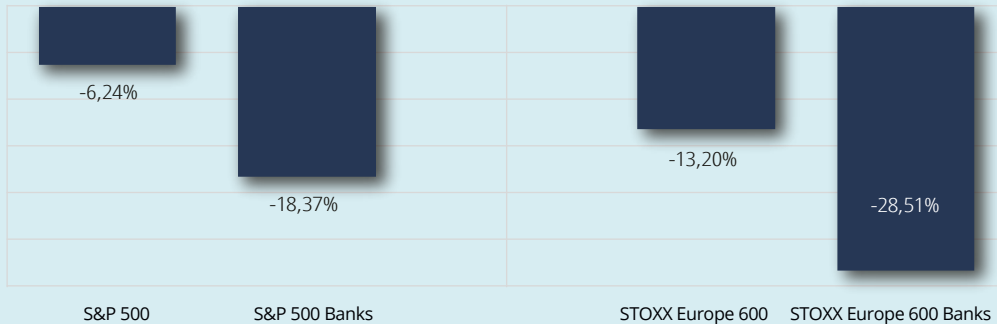
## RESUMEN DE INDICES BURSÁTILES MUNDIALES

VARIACIÓN EN 2018

Brasil Bovespa Index	15,03%
Mercados Emergentes Latin America MSCI EM Latin America	1,02%
Noruega OSE OBX	-0,46%
EEUU NASDAQ-100	-1,04%
EEUU Dow Jones Industrial Average	-5,63%
EEUU S&P 500	-6,24%
Portugal PSI General	-6,53%
Mercados Islámicos DJ Islamic World	-8,16%
Mundial Grandes Compañías MSCI World Large Cap	-8,28%
Mundial MSCI World Index	<b>-9,13%</b>
Mundial FTSE World	<b>-9,37%</b>
Suiza SMI	-10,15%
Holanda AEX	-10,41%
Mundial STOXX Global 1800	<b>-10,73%</b>
Francia CAC 40	-10,95%
Japón Nikkei 225	-12,08%
EEUU Russell 2000 (Pequeñas y Medianas Compañías)	-12,18%
Mundial Mercados Emergentes MSCI EM (Emerging Markets)	-12,25%
Reino Unido FTSE 100	-12,48%
Mundial Medianas Compañías MSCI World Mid Cap	-13,15%
Europa STOXX Europe 600	-13,24%
Mundial ex-EEUU MSCI World ex USA	-13,27%
Hong Kong - Hang Seng Index	-13,61%
Mundial Pequeñas Compañías MSCI World Small Cap	-14,10%
Europa EuroSTOXX 50	<b>-14,34%</b>
España IBEX 35	<b>-14,97%</b>
Mercados Emergentes Asia MSCI EM Asia	-15,00%
Italia FTSE MIB	-16,15%
Mundial Sector Financiero MSCI World Index / Financials	-16,99%
Alemania DAX	-18,26%
EEUU Bancos S&P 500 / Banks	-18,37%
Belgica BEL-20	-18,46%
Austria ATX Austrian Traded Index	-19,72%
Mundial Bancos MSCI World Index / Banks	-19,91%
Irlanda ISEQ General	-20,85%
Grecia ATHEX Composite	-23,56%
China DJ Shanghai Index	-24,76%
Europa Bancos STOXX Europe 600 Banks	-28,51%

## EL SECTOR FINANCIERO MARCA LA DIFERENCIA NEGATIVA EN LAS BOLSAS EUROPEAS

(VARIACIÓN EN 2018)



Las Bolsas europeas han acumulado rentabilidades negativas de forma generalizada, lastradas por la desaceleración de la economía mundial y en particular la del área del euro, y por las tensiones geopolíticas y económicas que han caracterizado el ejercicio tanto en el continente como en el resto del mundo. El índice EuroSTOXX 50 de la principales cotizadas para el área del euro desciende en 2018 un 14,3% anual, un punto más que el Índice STOXX Europe 600 referencia más amplia para el conjunto del continente. El muy negativo comportamiento del sector bancario europeo (-28,5% según el STOXX Europe 600 Banks), con fuerte ponderación bursátil, ha arrastrado a los indicadores generales.

Mejorando el registro del EuroSTOXX 50 se encuentran los índices de Portugal (-6,5%), Suiza (-10,2%), Holanda (-10,4%) y Francia (-10,9%). Prácticamente en línea con el índice paneuropeo están el Reino Unido (-12,5%), el IBEX 35 español (-15%) e Italia (-16,5%), mientras las pérdidas de Austria (-19,7%), Alemania (-18,3%), Bélgica (-18,5%), Irlanda (-20,9%) y Grecia (-23,6%) superan con holgura las pérdidas de las referencias paneuropeas.

En un año difícil, los mercados norteamericanos han mostrado debilidad en un entorno marcado por el sesgo restrictivo de la política monetaria de la Reserva Federal con cuatro alzas de los tipos de referencia. Aunque menos intensas que las medidas mundiales, sus tres índices arrojan rentabilidades negativas: el Dow Jones bajaba un 5,6% y el más amplio S&P 500 un 6,3% y el Índice Nasdaq 100 de componente tecnológico un 1%, rompiendo una racha de nueve años consecutivos de ganancias. Fuertes correcciones y volatilidad han aquejado en los últimos meses a las cotizaciones de las grandes empresas tecnológicas norteamericanas que siguen ocupando los primeros puestos del ranking de empresas mundiales por valor bursátil. También dentro de los mercados desarrollados, el índice Nikkei de Japón marcaba una pérdida de un -10,9% en línea con los índices mundiales globales.

El año 2018 no ha sido positivo para el conjunto de mercados emergentes (-15% según el índice global MSCI Emerging Markets) pero sí para Brasil, con el índice de su Bolsa subiendo un 15%, el mejor registro mundial entre los principales mercados. También el índice de las compañías latinoamericanas sube un leve 1%.

En el ámbito del sector financiero mundial cotizado, ha sido un ejercicio muy negativo con pérdidas en el MSCI World Index Financials del 17%, algo menos para los bancos del S&P 500 (-18,4%) y más para los bancos europeos del STOXX 600 Banks (-28,5%).

Por tamaño de las compañías, el año 2018 ha arrojado resultados por debajo de la media mundial para las compañías pequeñas (-4%) y medianas (-13%) cotizadas en el mundo. Las grandes compañías cotizadas en el conjunto mundial mejoran este registro (-8,3%) de acuerdo con el MSCI World Large Cap. Las norteamericanas pequeñas y medianas, representadas en el índice Russell 2000, bajan un 12%.

> viene de la página 34

mente bajos, aunque con un repunte que se inició en junio y se sostuvo titubeante hasta el cierre del ejercicio. Esta situación prolongada de baja volatilidad -muy acusada en España- ha pesado negativamente sobre los volúmenes de negociación dado que no ha favorecido la ejecución de estrategias de negociación algorítmica como el arbitraje, intradía, HFT, program-trading y otras, todas ellas más activas cuando la volatilidad repunta.

Además, hay particularidades que han afectado (y afectan hoy) negativamente a la actividad negociadora sobre acciones en la Bolsa española exclusivamente. Si bien es cierto que, sin embargo, no se traducen en una merma de la liquidez que sigue mostrando una fortaleza importante y destacada en el concierto internacional, tal como puede apreciarse en uno de los gráficos que abren este capítulo. Entre los factores específicos que perjudican a los volúmenes de negociación de acciones en la Bolsa española en los últimos años podemos citar tres especialmente. El primero, es el retraso que acumula la recuperación de las cotizaciones desde el momento más difícil de la crisis en 2009; el segundo ya se ha mencionado: es el elevado peso que el sector financiero (Bancos) tiene en el mercado; y, el tercero, algo enraizado con el anterior, viene de la exclusión reiterada de cotización de empresas muy grandes durante estos últimos años y por diferentes razones mayoritariamente ligadas a los efectos de la crisis. Aquí estarían, por supuesto, mayoritariamente Bancos e Inmobiliarias, que están en el origen de dicha crisis.

Aparte de la solvencia del modelo de mercado y la infraestructura tecnológica que lo soporta, han sido la fortaleza de los dividendos, la participación creciente de los inversores extranjeros (internacionalización del mercado) y, aunque este año menos, la profusa utilización de los mercados para obtener financiación por parte de las empresas, tres de los factores que pueden servir de contrapeso para contrarrestar en alguna medida el descenso de volúmenes y colocar a la Bolsa española en una posición internacional muy destacada en términos de liquidez.

## Posición internacional destacada

---

En 2018 se negociaron acciones en la Bolsa española por valor de 587.507 millones de euros. Un 99,5% de este valor corresponde a actividad sobre acciones cotizadas españolas cuya capitalización al 31 de diciembre de 2018 era de 632.000 millones de euros. Es decir, que en 12 meses se han negociado alrededor del 93% de su valor de mercado, un indicador de liquidez realmente destacado como veremos a continuación.

Si extendemos esta comparación hacia otras Bolsas, y utilizando datos homogéneos en dólares recogidos de las estadísticas de la Federación Mundial de Bolsas (WFE), encontramos que en la Bolsa española se negociaron acciones en 2018 por un importe equivalente al 89,8% de la capitalización doméstica al cierre del último mes del año. Esa cifra coloca a la Bolsa española como la 11ª del mundo de entre los 80 mercados desarrollados comparables por delante de Bolsas como las de Londres o Euronext (que agrupa a Francia con otras plazas). En Europa solo la Bolsa alemana supera a la española con un 103%. El resto, mayoritariamente exceptuando Tokio y Nueva York, son Bolsas asiáticas u otras de muy reciente cuño que carecen de la historia y el nivel de desarrollo e implantación de la española.

Visto de otra forma, la Bolsa española ocupaba en el balance del año 2018 el puesto 18º del mundo en negociación de acciones a través de mercados oficiales regulados cerrando un club de Bolsas donde se habían ejecutado operaciones por un valor superior a medio billón de dólares (detrás de España con 650.000 millones de dólares ya se situaba la Bolsa de Estambul con 415.000 y otras algo más de 60 Bolsas por debajo de esa cifra). Por su parte la capitalización doméstica se elevaba en ese momento a 724.000 millones de dólares (puesto 19º del mundo). Pues bien, además de la Bolsa española, sólo hay dos mercados en el mundo que con

un valor de mercado inferior a 1,3 billones de dólares negocien más de medio billón de euros en acciones: se trata de Bovespa (Brasil) y Taiwan.

La Bolsa española con el 5,1% de la capitalización de todas las empresas europeas cotizadas en alguna de las Bolsas europeas miembros de la WFE aglutina un valor efectivo negociado en sus sistemas del 6,5% del total. Los valores españoles cotizados representan el 1% de la capitalización de acciones cotizadas en el mundo y concentran el 0,85% de la negociación de acciones.

Es decir que, aunque inmersa en un ciclo de volúmenes debilitado, la Bolsa española sigue siendo una de las plazas más competitivas del mundo en términos de negociación para sus valores y eso se traduce en las comparativas internacionales. Al cierre de septiembre de 2018 (últimos datos disponibles) el Banco Santander lideraba el ranking de los valores más negociados de la Eurozona y cuatro más se situaban en las posiciones 17ª, 28ª, 30ª y 31ª. El 10% de los valores del Índice EuroStoxx 50 eran españoles con un peso total del 11,93% sobre el total contratado en los nueve primeros meses de 2018.

## La Bolsa española ofrece las mejores horquillas de compraventa para sus valores

Las horquillas de precios son el elemento usado para evaluar la calidad de la ejecución de las operaciones de compra venta en la Bolsa española. La menor diferencia entre los precios de compra y venta de títulos en un sistema de negociación determina la mayor probabilidad de que se ejecute una operación. Esta circunstancia unida a la profundidad de las órdenes, es decir, que el número de títulos asociados a los precios de oferta y/o demanda sea suficiente para que compradores y vendedores realicen sus transacciones, es primordial a la hora de que se cruce una operación.

Los sistemas de negociación de la Bolsa española mantienen una posición muy destacada en los precios y en los volúmenes de las órdenes referidas a los títulos de las empresas cotizadas en sus plataformas. Esta circunstancia se aprecia en la evolución de las horquillas promedio del conjunto de valores incluidos, tanto en el Índice de referencia de la Bolsa española, el IBEX 35, como en los relativos a medianas y pequeñas empresas, IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap, que durante años han reducido sistemáticamente sus "spread" u horquillas. En 2018 las horquillas promedio del conjunto de los valores incluidos en estos tres índices de referencia se han mantenido en mínimos históricos: 5,2 puntos básicos (pb) el IBEX 35; 24 pb el IBEX Medium Cap y 48 pb el IBEX Small Cap. El IBEX 35 al finalizar 2018 presentó una horquilla de 5,4 puntos básicos (centésimas), tres milésimas por encima de hace un año. Por último, el "spread" medio de los valores del IBEX Medium Cap en 2018 marcó el pasado mes de julio su mínimo histórico con 21 pb.

Todo esto puede apreciarse valor a valor en los Informes mensuales y los "Informes sobre Mejor Ejecución de la Renta Variable Española" de FinReg360 que desde principios de 2017 [hace públicos en su web BME](#). El estándar técnico 27 de MiFID II (RTS 27) define, para las ESIs que canalicen órdenes en los mercados de valores, la obligación de tomar medidas suficientes para garantizar que la ejecución de la orden se lleve a cabo en el mejor centro de ejecución disponible. Asimismo, los centros de ejecución tendrán la obligación de publicar un "Informe de Mejor Ejecución" de manera gratuita y en formato legible por máquina. Aunque la obligación no ha sido efectiva hasta el segundo trimestre de 2018, BME comenzó a publicar informes mensuales de mejor ejecución en enero de 2017. Además, en línea con la mejor información y mayor transparencia de los mercados que gestiona BME, también encarga cada mes un informe específico a una consultora externa sobre el tema de mejor ejecución.



[Informe sobre "mejor ejecución" en la web de BME](#)

## Los extranjeros aportan confianza a la Bolsa española

La internacionalización de las actividades de las empresas cotizadas y la movilidad de los capitales internacionales son parte esencial del crecimiento de la industria financiera y de valores española en los últimos años. Su penetración en la vida de la economía española y las empresas ha continuado creciendo en 2018 haciendo posible desde el mantenimiento de los negocios de muchas compañías hasta operaciones de financiación e inversión que sin la participación de agentes extranjeros no habrían podido ser. Por tanto, su peso es decisivo a la hora de explicar los parámetros de rentabilidad, negociación, financiación y estabilidad correspondientes a la actividad de las empresas cotizadas españolas en los mercados de valores.

La presencia de los inversores no residentes en la Bolsa española y sus empresas cotizadas es más alta que en otros ámbitos, acorde con la lógica de apertura, accesibilidad, transparencia y protección jurídica que impone su carácter regulado y supervisado. La participación de inversores extranjeros como propietarios de acciones de empresas españolas era del orden del 25-30% hace 25 años. Hoy su peso en el capital de las empresas cotizadas es del 46% ([ver estadísticas web](#)) mientras que para el resto permanece en el 25% en términos agregados.

Gran parte de la responsabilidad de este proceso de internacionalización reside en nuestra pertenencia a la UE y, más concretamente, a la eurozona. Según el informe de la CE "Financial Integration in Europe" correspondiente a mayo de 2018, en los momentos actuales la tenencia cruzada de acciones entre propietarios radicados en países miembros de la zona euro equivalen al 28% del total de las emitidas en cada país, justo el doble que hace 10 años. Este porcentaje es también válido para los instrumentos de deuda que, sin embargo, era del 34% en 2008.

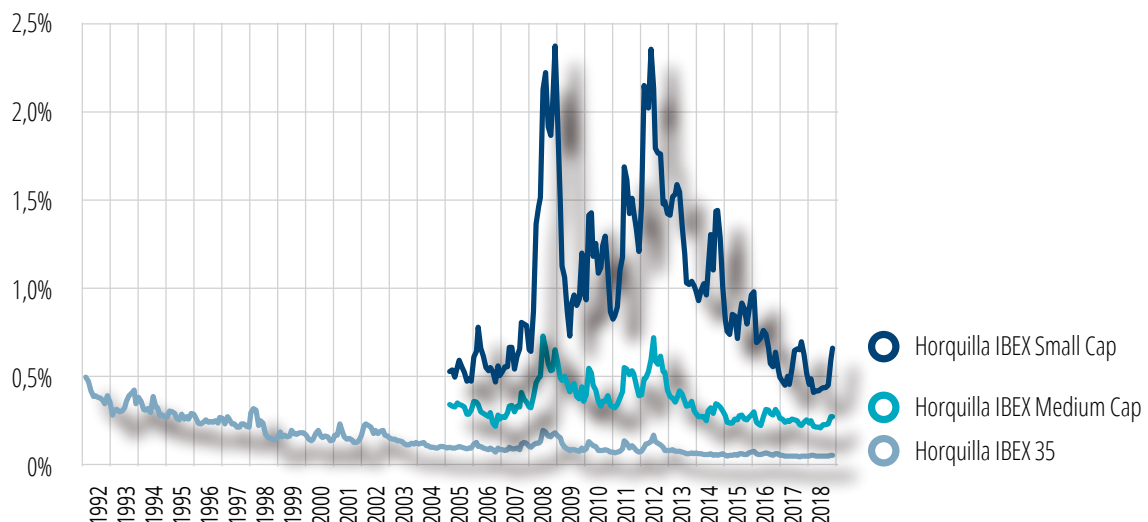
Esta apertura de la actividad y los negocios de la sociedad española tiene un refrendo cuantitativo muy sólido en la facturación del conjunto de empresas cotizadas en la Bolsa española. En la primera mitad de 2018 el importe de los ingresos procedentes del exterior de las empresas del IBEX 35 fue del 67,68% cuando hace 20 años era escasamente del 24% y del 50% hace 10.



[Estadísticas web](#)

## EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA HORQUILLA PROMEDIO MENSUAL DEL CONJUNTO DE VALORES CORRESPONDIENTES A CADA ÍNDICE IBEX

PROMEDIOS DIARIOS MES A MES (1992-2018)



En el caso de los Bancos españoles (mayoritariamente cotizados) y con datos del Informe de Estabilidad Financiera del Banco de España correspondiente a noviembre de 2018, los activos financieros que tenían en el exterior en junio de este mismo año equivalían al 45% de sus activos financieros totales cuando en junio de 2010 representaban el 20%. Es decir que en ese período su negocio exterior ha doblado su peso en el total.

En coherencia con estos datos también la participación en la negociación de acciones es relevante. Los extranjeros son protagonistas en algo más del 80% de las transacciones que se realizan en la Bolsa española.

## El dividendo: refugio y protección para los inversores

Hace años que la Bolsa española lidera este apartado entre el conjunto de Bolsas internacionales desarrolladas. En 2018 el diferencial positivo se mantiene y es muy posible que, también, éste sea uno de los factores que más atraen a los inversores extranjeros a participar y mantenerse activamente en el día a día de nuestras empresas cotizadas.

Durante el año 2018 las empresas cotizadas han repartido a sus accionistas 30.105 millones de euros en dividendos, devolución de aportaciones por primas de emisión y reducción de nominal. Lo que significa que han retribuido un 6,65% más que en el mismo período del año anterior ([ver Estadísticas web](#)).

Solo en dividendos, las cotizadas han distribuido a sus accionistas 28.793 millones de euros, cifra que representa el 95,6% de la retribución total en lo que va de año y que es un 3,5% más que el importe retribuido durante todo el año anterior.

En este año 2018, han sido 135 sociedades admitidas en algún mercado de renta variable de los dispuestos por BME las que han repartido dividendos. De ellas, 87 cotizan en la Bolsa (4 SOCIMI) y las 46 que restan están admitidas en el MAB, de las cuales 28 son SOCIMI.

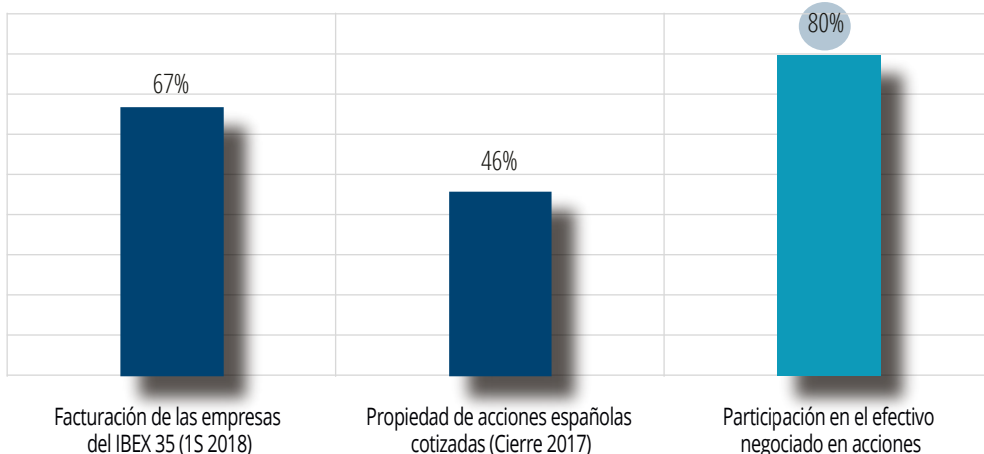


[Estadísticas web sobre dividendos](#)

[Pasa a la página 47 >](#)

## LOS INVERSORES INTERNACIONALES, PROTAGONISTAS DE LA ACTIVIDAD EN LA BOLSA ESPAÑOLA

PORCENTAJE DE CADA VARIABLE QUE SE ATRIBUYE A ACTIVIDAD GENERADA POR INVERSORES O AGENTES EXTRANJEROS. EN EL CASO DE LA FACTURACIÓN ES LA GENERADA FUERA DE ESPAÑA. FUENTE: CNMV, BDE Y BME



*Las cotizaciones acusan una debilidad excesiva que afecta a los importes de los volúmenes negociados y no tiene una causa especialmente determinante. En términos de expectativas, este retraso acumulado puede convertirse en un factor diferencial positivo en los próximos años.*

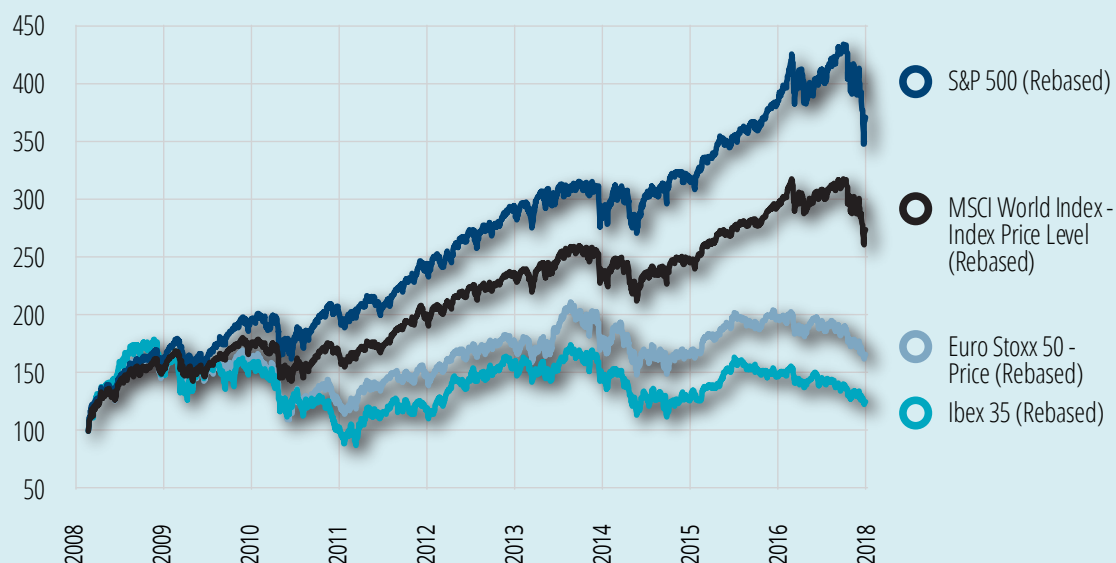
# La dificultad de los precios para superar los niveles pre-crisis

Una de las cuestiones que ha vuelto a ponerse de manifiesto este año es el relativo desacoplamiento en las tendencias de las cotizaciones y los niveles de actividad entre los mercados de valores norteamericanos y los europeos. Y dentro de este escenario las especiales dificultades que está mostrando la Bolsa española para remontar los niveles y valores de actividad pre-crisis. No hay realmente motivos económicos de fondo que parezcan justificar, no ya las diferencias, sino su persistencia y magnitud.

Paradójicamente, tal vez estas excesivas diferencias que en el caso de España parecen acrecentadas por factores locales que tienden a desaparecer, son las que pueden abrir mejores expectativas de crecimiento para la Bolsa española en los próximos años. Al fin y al cabo, el grueso del mercado de acciones español está respaldado por un buen número de empresas que juegan en el tablero global y, liberadas de ciertos sesgos de inestabilidad local, podrían absorber los impactos económicos positivos con un sobrepemio que acerque las cotizaciones a valores más acordes con el verdadero nivel e integración de la economía y las finanzas españolas en el mundo a día de hoy.

## LA BOLSA ESPAÑOLA Y EUROPEA, MUY REZAGADAS TRAS LA CRISIS

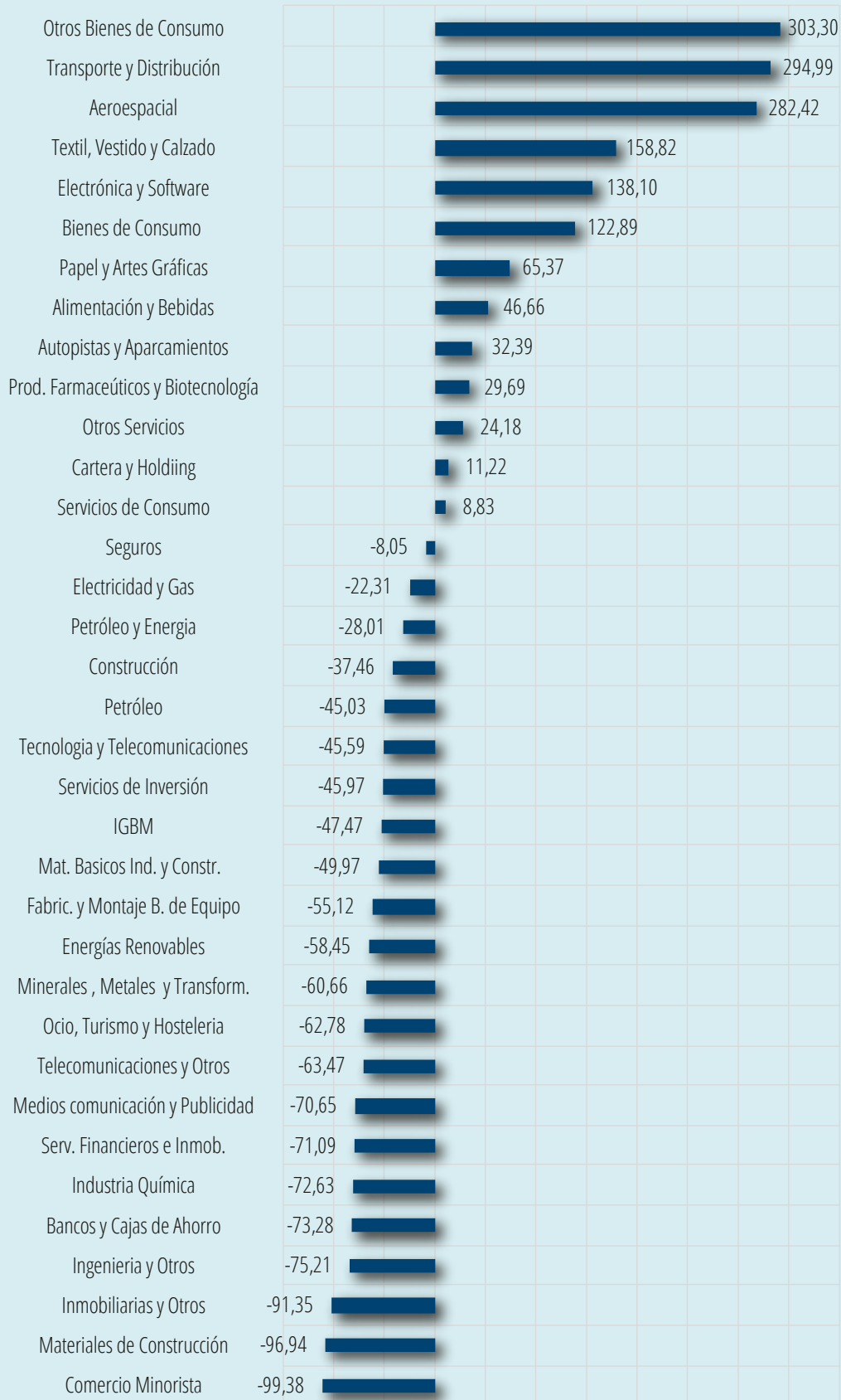
IBEX 35, EURO STOXX 50, MSCI THE WORLD INDEX, S&P 500. EVOLUCIÓN COMPARADA BASE 100= 9 MARZO 2009 HASTA 31 DICIEMBRE 2018





## VARIACIÓN DESDE MÁXIMOS PRE-CRISIS (DIC 2007) DE LAS COTIZACIONES DE LA BOLSA ESPAÑOLA POR SECTORES Y SUBSECTORES DEL ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID (IGBM)

DATOS HASTA 31 DE DICIEMBRE DE 2018 EN %



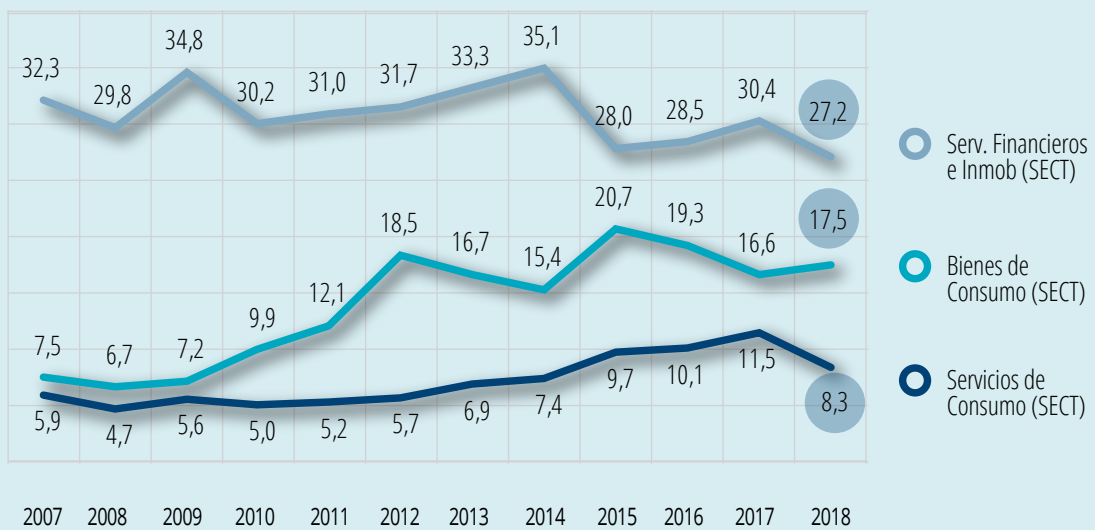


Como puede observarse en el gráfico adjunto en los últimos 10 años el S&P500 norteamericano ha multiplicado su valor por 4, mientras que el Eurostoxx 50 europeo lo ha hecho por 0,76. En el caso de España, el IBEX 35 se ha multiplicado por 0,33.

Desde diciembre de 2007 hasta el 31 de diciembre de 2018, de los 35 sectores y subsectores en que podemos dividir el Índice General de la Bolsa de Madrid (considerando el propio índice como un sector más), solo 13 anotan crecimiento. El IGBM está aún un 47% por debajo de su valor 11 años después y 4 de los 6 grandes sectores principales están también en terreno negativo.

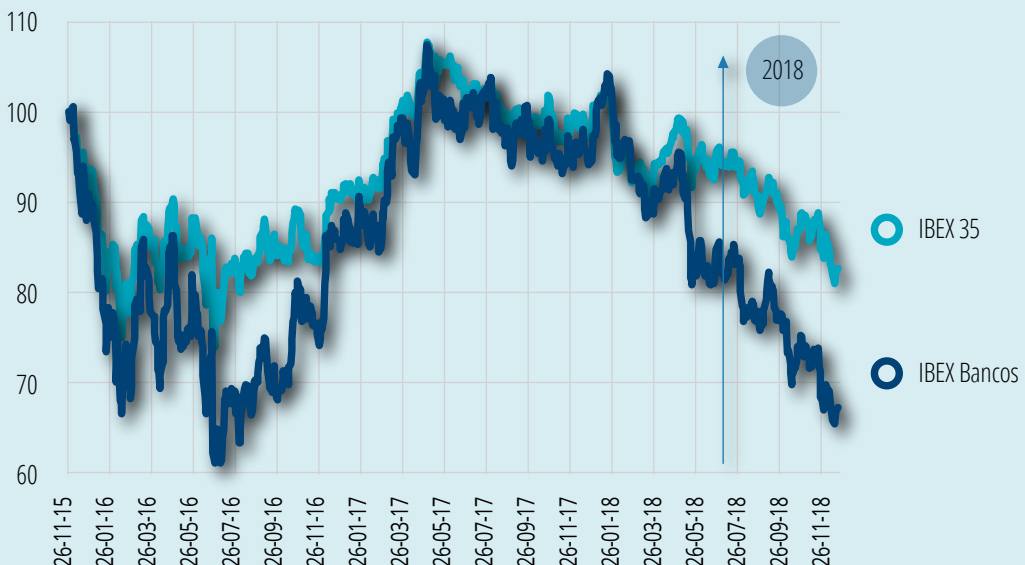
### PESOS DE LOS SECTORES EN LA BOLSA ESPAÑOLA

PORCENTAJE (%) DE CAPITALIZACIÓN QUE REPRESENTA CADA UNO SOBRE LA TOTAL DOMÉSTICA DE LA BOLSA ESPAÑOLA A CIERRE DE CADA AÑO



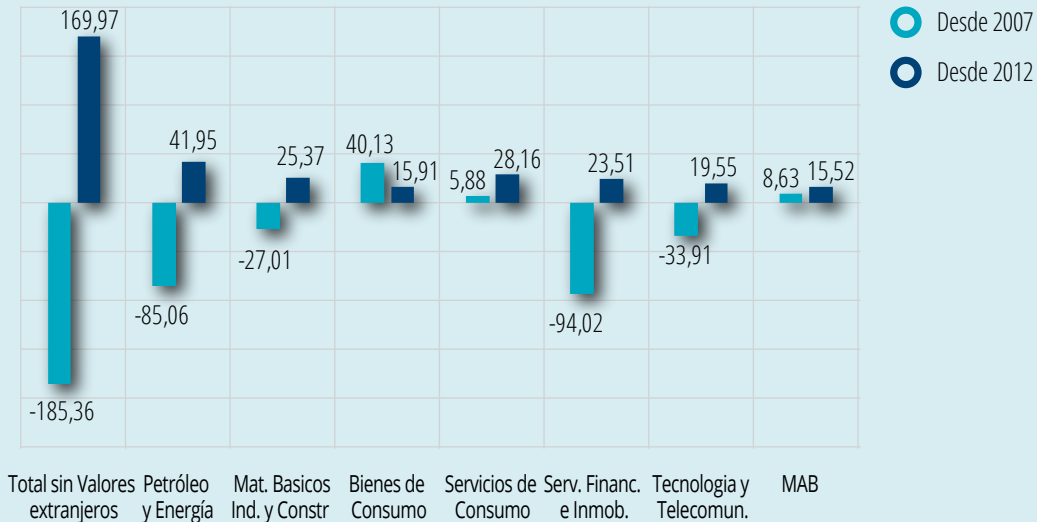
### LA COTIZACIÓN DE LOS BANCOS PENALIZA A LA BOLSA ESPAÑOLA

DATOS DIARIOS DESDE 26 NOV 2015 HASTA 31 DICIEMBRE 2018. BASE 100 EN ORIGEN



## VARIACIONES DE LA CAPITALIZACIÓN DOMÉSTICA DE LA BOLSA ESPAÑOLA Y SUS SECTORES

DATOS EN MILES DE MILLONES DE EUROS CÁLCULOS CERRADOS A 31 DE DIC. 2018



El que registra peor comportamiento es el correspondiente al Sector Financiero e Inmobiliario (-71%) donde se integran los Bancos (-73,2%). Y esta es tal vez una de las principales razones por las que la Bolsa española acumula más retraso en la recuperación de sus principales variables de actividad, en especial las relacionadas con el valor de la negociación.

A pesar de la disminución del tamaño del sector bancario en todo el mundo y las fuertes cargas regulatorias que se le han impuesto, su peso por capitalización en la Bolsa española se mostró incluso creciente desde 2007 a 2014 y sólo a partir de ahí ha cedido algo hasta representar ahora un 27% del total (sin extranjeros). El valor de mercado del Sector Financiero e Inmobiliario ha recuperado 23.500 millones de euros desde mínimos de 2012 pero aún está 94.000 millones por debajo del que alcanzó en el máximo pre-crisis en 2007. A lo largo de 2018 la evolución de las cotizaciones de los Bancos, que ha sido sensiblemente peor que la de la mayoría del resto de sectores, ha pesado negativamente sobre el discurrir del IBEX 35 y los volúmenes de negocio asociados.

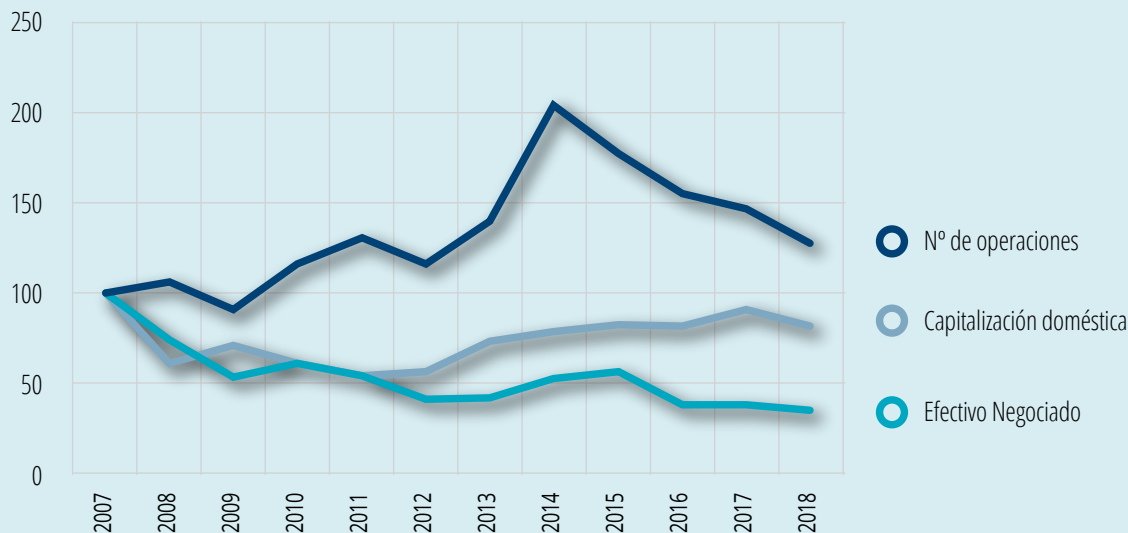
Pero no sólo el sector bancario ha sido en estos años un elemento de especial relevancia en la evolución de sus cotizaciones sino que, también, el sector de Petróleo y Energía ha tenido gran incidencia, si bien su peso en Bolsa ha bajado mucho en el período (del 26% inicial al 18% actual). Este sector ha recuperado cerca de 42.000 millones de euros de valor desde 2012 pero aún vale 85.000 menos que en 2007.

Entre ambos sectores tenían un peso del 60% en la Bolsa española cuando se inició la crisis y hoy alcanzan el 45%.

Enraizando lo ocurrido con el futuro, tal vez la lectura más positiva de estos hechos es que el relevo sectorial si parece estarse produciendo en la Bolsa. De esta forma los de Bienes de Consumo y Servicios de Consumo han incrementado notablemente su participación en la capitalización total pasando de un 13,5 a un 26% en 11 años. En estos sectores se integran gran parte de las empresas más relacionadas con la innovación, la investigación y las nuevas tecnologías y son las que más han visto crecer sus cotizaciones en 2018 y también en el largo plazo.

## EL CICLO BAJO DE VOLÚMENES EN LA BOLSA ESPAÑOLA

EL VALOR DE LOS VOLÚMENES NEGOCIADOS EN ACCIONES NO SIGUE AL VALOR DE MERCADO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS  
BASE 100 EN EN 2007 (MÁXIMOS PRE-CRISIS)

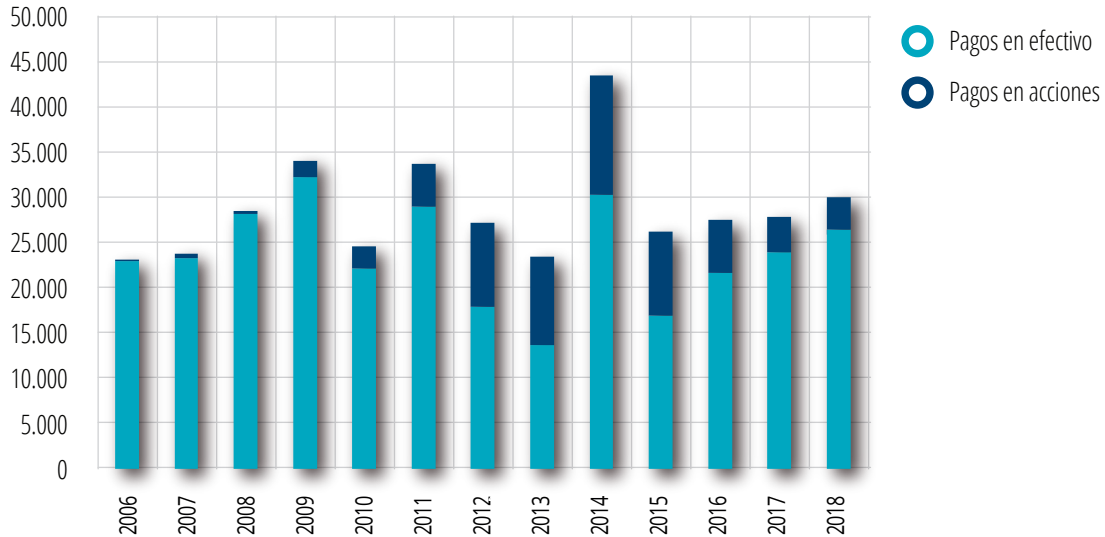


En otro orden de cosas, pero intrínsecamente ligado al papel trascendental de los mercados de valores en la transformación de la economía, la Bolsa española ha ocupado tradicionalmente una posición muy destacada en el concierto internacional en el capítulo de flujos nuevos de financiación e inversión canalizados hacia las empresas cotizadas. Terreno en el que, por cierto, la Banca ha jugado un papel positivo destacado realizando muchas ampliaciones de capital y muy grandes dentro de las estrategias seguidas para cumplir con los planes de reestructuración y recapitalización a los que se han visto (y se ven) sometidas las entidades. Los flujos a los que nos referimos, incluyen tanto ampliaciones de capital llevadas a cabo por empresas ya cotizadas como los importes de las colocaciones realizadas con ocasión de las Ofertas Públicas de Venta realizadas por las nuevas empresas que se incorporan al mercado.

El año 2018 no ha sido especialmente generoso en el tamaño de las operaciones de financiación que se han llevado a cabo, en general en ninguna Bolsa. No obstante, desde el año 2000 se han canalizado flujos de financiación e inversión por un valor cercano a los 780.000 millones de euros. En algunos años de ese periodo, la Bolsa española ha sido una de las 3 plazas bursátiles mundiales más activas en la canalización de financiación e inversión hacia las empresas cotizadas según datos de la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

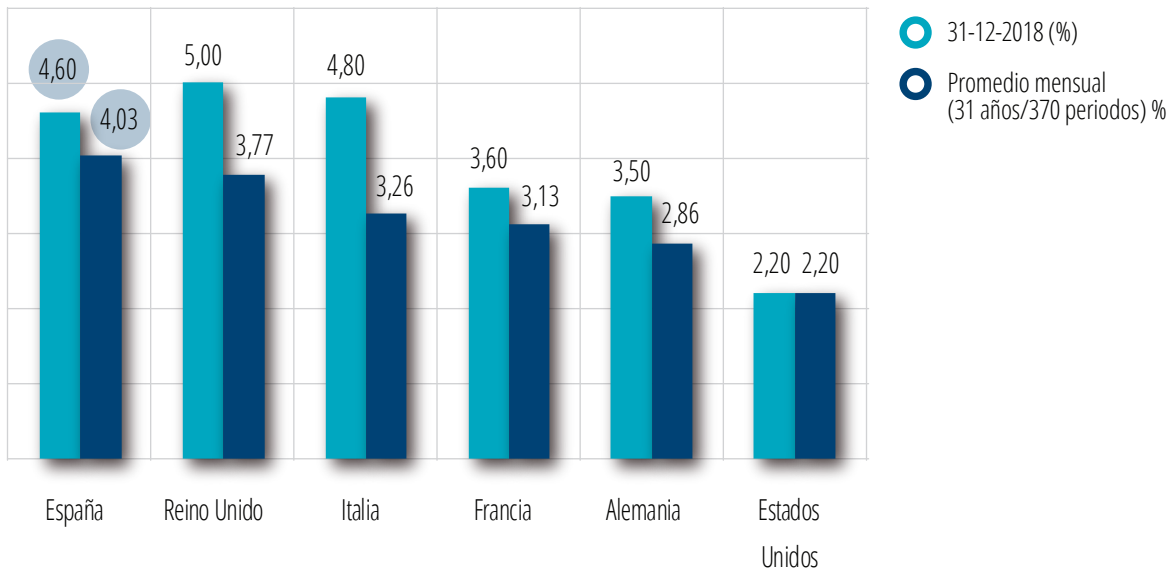
### RETRIBUCIÓN AL ACCIONISTA EN LA BOLSA ESPAÑOLA (2006-2018)

PAGOS EN EFECTIVO Y PAGOS EN ACCIONES. (MILLONES DE EUROS)



### ESPAÑA: LIDER EN RENTABILIDAD POR DIVIDENDO

FUENTE: MORGAN STANLEY CAP. INT (DICIEMBRE 2018)



> viene de la página 41

Como puede verse en el gráfico que aparece en la apertura de este capítulo del Informe, en lo que va de siglo las empresas cotizadas en la Bolsa española han repartido dividendos por un valor que supera ligeramente los 420.800 millones de euros, una cifra que equivale al 44% del valor actual de mercado de todas las cotizadas españolas presentes en Bolsa en este momento. Entre el año 2000 y el 2005 el importe promedio de dividendos brutos repartidos por las compañías cotizadas entre sus accionistas fue de 10.893 millones de euros anuales. En el año 2006 fue de 21.810 millones y desde entonces hasta hoy ningún año ha sido inferior a 23.000 millones de euros.

# Medidas de impulso de la liquidez

La falta de análisis de las compañías cotizadas provoca importantes efectos negativos sobre el mercado de las acciones de esas compañías: menor liquidez, inadecuada valoración y dificultad de acceso a los inversores y en particular a la financiación en el mercado primario. Este problema se ha agravado con la entrada en vigor de la regulación MiFID II que obliga a los intermediarios financieros a separar los costes de análisis y ejecución de operaciones, lo que supone un desincentivo para la cobertura de análisis de los valores de menor tamaño.

El problema de las compañías sin cobertura de análisis es universal: se estima que entre un 30% y un 40% de los valores cotizados en el mundo no tienen ningún seguimiento por parte de las firmas de intermediación financiera. En el mercado español cerca de 60 valores cotizados en Bolsa carecen de cobertura en la actualidad, a los que habría que sumar una gran parte de las compañías del [Mercado Alternativo Bursátil \(MAB\)](#). El porcentaje de no cobertura sobre la totalidad del mercado español se sitúa por encima del 50%.

Con el objetivo de contribuir a mejorar esta situación y combatir los efectos secundarios de la nueva regulación sobre la liquidez de muchos valores, el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) con el apoyo de BME ha creado en 2018 [Lighthouse \(LH\)](#), un servicio de análisis financiero independiente, destinado a dar cobertura a los denominados “valores huérfanos” de la Bolsa española, aquellos no tienen una cobertura real y constante por parte de los intermediarios financieros.

LH limita su ámbito a la cobertura de aquellos valores cotizados (Bolsa y MAB) del mercado español que no son cubiertos por empresas de servicios de inversión y su objeto habitual de cobertura serán compañías pequeñas y/o ilíquidas. LH quiere conseguir un incremento del conocimiento del mercado sobre determinados valores de los que, a día de hoy, hay muy poca o nula información sobre sus fundamentales. A partir de ese mayor conocimiento los valores tenderán a ser más líquidos y a cotizar más cerca de su valor fundamental. Además del objetivo prioritario de cubrir “valores huérfanos”, LH también monitorizará de forma permanente el nivel de cobertura del mercado español de renta variable y propondrá medidas que ayuden a mejorar la cobertura del mercado.

Lighthouse seguirá la metodología del análisis fundamental “clásico”, basado en un conocimiento profundo de los negocios analizados y en una buena modelización. El valor del análisis realizado estará en las proyecciones financieras y no en la valoración ni en la recomendación.



[Mercado Alternativo Bursátil \(MAB\)](#)



[Lighthouse \(LH\)](#)

En congruencia con estos datos, el efecto del dividendo sobre el rendimiento a largo plazo de la Bolsa española es muy relevante. En el gráfico de rentabilidad por periodos correspondiente a los diferentes índices IBEX expuesto unas páginas más atrás, se observa claridad. Por ejemplo, desde los mínimos de la crisis en 2012 hasta el cierre de 2018, mientras el IBEX 35 ha crecido un 43,38%, el IBEX con Dividendos lo ha hecho un 87,93% (el doble).

Tomando datos homogéneos a efectos de comparaciones internacionales del Blue Book mensual de MSCI, a 31 de diciembre 2018 la rentabilidad por dividendo de la Bolsa española se situaba en el 4,6%, un año más en posiciones de liderazgo internacional. En los últimos 11 años ningún mes la ratio que calcula MSCI para España ha sido inferior al 4% en este capítulo. La media histórica de este indicador para las cotizadas españolas en 31 años (370 meses) es de 4,03%, también superior a la que resulta para el resto de Bolsas desarrolladas comparables.

En comparación con el considerado “tipo de interés sin riesgo”, el correspondiente a la deuda pública a 10 años, una rentabilidad por dividendo como la actual (4,6%) es 3,3 veces el rendimiento que ofrece el tipo a 10 años español (1,42 %). En los últimos 10 años la Bolsa española ha ofrecido una rentabilidad por dividendo anual del 5,5% (promedio realizado sobre el dato de cierre de 120 meses). Esta misma media para el bono a 10 años es del 3,3%.

Por compañías y tamaños, han sido un total de 58 las empresas integradas en algún índice de la familia IBEX las que han pagado dividendos en 2018. De ellas hay 2 que no contamos (OHL y Día) por atravesar situaciones anómalas que generan ratios de rentabilidad por dividendo no significativos. Y, entre las 56 que restan, 30 han superado una rentabilidad del 4% (23 en el IBEX 35, 5 en el Medium y 2 en el Small) y son 50 las que han rebasado el tipo a 10 años.

En cuanto a modalidades de retribución, el dividendo satisfecho en acciones (*scrip*) en 2018 ha sido un 4,3% superior al distribuido en 2017 hasta alcanzar los 4.035 millones de euros. Su peso en el importe total de dividendos distribuidos en la Bolsa española permanece por segundo año consecutivo en el entorno del 15%. Han sido 9 empresas las que han utilizado este tipo de retribución en un total de 14 pagos.

Durante el año la devolución de primas de emisión multiplica casi por cuatro la cifra del año anterior. Los 1.300 millones de euros satisfechos han provenido mayoritariamente de empresas SOCIMI, especialmente de la empresa Testa Residencial que en el mes de diciembre devolvió primas por valor de 1.007 millones de euros.

Por último, también durante 2018, 13 empresas han amortizado un total de 402 millones de títulos por un valor efectivo de 3.519,9 millones de euros. La amortización de acciones propias es una de las alternativas con las que cuentan las empresas para retribuir a sus accionistas ya que aumentan las ratios por acción (beneficios, dividendos...). En muchos casos, este tipo de operativa, está ligada a un programa previo de recompra de acciones propias en el mercado.

## ETFs: el crecimiento pendiente de una equiparación fiscal que no llega

En 2018 se negociaron ETFs en la Bolsa española por un importe de 3.025,6 millones de euros soportados en 86.716 operaciones. Estos importes representan descensos frente a 2017 del 32,2% y del 11,86%, respectivamente. Es el tercer año consecutivo de descensos si bien los valores están por encima del año de arranque de estos productos en la Bolsa española, el 2006 y del peor año en su corta historia en nuestro mercado, el 2012 ([ver estadísticas web](#)).



[Estadísticas web ETFs](#)

Teniendo en cuenta que 5 de los 6 ETFs actualmente listados en la Bolsa española tienen como subyacente el IBEX 35 en alguna de sus formas (neto, apalancado...), el 98% de la negociación se ha realizado sobre los mismos. El IBEX 35 Net Total Return con un 47% y el IBEX 35 Doble Apalancado neto con un 22% aglutinaron el grueso de la contratación en función de los euros efectivos negociados en mercado durante 2018.

La consolidación de un mercado amplio, diversificado y transparente de fondos cotizados en Bolsa o ETFs sigue siendo una asignatura pendiente en España. Los ETFs en Bolsa se han convertido probablemente en el producto de inversión de mayor éxito en todo el mundo durante los últimos 20 años gracias a su transparencia, sencillez y bajos costes de gestión, y ha puesto al alcance de todo tipo de inversores técnicas de gestión diversificadas con exposición nacional e internacional antes reservadas únicamente a gestores profesionales, de ahí su éxito sobre todo entre los pequeños inversores particulares. En España el acceso de los inversores a este producto se sitúa muy por debajo de sus homólogos europeos y mundiales

## RENTABILIDAD POR DIVIDENDO DE LOS VALORES EN 2018

CÁLCULOS REALIZADOS POR EL SERVICIO DE ESTUDIOS DE BME A FECHA 31/12/2018

IBEX 35	RENTABILIDAD POR DIVIDENDO 1 AÑO (DIC 17-DIC 18)
Mediaset	10,99%
Banco Sabadell	7,00%
Endesa	6,87%
Repsol	6,36%
Enagás	6,30%
Naturgy	6,29%
Mapfre	6,25%
Banco Santander	5,54%
Telefónica	5,45%
BBVA	5,39%
Acerinox	5,20%
Ence	5,01%
Aena	4,79%
Iberdrola	4,75%
Caixabank	4,74%
Red Eléctrica	4,71%
Técnicas Reunidas	4,36%
Bankia	4,31%
IAG	4,19%
Bankinter	4,10%
ACS	4,09%
Ferrovial	4,08%
Acciona	4,06%
Viscofan	3,51%
Inditex	3,36%
CIE Automotive	2,61%
Inmobiliaria Colonial	2,21%
Melia	2,05%
Merlin	2,05%
Grifols	1,76%
Amadeus	1,08%
Arcelormittal	0,39%

IBEX MEDIUM CAP	RENTABILIDAD POR DIVIDENDO 1 AÑO (DIC 17-DIC 18)
BME	7,32%
Sacyr	5,91%
Zardoya	5,15%
Logista	5,03%
Faes Farma	4,65%
Ebro Foods	3,27%
Gestamp	2,52%
Europac	2,49%
Corporación Financiera Alba	2,35%
Unicaja Banco	1,87%
CAF	1,82%
Almirall	1,38%
Applus	1,34%
Vidrala	1,30%

IBEX SMALL CAP	RENTABILIDAD POR DIVIDENDO 1 AÑO (DIC 17-DIC 18)
Atresmedia	11,46%
Lingotes Especiales	6,40%
Euskatel	3,98%
Miquel y Costas	3,53%
Prosegur Cash	3,24%
Lar España	2,51%
Azkoyen	2,39%
Parques Reunidos	2,29%
Ercros	1,61%
Telepizza	1,07%

Entre las razones de esta falta de presencia de los ETFs entre los inversores españoles figura en lugar destacado la fiscalidad. En el año 2016, una consulta vinculante realizada a la Dirección General de Tributos permitía aplicar el régimen de diferimiento fiscal de las plusvalías generadas únicamente a aquellos ETF comercializados en España cotizados en mercados internacionales distintos de la Bolsa española. Tras la emisión de esta consulta se producía un agravio comparativo para el mismo producto, dependiendo de si estaba cotizado en la Bolsa española o estaba cotizado en Bolsas de otros países, al concederle a los cotizados en éstas últimas un tratamiento fiscal similar a los fondos de inversión tradicionales. La desigualdad fiscal derivó en un desinterés general por admitir a cotización ETFs por parte de los emisores y gestoras de fondos en Bolsa española y por tanto se privaba a los ETFs de la transparencia que proporciona estar admitidos en un mercado bursátil cercano y familiar para el inversor, sobre todo particular.

### Actividad muy contenida en el segmento de warrants en ausencia de volatilidad

En el caso de los warrants la casi total ausencia de volatilidad en el mercado durante 2017 y 2018, hace que los productos negociados asimilables a esta categoría tengan poco encaje en las estrategias de los inversores. Ya hemos comentado que la volatilidad volvió a ser durante todo el ejercicio anormalmente baja respecto a su historia.

A cierre de diciembre de 2018 había 2.428 emisiones de warrants vivas en el mercado, 445 menos que en diciembre de 2017. El número de admisiones en el año fue de 4.983, cerca de un 10% inferior las anotadas en 2017 y lejos de las cerca de 8.000 anotadas en 2015 o las casi 10.000 registradas en el máximo histórico de 2008.

La contratación de warrants en la Bolsa española en 2018 fue de 981 millones de warrants, un 20% por debajo de la anotada en 2017, que equivale a un efectivo de 283 millones de euros que es un 0,35% superior al año anterior ([ver estadísticas web](#)).

Por subyacentes la mayor actividad negociadora corresponde a acciones españolas con algo más de un 31% del total, seguido de índices nacionales (30%), índices internacionales (25%) y acciones extranjeras (13%).

En cuanto a otros tipos de productos cotizados que se negocian en el segmento de warrants, destacar el crecimiento en 2018 de los Turbo Warrants con un aumento del 65% de negociación en efectivo hasta alcanzar los 73 millones de euros anuales. Por su parte los Bonus y Bonus Cap alcanzaron los 23 millones en el año con un descenso del 13,5% en el ejercicio.



[Estadísticas web de warrants](#)



En 2018 se han lanzado 8 nuevas referencias y ya suman 45 desde 2013

# La generación de índices y el dinamismo inversor en los mercados

La Bolsa española ha seguido en los últimos años una activa política de generación y lanzamiento de índices de todo tipo que, sin duda, ha contribuido a la generación de actividad y alternativas de inversión en los mercados de valores. Desde 2013 se han lanzado 45 nuevos índices de tal suerte que, en la actualidad, la familia IBEX cuenta con 68 índices.

En 2018, en concreto en el mes de septiembre, BME comenzó a difundir, a través de los principales proveedores de información bursátil, los índices de volatilidad y de estrategias con opciones IBEX 35®. Estos índices se publican al cierre de cada sesión, y permiten medir la volatilidad implícita del mercado y mostrar el rendimiento de determinadas estrategias de inversión mediante productos negociados en MEFF, el mercado de derivados de BME. Los índices VIBEX® e IBEX35® SKEW son indicadores de volatilidad del mercado, mientras que los índices IBEX 35® BUYWRITE, IBEX 35® PUTWRITE, IBEX 35® PROTECTIVE PUT y IBEX 35® VENTA DE STRANGLE replican estrategias y coberturas para adaptarse a las diferentes tendencias del mercado mediante compras o ventas de opciones y de futuros sobre opciones IBEX 35®. Estos índices aportan guías útiles para mejorar la diversificación y cobertura de la cartera. En esta línea se seguirá trabajando en los próximos años.

El auge de los índices es un hecho y ahora mismo marcan la pauta en los modelos de inversión actuales. Sean índices de renta variable tradicionales, de renta fija, de precios de activos no financieros, o de estrategias especulativas o de cobertura, su utilización va más allá de ser considerados una mera referencia.

## GENERACIÓN DE ÍNDICES EN BME (2013-2018)

FECHA DE LANZAMIENTO	NOMBRE GENÉRICO DE LOS ÍNDICES	Nº de Índices
24/09/2013	Índices de Volatilidad Objetivo	8
13/03/2014	Índices Total / net Return	8
10/03/2015	Índices Inversos / Apalancados x10	2
26/11/2015	Índices IBEX 35 Sectoriales	3
12/04/2016	Índices estrategia Acciones	16
01/06/2017	Índices IBEX MAB	2
21/09/2018	Índices Opciones y Volatilidad	6
<b>TOTAL Nuevos Índices Bolsa española</b>		<b>45</b>

La creciente demanda por parte de los inversores de técnicas y modelos de apoyo a la hora de invertir ha traído como consecuencia un aumento de la oferta de índices que permite a los emisores ampliar su oferta de productos de inversión en los mercados de capitales y a los inversores disponer de un abanico más amplio de opciones. A través de los índices es posible monitorizar e invertir en determinados mercados de renta fija, variable, materias primas, o derivados, o sectores, o criterios fundamentales de ponderación para los valores que conforman una cartera, o criterios de sostenibilidad ESG, o coberturas con opciones, o mediciones de riesgo y volatilidad, o estrategias alcistas o bajistas con acciones tanto de mercados españoles como internacionales,....en suma, una lista tan larga como la que nos lleve la innovación financiera y la imaginación.

Cualquier estrategia de inversión puede ser traducida en un índice. Más aún si éstos son necesarios en su papel como subyacente de productos cotizados, sobre todo de Fondos de Inversión Cotizados o ETFs, el producto con mayor crecimiento en los últimos años en los mercados internacionales, para el que necesariamente debe subyacer un índice como referencia.

La réplica de cualquier cartera de inversión que replique un índice bursátil, genera necesariamente liquidez en dichos valores y, por tanto, genera liquidez en los mercados en los que estas acciones cotizan. De igual manera, replicar las estrategias que representan algunos índices fomenta el desarrollo de la liquidez no solo en los mercados de contado sino también en los mercados de opciones y futuros.

## 2.2 FINANCIACIÓN EN FORMA DE CAPITAL

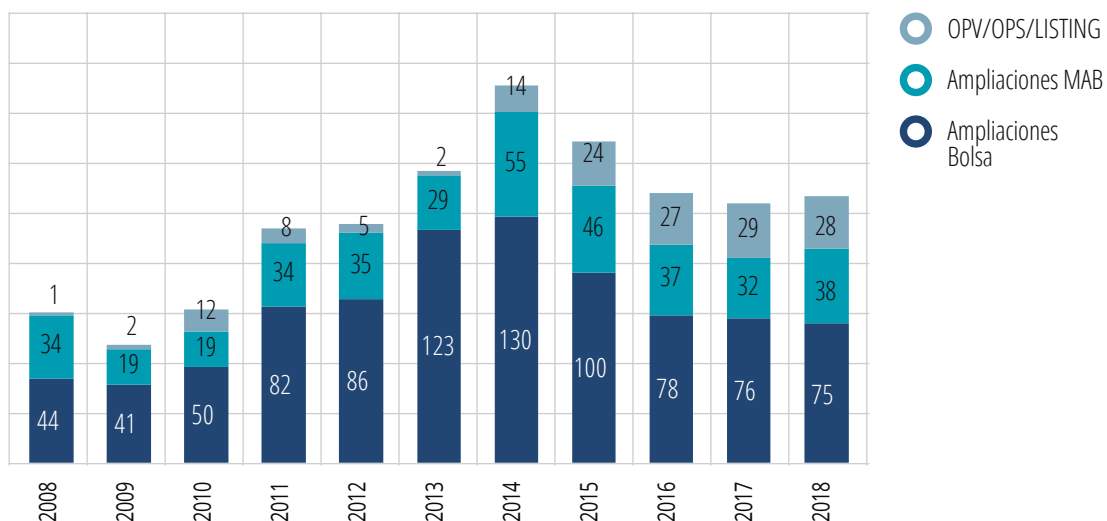
El comportamiento negativo de las cotizaciones en Europa y en España en 2018 ha lastrado también tanto las operaciones de salida a Bolsa como la financiación obtenida a través de ampliaciones de capital. Tras el magnífico año anterior, en 2018 el número de colocaciones de salida a Bolsa en Europa (IPOs o Initial Public Offerings por su terminología inglesa) cayó un 16% en comparación con 2017. Los volúmenes de colocación registrados en 2018 fueron los más bajos de los últimos años con gran número de operaciones previstas canceladas ante la incertidumbre en los mercados bursátiles.

Según el último Informe trimestral de mercados de la CNMV, al cierre del mes de septiembre de 2018 el volumen de las emisiones de instrumentos de renta variable en el mundo se situaba en 812.000 millones de dólares en los últimos 12 meses, un importe ligeramente inferior al anotado en septiembre de 2017. Sin embargo, era en Europa donde el descenso era más pronunciado con un -28,6% mientras en Estados Unidos y China crecían un 7,8% y un 12%, respectivamente.

El mercado español no ha sido ajeno a estas tendencias y aunque se ha producido la incorporación a cotización de 28 nuevas empresas hasta principios de diciembre, un número elevado, la mayoría lo han hecho a través de admisiones directas (listing) sin oferta pública previa. Sigue destacando la incorporación de empresas del sector inmobiliario, tanto por la relativa a una empresa de tamaño significativo como es Metrovacesa de la que se colocaron en el mes de febrero acciones por valor de 646 millones de euros, como por el elevado ritmo de incorporación de SOCIMI (20 nuevas compañías en 2018) al segmento específico para ellas del MAB. Si no median retoques fiscales muy desfavorables desde el gobierno para estas figuras societarias, las perspectivas para los próximos años apuntan a que la incorporación de SOCIMI se mantendrá por el atractivo de esta figura para canalizar inversión institucional al sector inmobiliario.

En conjunto, podemos decir que en 2018 el número total de operaciones de captación de financiación realizadas por todas las empresas admitidas en la Bolsa española fue similar al registrado en 2017 pero los importes fueron, en promedio, sensiblemente inferiores. Sólo la recurrente incorporación de SOCIMI ha mantenido el tono de actividad en términos de volumen y, también, algunas grandes ampliaciones ligadas a procesos de fusión.

### OPERACIONES CORPORATIVAS DE FINANCIACIÓN CON ACCIONES EN LA BOLSA ESPAÑOLA



Los flujos de financiación e inversión canalizados por la Bolsa española en el año alcanzaban los 15.224 millones de euros, una cifra que coloca nuevamente al mercado de valores español en una posición destacada en el mundo en este capítulo de actividad fundamental para el desarrollo de las empresas y los negocios. En concreto en 2018 la posición de la Bolsa española fue la undécima del mundo por tamaño del volumen de recursos de financiación canalizados a las empresas a cambio de acciones. La comparación se hace con datos homogéneos convertidos a dólares procedentes de las cercad e 80 Bolsas miembros de la Federación Mundial de Bolsas (WFE).

La Bolsa española ha ocupado tradicionalmente una posición relevante en el concierto internacional en materia de financiación a las empresas en forma de capital. Así, desde el año 2000 se han canalizado flujos de financiación e inversión con acciones por un valor cercano a los 780.000 millones de euros. En algunos años de ese periodo, como en 2017, la Bolsa española ha sido una de las 3 plazas bursátiles mundiales más activas en este terreno con datos comparables de la WFE. Por tanto, es importante recalcar que la desfavorable coyuntura anotada en 2018 en este capítulo de actividad de las Bolsas no debe ocultar el destacado papel que los mercados de valores han jugado en la salida de la crisis y que deben de seguir jugando para apuntalar las reformas y las nuevas formas de crecimiento económico más basado en intangibles que están emergiendo.

## Salidas a Bolsa

Sin duda el mercado de salidas a bolsa no experimentó un buen momento en 2018. Según el Informe de Global IPO Trends Q4 2018 de la consultora EY, en Europa el valor de las OPVs cayó un 17% respecto del año 2017. Durante el último trimestre de 2018 el número de salidas en Europa se redujo un 35% y el capital captado, un 14% en comparación el cuarto trimestre de 2017. En el ranking mundial ninguna bolsa de la Eurozona figura entre las 12 primeras plazas a escala mundial por número de operaciones. Los datos, por tanto, contrastan negativamente con los del magnífico 2017 en el que los fondos captados a través de OPVs de salida a Bolsa en el mundo fueron elevados y constituyeron, en el caso de la Bolsa española, el recurso de financiación más destacado.

## AMPLIACIONES DE CAPITAL EN LA BOLSA ESPAÑOLA

MILLONES DE EUROS

	Operaciones de concentración		Dº de Suscripción negociable		Otras ampliaciones		Conversión		Total	
	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
<b>2008</b>	659,56	8.278,88	1.149,06	7.783,44	640,88	827,17	3,53	4,27	2.453,03	16.893,76
<b>2009</b>	207,09	3.423,82	1.427,46	5.656,78	1.253,08	2.950,25	5,78	9,79	2.893,41	12.040,65
<b>2010</b>	91,66	1.102,89	3.581,89	12.026,13	2.289,44	2.605,79	722,08	1.625,56	6.685,07	17.360,37
<b>2011</b>	428,35	3.391,18	4.396,52	10.041,99	1.940,76	4.264,87	178,92	2.073,10	6.944,54	19.771,14
<b>2012</b>	363,30	2.840,16	2.961,23	13.515,75	752,95	854,60	1.389,75	14.294,39	5.467,23	31.504,90
<b>2013</b>	56,31	233,98	9.396,01	21.668,55	5.403,04	7.360,45	4.152,70	8.049,36	19.008,05	37.312,34
<b>2014</b>	269,47	2.672,34	3.117,75	18.763,76	1.000,24	3.765,21	702,98	3.669,80	5.090,43	28.871,10
<b>2015</b>	145,73	351,22	2.190,27	17.139,63	1.979,86	10.335,42	94,50	1.868,17	4.410,36	29.694,44
<b>2016</b>	94,84	2.382,49	4.980,91	13.700,31	1.535,66	5.804,87	647,98	1.265,34	7.259,40	23.153,02
<b>2017</b>	91,91	8.157,63	2.157,16	12.831,56	1.123,91	9.062,91	28,48	149,19	3.401,45	30.201,30
<b>2018</b>	<b>402,76</b>	<b>2.222,32</b>	<b>1.175,26</b>	<b>5.337,65</b>	<b>643,44</b>	<b>2.053,96</b>	<b>89,04</b>	<b>378,79</b>	<b>2.310,51</b>	<b>9.992,72</b>

La evolución desfavorable de las cotizaciones (el nerviosismo o incertidumbre de los mercados) ha provocado la cancelación o el retraso de los planes de diversas compañías que habían mostrado su interés en salir a cotizar. En España, el caso más significativo en 2018 se produjo el 15 de octubre cuando CEPSA decidió dejar en suspenso su salida a la Bolsa española por las inciertas condiciones económicas y sociales de entorno con reflejo en las valoraciones de los mercados.

En 2018, fueron 28 las nuevas sociedades que se admitieron en alguno de los mercados bursátiles que gestiona BME en España. Estas operaciones permitieron captar 865 millones de euros de financiación a las empresas protagonistas. De las 28 nuevas compañías presentes en el mercado, 5 se incorporaron a la Bolsa y 23 a alguno de los segmentos del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Las cotizadas en Bolsa (las más grandes) consiguieron 856 millones de euros del total antes comentado mediante una OPV, dos Ofertas Públicas de Suscripción (OPS) y dos admisiones directas (listing). Las 23 empresas restantes admitidas al MAB captaron en total 9 millones de euros y se repartieron de la siguiente manera: 3 en el segmento de Empresas en Expansión (una OPS y dos listing) y las 20 restantes en el segmento de SOCIMI mediante listing ([consulta en nuestra web la Estadística de Ofertas Públicas de Venta y Suscripción](#))



[Estadística de Ofertas Públicas de Venta y Suscripción](#)

## Ampliaciones de capital

Los flujos de financiación canalizados por los mercados de valores a través de ampliaciones de capital en 2018 también se redujeron con respecto a 2017. El importe de las ampliaciones supuso la movilización de 9.993 millones de euros, un tercio del total emitido mediante ampliaciones en 2017 ([consulta en nuestra web la Estadística sobre Ampliaciones de capital](#)).



[Estadística sobre Ampliaciones de capital](#)

Entre las empresas cotizadas en Bolsa, a lo largo de 2018 se registraron 77 operaciones de ampliación de capital por las que se obtuvieron unos recursos de 9.172 millones de euros (aquí se incluyen las dos ampliaciones previas a la salida a Bolsa que hicieron la SOCIMI Arima, y la empresa de Energías Renovables Solarpack, por importe de 200 millones).

Queremos destacar que dos de las tres mayores ampliaciones del año se realizaron para la financiación de operaciones corporativas: la fusión de Fluidra con Piscine Luxembourg y la fusión de Bankia con Banco Mare Nostrum. La operación de captación de fondos de mayor envergadura del año fue realizada por Fluidra para atender a su fusión por absorción con Piscine Luxembourg Holdings por importe de 1.079 millones de euros. Se efectuó a través de una ampliación de capital realizada por Fluidra de 83.000.000 acciones, representativas de aproximadamente el 42,43% de su capital social tras la efectividad de la fusión, que fueron entregadas a Piscine Luxembourg Holdings. La operación realizada por Bankia –la tercera mayor del año– fue consecuencia también de un proceso de fusión por absorción, en este caso con Banco Mare Nostrum, por importe de 891 millones de euros. A estos efectos, Bankia realizó una ampliación de capital de 205.630.814 acciones, representativas del 7,14% de su capital social antes de la fusión.

Aparte de las comentadas, otras dos empresas realizaron durante 2018 operaciones de ampliación de capital con el fin de financiar operaciones corporativas: Inmobiliaria Colonial e Inypsa Informes y Proyectos. La primera, para su fusión por absorción con Axiare, realizó una ampliación de capital 19.273.622 acciones, por importe de 186 millones de euros. Por último, Inypsa para su fusión con Carbures Europe realizó una ampliación de capital de 481.379.600 acciones para atender el canje por importe de 67 millones de euros.

El importe de las cuatro ampliaciones comentadas y realizadas para atender operaciones corporativas ascendió a 2.223 millones de euros, una cifra que representa el 24% de los recursos totales obtenidos a través de las 77 operaciones de ampliación de capital realizadas en Bolsa en 2018.

De otro lado, los recursos captados por las empresas cotizadas en Bolsa a través de ampliaciones de capital con derechos de suscripción preferente en 2018 alcanzaron los 5.338 millones de euros, lo que representa el 58% de todas las ampliaciones (sin tener en cuenta al MAB). De este importe, 4.025 millones de euros se correspondieron con ampliaciones destinadas a satisfacer pagos de dividendo bajo la modalidad de dividendo opción. Este tipo de ampliaciones, cuyo fin es la retribución al accionista mediante acciones, viene perdiendo fuerza desde 2015 y aumentado el de aquellas ampliaciones cuyo fin es la financiación de operaciones corporativas de crecimiento e inversión.

### Buenos registros en el MAB, especialmente de la mano de las SOCIMI

---

Por su parte las empresas presentes en el MAB continuaron en 2018 encontrando en el mercado una fuente primordial para financiar sus procesos de crecimiento y expansión. A lo largo del año, dichas empresas llevaron a cabo 39 operaciones de ampliación de capital mediante las que obtuvieron recursos por importe de 821 millones de euros (incluyendo la ampliación llevada a cabo por Alquiber previa a su debut bursátil por importe de 9 millones de euros).

Las ampliaciones de capital realizadas por las SICAV se redujeron en 2018 en línea con el descenso del número de este tipo de sociedades en los mercados. El volumen alcanzado en este período por las ampliaciones realizadas por estas empresas fue de 326 millones de euros.

En el segmento de Empresas en Expansión el importe de las ampliaciones alcanzó 115 millones de euros en 2018 (3 millones más que un año antes) y el número de operaciones fue 11.

Por último, el segmento de SOCIMI se presenta como el más activo del MAB y de todos los segmentos de la Bolsa española, con un total de 15 operaciones (7 más que en 2017) y un importe captado de 379 millones de euros, lo que representa un 71% más respecto al año precedente.

En total, a la fecha de cierre de este informe, el importe de los recursos captados por ampliaciones materializadas por SOCIMI en la Bolsa española, no sólo MAB, ha alcanzado la cifra de 1.073 millones de euros, el 11% de los recursos obtenidos a través de ampliaciones en el mercado español.

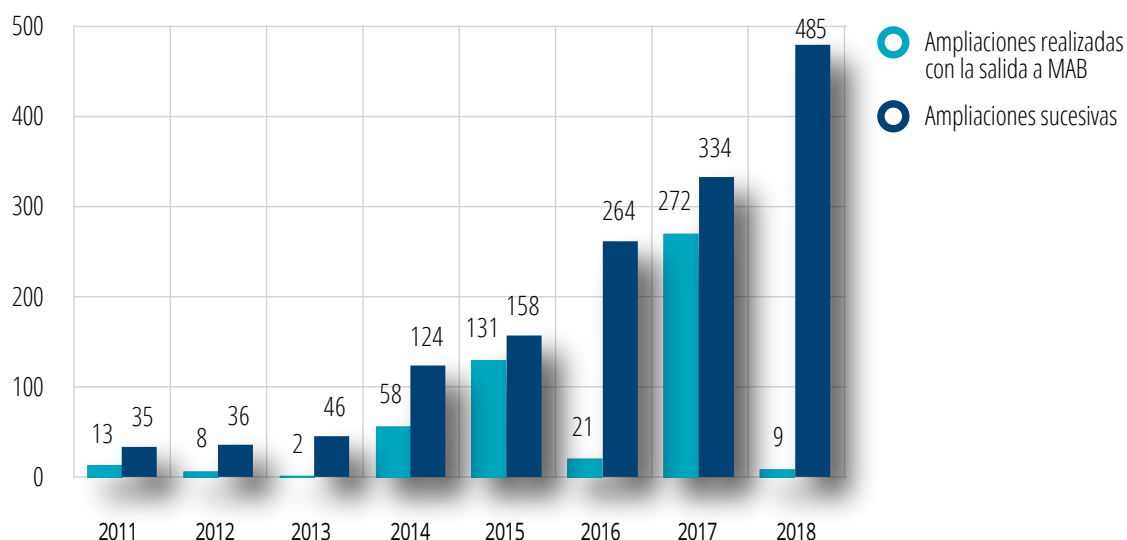
### Operaciones de concentración en 2018: fusiones, adquisiciones y OPAs

---

A lo largo de 2018 se produjeron casi una veintena de operaciones de concentración de empresas que cotizan en el mercado de valores español. De esta forma se registraron en la Bolsa española 7 Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) sobre las siguientes compañías: Axiare Patrimonio, SOCIMI; Abertis, S.A.; Saeta Yield; Hispania Activos Inmobiliarios, SOCIMI, NH Hotel; Funespaña y Papeles y Cartones de Europa (Europac), todas con resultado positivo. El importe efectivo total de estas OPAs alcanzó los 20.425 millones de euros, el 2% de la capitalización total de la Bolsa española. De esta cifra, 14.000 millones corresponden a una única Oferta, la realizada sobre Abertis.

## EFECTIVO CAPTADO A TRAVÉS DE AMPLIACIONES DE CAPITAL EN EL MAB (EXCLUIDAS SICAVS)

MILLONES DE EUROS



Como particularidad de las OPAS realizadas en 2018 destaca, en primer lugar, el papel preponderante que ha tenido la inversión extranjera, ya que 5 de las entidades oferentes fueron de fuera y, en segundo lugar, que tres de las sociedades que han realizado estas operaciones son SOCIMI. El sector inmobiliario ha estado muy activo en la realización de operaciones financieras durante todo el año ([ver estadística OPAS](#)).



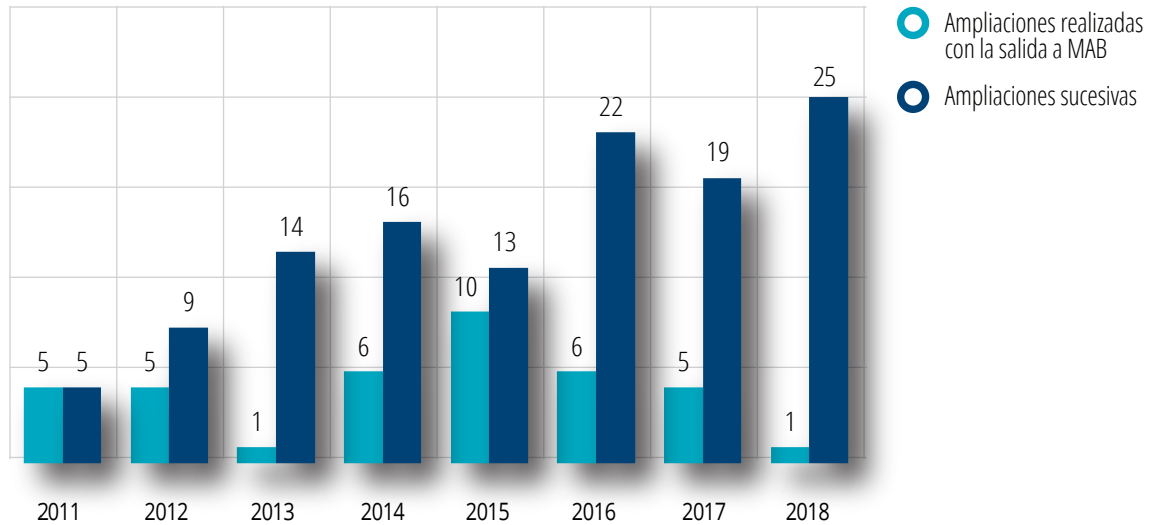
[Estadística OPAS](#)

Al margen de las OPAs, en 2018 se han llevado a cabo 12 operaciones de fusión en las que han estado involucradas empresas listadas en la Bolsa española. De estas, cabe reseñar, que 6 operaciones fueron protagonizadas por empresas pertenecientes al sector financiero, fruto de los procesos de reestructuración del sector bancario realizados para reducir costes operativos y aumentar ratios de eficiencia. Entre estas operaciones de fusión se encuentran las realizadas entre el Banco Santander y el Banco Popular, Liberbank y el Banco de Castilla-La Mancha y de Bankia y Banco Mare Nostrum.

Otras dos operaciones de fusión importantes han sido las realizadas por Inmobiliaria Colonial y Axiare, ambas SOCIMI, y la realizada entre Inypsa y Carbures (esta última cotizada del MAB). Inmobiliaria Colonial tras controlar el 87% de Axiare Patrimonio SOCIMI a través de la OPA realizada el 5 de Febrero de 2018, realizó una operación de fusión por absorción de Axiare. Esta operación finalizó el 9 de julio con la admisión de las nuevas acciones de Inmobiliaria Colonial procedentes de la fusión y la exclusión de Axiare.

Por último, el 20 de noviembre de 2018 se formalizó mediante escritura la fusión entre Inypsa Informes y Proyectos (sociedad cotizada en Bolsa) y Carbures (sociedad cotizada en el MAB). En virtud de esta fusión, el 23 de noviembre se excluyó a Carbures de cotización en el MAB y empezaron a cotizar en Bolsa las nuevas acciones emitidas para atender el canje de la fusión. La nueva sociedad resultante cotiza con el nombre de Airtificial.

## EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE AMPLIACIONES DEL MAB (EXCLUIDO SEGMENTO SICAVS)



## Número de empresas admitidas en la Bolsa española

Al cierre del año 2018 eran 3.007 las empresas que se encontraban negociando sus acciones en la Bolsa española. Cotizadas en Bolsa habían 156 (132 cotizando en el mercado continuo nacional, 19 en el segmento del Latibex y 15 en alguna de las plazas bursátiles españolas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia). Las 2.841 empresas restantes se encontraban admitidas a negociación en algunos de los segmentos del MAB (41 eran Empresas en Expansión, 64 SOCI-MIS, y el resto SICAV, SIL o ICRs). ([ver estadísticas web](#)).



[Estadísticas web](#)

## La capitalización de la Bolsa española continúa en el entorno del billón de euros

Durante 2018 y debido a la rebaja simultánea y generalizada de las cotizaciones y del volumen de flujos de inversión canalizados por los mercados de valores a través de ampliaciones y salidas a Bolsa, la capitalización o valor agregado de las compañías admitidas a cotización en la Bolsa española anotó un descenso del 12,8% en el año, hasta los 990.867 millones de euros a 31 de diciembre de 2018 ([ver estadísticas web](#)). Por tanto, el valor de mercado de las empresas admitidas a negociación en la Bolsa española se mantiene por sexto año consecutivo muy cerca del billón de euros y permanece entre las 20 plazas bursátiles más grandes del mundo por este indicador.



[Estadísticas web de capitalización](#)

Entre el 1 de enero y el 31 de diciembre de 2018 el único sector de actividad bursátil que acumuló incrementos del valor de mercado de sus empresas fue el de Petróleo y Energía: creció un 7,6%, gracias al impulso de las Energías Renovables. En cuanto al resto de los sectores con pérdidas de valor de mercado en el año, el peor registro lo tuvo Servicios de Consumo con una caída del 36%, seguido del de Bienes de Consumo con un descenso 18% y el sector de Servicios Financieros e Inmobiliarios que vio cómo su capitalización en 2018 se redujo en 55.100 millones de euros.



Del conjunto de empresas admitidas a negociación en plataformas de BME, las españolas capitalizaban 632.000 millones de euros a 31 de diciembre de 2018. Este valor es el doble del mínimo de 337.000 millones que llegaron a alcanzar en mayo de 2012, pero aún está lejos de los 850.000 millones de euros de valor de mercado alcanzado por las cotizadas españolas en junio de 2007.

# SOCIMI, las empresas más activas del mercado en 2018

Las SOCIMI han sido, sin duda, protagonistas de una parte importante de la actividad de la Bolsa española en 2018. Un año más, y ya son casi cinco, las SOCIMI se han constituido en un instrumento indispensable para impulsar la reactivación de un sector, el inmobiliario, que fue uno de los grandes damnificados de la crisis, pasando de representar un 6,6% de la capitalización total de la Bolsa española en enero de 2007 a un 1,1% en mayo de 2012 (3.619 millones de euros). Al finalizar 2018 el sector inmobiliario (SOCIMI incluidas) valía en Bolsa 27.711 millones de euros.

## EVOLUCIÓN DEL SECTOR INMOBILIARIO COTIZADO DESDE POCO ANTES DE LA CRISIS

(ENTRE DICIEMBRE 2005 Y DICIEMBRE 2018)

	Fecha	Capitalización (mill. Euros)	Peso del sector en la capitalización de la Bolsa española (%)	Nº de empresas en el sector
<b>Valor de Inicio</b>	dic-05	19.341,90	3,3	32
<b>Valor máximo</b>	ene-07	51.139,40	6,6	30
<b>Valor mínimo</b>	may-12	3.619,40	1,1	23
<b>Valor actual</b>	dic-18	27.711,04	4,4	76
<b>Del cual son SOCIMIs</b>	<b>dic-18</b>	<b>22.504,00</b>	<b>3,6</b>	<b>69</b>

Desde que las SOCIMI entraron con fuerza en el mercado español en 2014 su peso en la capitalización del sector inmobiliario se ha ido incrementado hasta representar alrededor del 81%. El valor de mercado de estas sociedades también se ha incrementado, pasando de los 2.190 millones de euros y seis empresas cotizadas en diciembre de 2014 hasta los 22.504 millones de euros y 69 empresas cotizadas en diciembre de 2018. En 2018 se incorporaron al mercado de valores español, 21 nuevas empresas, una lo hizo en la Bolsa y 20 en MAB. El crecimiento de estas sociedades es clave para en el panorama económico español al estar vinculada su actividad directamente con la producción, el empleo y los ingresos públicos.

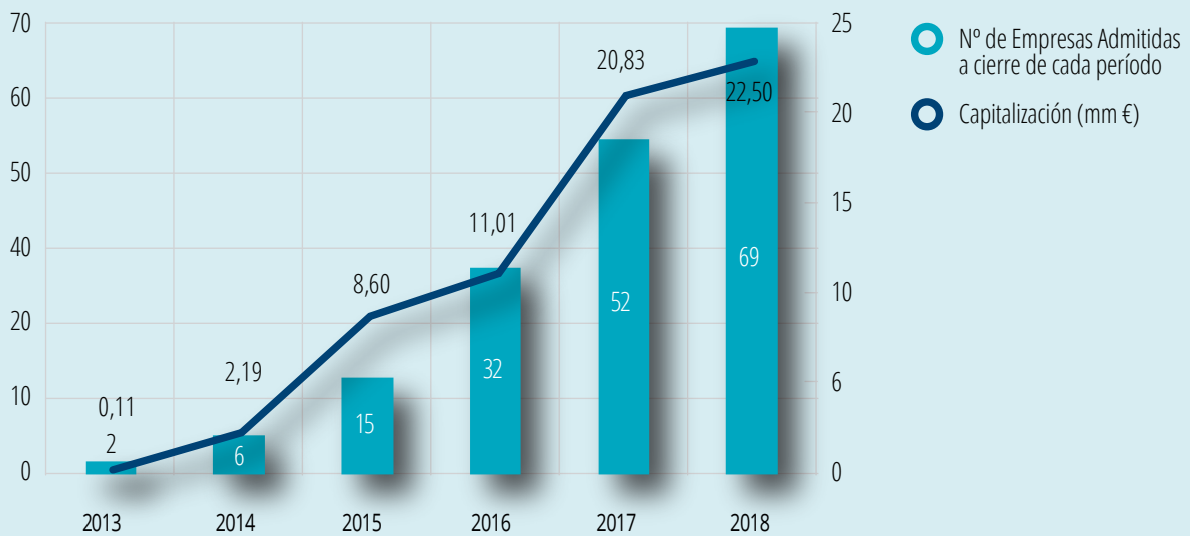
Al finalizar 2018 cotizaban en la Bolsa cinco SOCIMI: Inmobiliaria Colonial, Merlín Properties, Hispania Activos Inmobiliarios, Lar España y Arima Real Estate, con un valor de mercado de 11.991 millones de euros. El 23 de octubre incorporó a la Bolsa Arima. Las otras 64 SOCIMIs se negocian en el MAB y su valor de mercado al terminar 2018 era de 10.513 millones de euros.

En julio de 2018 se realizó la fusión entre dos SOCIMIS cotizadas en la Bolsa: Inmobiliaria Colonial (sociedad que cotizaba como tal desde el 25 de septiembre de 2017) y Axiare. La fusión entre Inmobiliaria Colonial (como sociedad absorbente) y Axiare (como sociedad absorbida) se realizó el 9 de julio, fecha en que fueron admitidas las nuevas acciones de Inmobiliaria Colonial procedentes de la fusión y se procedió a la exclusión de Axiare.

Los cinco años transcurridos desde que las primeras SOCIMI se incorporaron al mercado han afianzado la presencia de este subsector en la economía española y los mercados. Durante 2018 estas empresas realizaron 19 ampliaciones de capital con recursos captados de 1.173 millones de euros, un 38% más que en 2017. De este importe, 794 millones corresponden a tres ampliaciones hechas por las SOCIMI cotizadas en la Bolsa y a la ampliación previa a su salida a Bolsa que hizo Arima en octubre de 2018, y 379 millones a las quince ampliaciones realizadas por las SOCIMI cotizadas en el MAB.

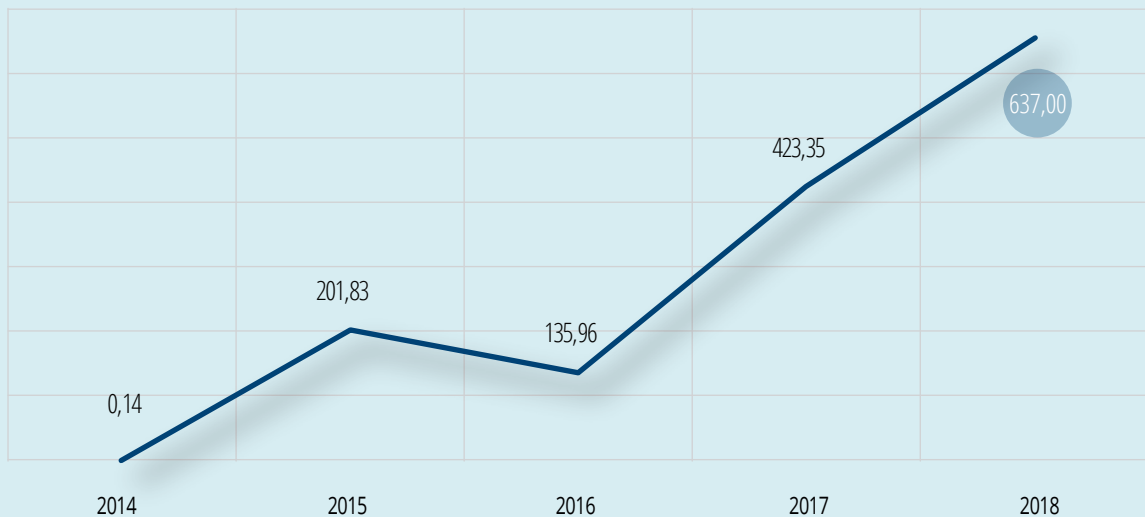
### SOCIMIS ADMITIDAS EN LA BOLSA ESPAÑOLA

NEGOCIADAS EN MAB Y MERCADO PRINCIPAL



### DIVIDENDOS PAGADOS POR LAS SOCIMIS

MILLONES €



En términos de retribución al accionista las SOCIMI repartieron en 2018 cerca de 638 millones de euros en dividendos, un 2,2% de la cifra total distribuida por el conjunto de empresas listadas en la Bolsa española en 2018.

En cuanto a los volúmenes negociados en 2018 se cruzaron operaciones de compraventa sobre SOCIMI por un importe anual de 10.933 millones de euros, muy cerca de los 10.921 millones anotados en 2017.

Las cinco grandes SOCIMI cotizadas en Bolsa se encuentran fuertemente participadas por capital extranjero. Al finalizar 2018 las participaciones significativas declaradas de inversores extranjeros en el capital de éstas era el siguiente: Merlin Properties el 5%, Arima Real Estate el 38%, Inmobiliaria Colonial el 39%, Lar España el 46% e Hispania Activos Inmobiliarios el 91%.

# El rápido crecimiento del Entorno Pre-Mercado (EpM)

En los últimos años ha aumentado mucho el número de agentes y empresas implicadas en los procesos de financiación e inversión relacionados con proyectos empresariales en estadios de crecimiento iniciales. En el caso de iniciativas surgidas en el seno de las Bolsas como el Entorno Pre Mercado (EpM), el objetivo principal es que las empresas se acerquen y conozcan de primera mano las ventajas de estar presentes en los mercados de valores para impulsar su crecimiento y su tamaño de manera más rápida y diversificada.

El Entorno Pre-Mercado es un proyecto conjunto de BME y la asociación de inversores Big Ban Angels que nació en noviembre de 2016 para que las compañías con gran potencial de crecimiento pudieran conocer el funcionamiento de los mercados bursátiles y acceder a nuevos inversores.

El ecosistema ha crecido con gran rapidez. Cuenta actualmente con trece compañías en el segmento startups pertenecientes a 11 sectores de actividad diferentes que, de manera agregada, obtienen unos ingresos anuales de 70 millones de euros, generan más de 300 empleos y disponen de un monto de inversión privada comprometida de 25 millones. Además, el EpM, aglutina actualmente en su esfera de interés a más de 500 inversores y en dos años escasos de vida ha facilitado inversión a empresas por valor de 4,5 millones de euros.

Además, se ha creado un segmento growth con programas de desarrollo específicos destinados a empresas más maduras y que puedan dar el salto al mercado a través del MAB de una manera más natural.

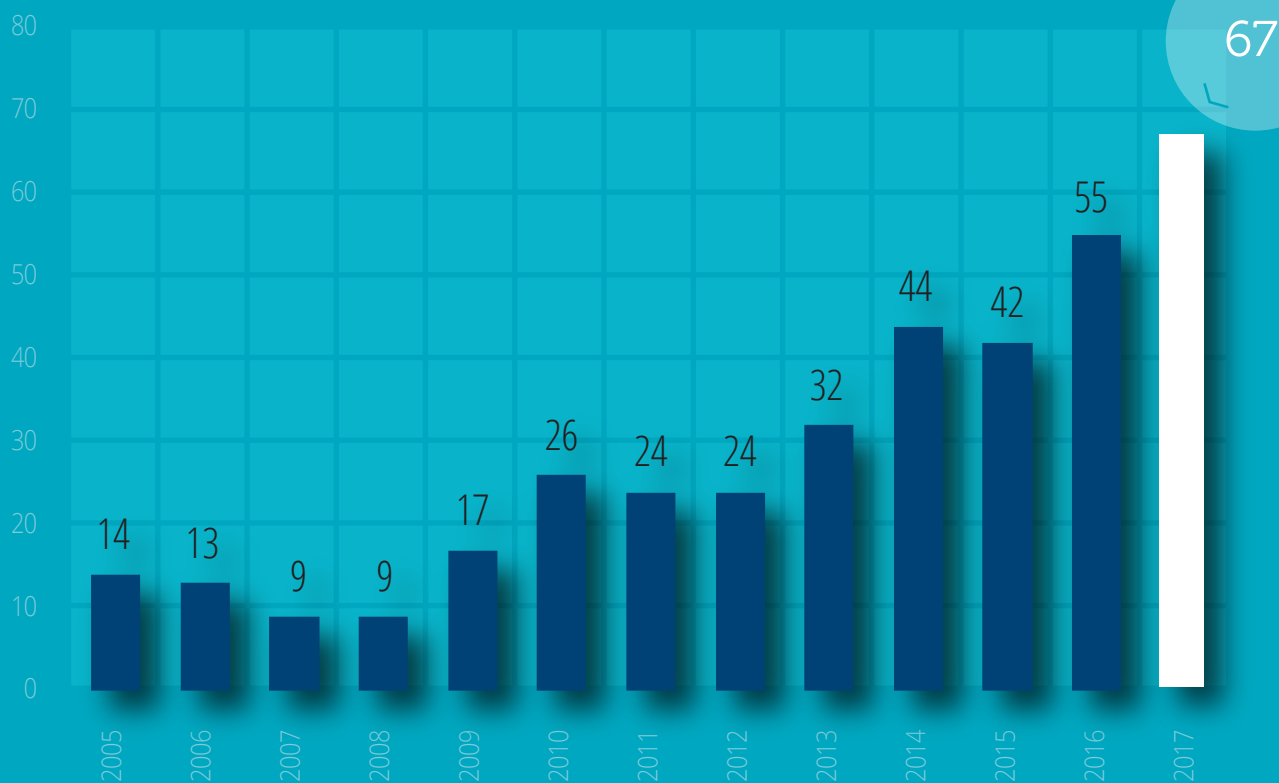
Al margen de las empresas, el EpM también ha anotado en 2018 un considerable aumento de entidades y plataformas de inversores y empresas que se han adherido a la iniciativa para ampliar las opciones que pueden ofrecer a sus asociados y/o representados. Así, además de Sociosinversores y Startupexplore, plataformas de financiación participativa incorporadas al EpM en mayo, posteriormente lo han hecho APTE, Mabía y Faraday.

Con pocos años de funcionamiento y una estructura de apoyo aún muy incipiente, el importante incremento de la masa crítica de empresas e inversores interesados en las oportunidades que ofrecen los mercados para sus actividades parece confirmar el cambio cultural en la forma de financiación empresarial que las cifras señalan ya ha prendido en la base productiva. Recordemos que, en pocos años, la financiación empresarial en España basada en instrumentos negociados en mercados ha pasado de representar un 20% del total a cerca de un 40%. En Estados Unidos esta cuota se acerca al 80% mientras los bancos financian el 20% restante.

# 3

## Renta Fija Cotizada: financiación e inversión

NÚMERO DE EMPRESAS ESPAÑOLAS EMISORAS DE RENTA FIJA TANTO A CORTO COMO A LARGO PLAZO (2005 - 2017)



Fuente: Banco de España

La adaptación de la operativa a la nueva regulación europea MiFID II, con normas de mercado y transparencia más rigurosas y similares a las que ya regían en los mercados de renta variable, ha ocupado buena parte de los esfuerzos del conjunto de mercados de Renta Fija gestionados por BME. El objetivo es abarcar el más amplio conjunto posible de servicios que faciliten a los intermediarios y a sus clientes la operativa sobre estos activos adaptada a los nuevos requisitos regulatorios. En 2018, los mercados y plataformas de Renta Fija han incorporado tanto modalidades novedosas, como la opción de operar según indicación de interés para instrumentos poco líquidos, como también se ha aumentado el número de emisiones disponibles para ser negociadas. Las líneas de trabajo para los próximos años apuntan al refuerzo de la utilidad del mercado para los emisores e inversores mediante la optimización de los procesos de admisión a cotización de los distintos tipos de emisiones de renta fija y de la estructura de tarifas.

De esta manera se pretende mantener el fuerte ritmo de aumento del número de empresas españolas que captan fondos a través de la emisión de valores de renta fija, que alcanzó las 67 en 2017, como refleja un trabajo publicado por el Banco de España titulado *“La evolución reciente de la financiación no bancaria de las empresas españolas”*. En este aumento del número de empresas emisoras de deuda cotizada ha tenido y sigue teniendo un papel determinante el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF).

### **Menor actividad emisora en 2018 en todo el mundo y en España**

En 2018 se ha producido un significativo descenso, cercano al 30% con datos hasta septiembre, en las emisiones netas de deuda a largo plazo en todo el mundo, sobre todo soberanas y de corporaciones no financieras, mientras las emisiones bancarias han crecido ligeramente. Esta evolución negativa global se ha producido como consecuencia de un contexto de aumentos de los tipos de interés y de condiciones de financiación menos atractivas para los emisores de valores de renta fija.

En España se ha reducido la actividad emisora de bonos senior y garantizados, mientras se mantienen los bonos de alto rendimiento y la emisión de deuda híbrida. Durante el primer trimestre del año la evolución de la deuda emitida fue positiva. Se generaron numerosas operaciones de renta fija corporativa, alentadas por unos tipos de interés instalados en mínimos anuales históricos, pero no se tradujo en grandes emisiones por parte del sector financiero debido a la elevada liquidez existente en el sistema bancario. A partir del segundo trimestre, el mercado ya comenzó a dar muestras de una cierta ralentización de las emisiones, llegando en verano a estar casi inoperativo debido a la incertidumbre generada por factores internacionales y europeos: guerra comercial, Brexit y la incertidumbre política en Italia. La inestabilidad se ha prolongado durante el último trimestre de este año y ha paralizado los planes de las grandes compañías españolas que preveían salir al mercado en dicho periodo para refinanciar deuda.

Las entidades bancarias españolas sí han estado activas en captar recursos que incrementen su colchón de capital. Han destacado las emisiones y admisión a cotización en el mercado regulado de Renta Fija de bonos contingentes convertibles (CoCos) realizadas por CaixaBank o BBVA con el objetivo de completar los requisitos de capital requeridos por las autoridades bancarias europeas y con colocaciones restringidas a inversores institucionales. Diversos análisis señalan que el sistema financiero español necesitará emitir deuda “anticrisis” por más de 60.000 millones de euros durante los próximos años. La colocación de estos bonos convertibles contingentes y de deuda subordinada se ha visto apoyada por los inversores que buscaban incrementar la baja rentabilidad de sus carteras de deuda. Pese a ello, tampoco en estos activos se pudo evitar la inestabilidad y la retracción de la demanda en los últimos meses del año, hasta el punto de que octubre ha sido el primer mes sin emisión de deuda subordinada desde mediados de 2016.

En términos agregados y, en línea con la tendencia internacional, tanto las principales empresas españolas como los bancos han reducido sus emisiones. Buena parte de ellas habían cubierto en el ejercicio pasado sus necesidades de financiación para aprovechar los reducidos costes de ésta, por lo que sus necesidades para este ejercicio han disminuido adicionalmente, en 2018 las condiciones del mercado se han endurecido, con rentabilidades exigidas por el mercado al alza.

En 2018 las emisiones realizadas y registradas por las empresas españolas en otros países han superado a las registradas en España por la CNMV, el supervisor nacional de los mercados de renta fija. Es ésta una práctica que tanto la CNMV como los mercados de renta fija españoles gestionados por BME están tratando de revertir con medidas que simplifiquen la emisión y admisión de renta fija en España.

### 3.1. Actividad con Deuda Pública

El saldo en circulación de títulos de Deuda Pública española en el Mercado de Renta Fija de BME crece un 4,9% interanual y supera el 100% del PIB. A finales de noviembre e inicio de diciembre las subastas de Bonos del Estado a tres años se saldaban con un interés medio del +0,021% a cinco años con un +0,412%, y las obligaciones a 10 y 30 años marcaban un interés medio del 1,456% y 2,677%, respectivamente.

#### DEUDA PÚBLICA.

VOLUMEN NEGOCIADO EN LAS PLATAFORMAS DE RENTA FIJA DE BME  
MILLONES DE EUROS

	SENAF	SEND	Total
2017	137.618	146	137.764
2018	101.088	99.284	200.371
Var %	-26,5%	---	45,4%

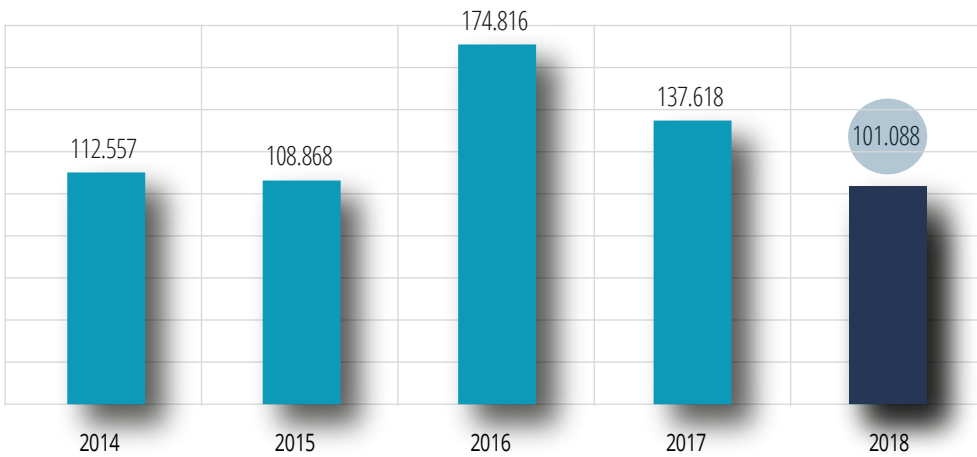
En diciembre de 2017 se incorporó a la plataforma electrónica de negociación SEND el saldo vivo de la deuda autonómica española, y al cierre del tercer trimestre de 2018 se ha completado la incorporación a cotización, y consiguiente inclusión en la plataforma electrónica del mercado, de todas las emisiones de deuda gubernamental de Alemania, Francia, Holanda, Bélgica, Italia, Austria, Portugal e Irlanda y del Mecanismo Europeo de Estabilidad Monetaria (MEDE). Tras estas incorporaciones, el volumen vivo de deuda pública susceptible de negociación en la plataforma electrónica del mercado supera los 6,2 billones de euros.

Como consecuencia de todo ello, la contratación electrónica de Deuda Pública en la plataforma SEND de BME ha experimentado un fuerte impulso, hasta alcanzar los 99.284 millones de euros al cierre del año, cifra que supone multiplicar por cerca de 700 la contratación estrictamente comparable del año anterior, es decir la realizada a través de plataformas electrónicas, como obliga la normativa derivada de MiFID II.

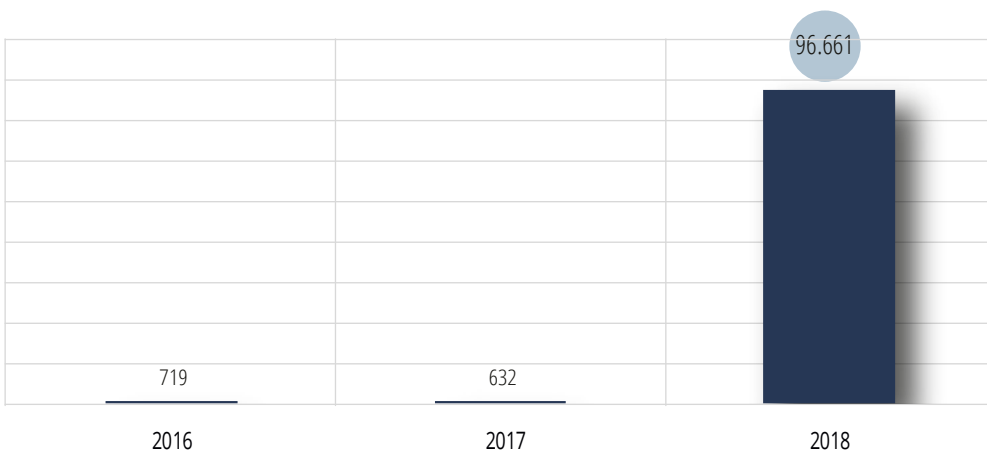


En cuanto a la Deuda Pública negociada a través de SENAF, plataforma multilateral de creadores de mercado de deuda también gestionada por BME, se ha alcanzado un volumen similar: 101.088 millones de euros.

### VOLUMEN DE CONTRATACION DE DEUDA PÚBLICA EN SENAF 2014 - 2018. (MILLONES DE EUROS)



### VOLUMEN NEGOCIADO EN LA PLATAFORMA SEND (MILLONES DE EUROS)



### 3.2. Actividad con Deuda Corporativa

#### Mercado regulado AIAF

A pesar de una cierta recuperación en diciembre, la debilidad del mercado de emisión ha lastrado el volumen de nuevas emisiones admitidas a cotización durante el resto del año en el Mercado AIAF de Renta Fija, que disminuyó un 36,8% hasta los 76.751 millones de euros. Los emisores recurrentes con programas activos de bonos a medio y largo plazo han reducido su utilización, mientras que las operaciones de refinanciación de las entidades financieras apenas han alcanzado el 75% de la deuda vencida.

El saldo de emisiones de deuda privada en circulación del Mercado AIAF de Renta Fija ha disminuido un 9,1% en su conjunto, hasta los 448.487 millones de euros al cierre del año. El volumen en circulación de los activos a corto plazo (pagarés de empresa) fue el que experimentó un mayor descenso (-21,6%) por la menor demanda de estos activos. El saldo de activos a medio y largo plazo disminuyó un 8,8%, siendo el volumen de deuda híbrida (CoCo's y preferentes) el único que experimentó un incremento.

#### MERCADO REGULADO DE RENTA FIJA AIAF. ADMISIÓN A NEGOCIACIÓN DE DEUDA PRIVADA A MEDIO Y LARGO PLAZO (MILLONES DE EUROS)

	BONOS Y OBLIGACIONES	CÉDULAS	BONOS DE TITULIZACIÓN	PARTICIPACIONES PREFERENTES	Total
2017	43.161	30.350	28.635	1.000	103.146
2018	19.234	20.735	18.925	2.850	61.744
Var %	-55,4%	-31,7%	-33,9%	185,0%	-40,1%

#### El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

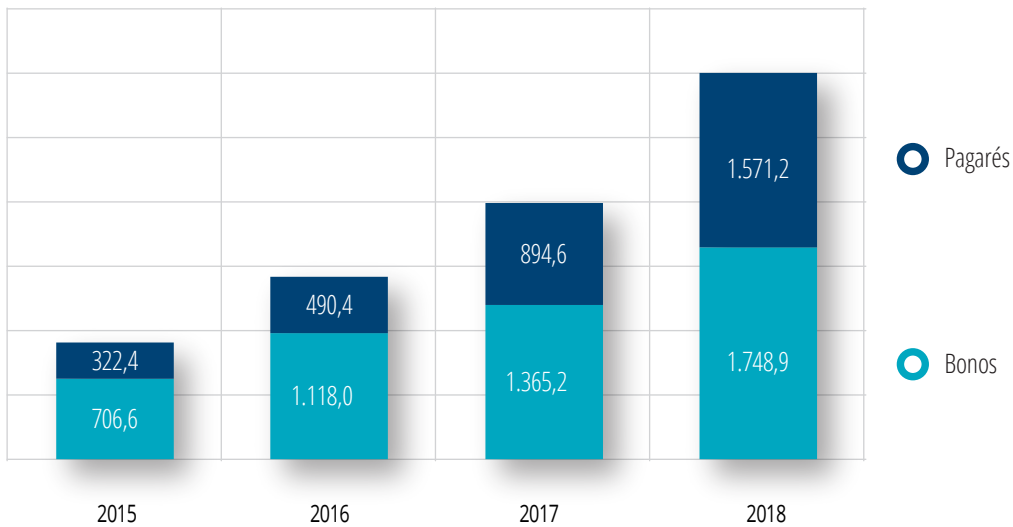
Mención muy destacada dentro del conjunto de mercados de deuda merece el MARF por su crecimiento sostenido y su protagonismo dentro de las alternativas que están contribuyendo a impulsar la diversificación de la financiación empresarial en España. Fue diseñado en 2013 como un Sistema Multilateral de Negociación que pretende incorporar de manera eficiente a los mercados de Renta Fija emisiones de empresas de diversos tamaños, muchas de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales. Desde su puesta en marcha hasta el cierre de 2018 han sido 57 las empresas que han acudido a él para financiarse.

El MARF cerró 2018 con un saldo vivo de emisiones de deuda corporativa de 3.320 millones de euros, distribuidos en algo más de 1.571 millones de euros en pagarés y 1.749 en emisiones de bonos de distinta tipología. El saldo vivo crece un 46,9% respecto a 2017.

A 31 de diciembre, 35 compañías han utilizado el MARF para cubrir necesidades de financiación; bien mediante el registro de programas de pagarés o con el lanzamiento de emisiones de bonos. De ellas 12 lo hacían por primera vez, y las 26 restantes ya lo habían hecho con anterioridad. Entre estas últimas merece la pena destacar los procesos de refinanciación que han llevado a cabo en este ejercicio algunas de las compañías que ya emitieron bonos en 2013 y 2014, como COPASA, AUDAX, Elcano y Grupo Ortiz, que al acercarse el vencimiento de esas primeras emisiones las han refinanciado mediante nuevas emisiones en el MARF.

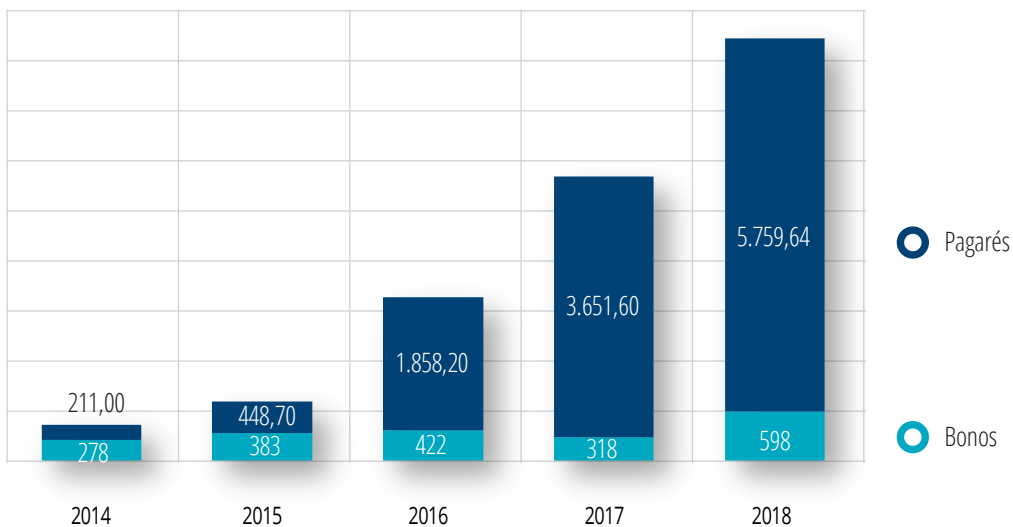
## MARF: SALDO VIVO AL CIERRE DEL PERIODO (2015 - 2018)

CIFRAS EN MILLONES DE EUROS



## MARF: VOLUMEN INCORPORADO A COTIZACIÓN EN 2018

DATOS EN MILLONES DE EUROS



Entre las nuevas sociedades incorporadas al MARF en este año se encuentran representantes de nuevos sectores, como ingeniería, de la mano de TSK, o Sorigué; energía con COBRA, hostelería con HOTUSA, o gestores de servicios hospitalarios como la compañía portuguesa José de Mello Saude, que se une a la también lusa SUGAL, que ya emitió en 2015.

En conjunto, el volumen de emisiones incorporadas a cotización en el MARF durante 2018 asciende a 6.357 millones de euros, un 60,1% más que en 2017.

Cambio de escenario para la **Renta Fija** cotizada

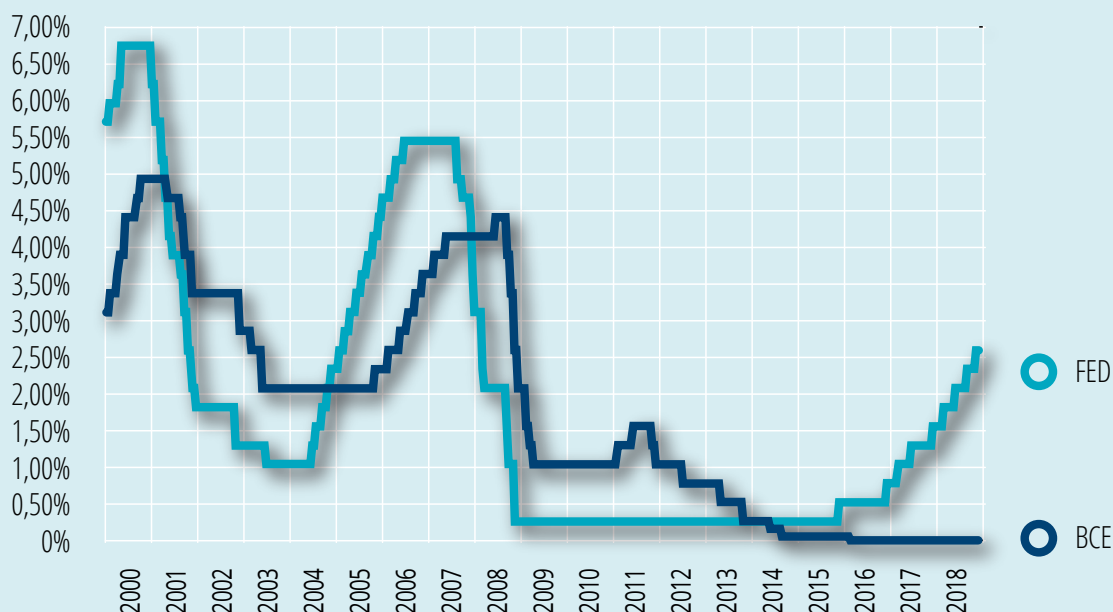
# Fuerte inestabilidad en los mercados de deuda pública y corporativa en todo el mundo

*El tono abiertamente restrictivo de la política monetaria de la Reserva Federal norteamericana durante la mayor parte del año 2018 y su confluencia con otros factores económicos y geopolíticos ha provocado fuertes tensiones en los mercados de renta fija que han roto la tónica de estabilidad que había caracterizado al año anterior. Entre los factores de inestabilidad con mayor impacto sobre los bonos han destacado las expectativas de desaceleración de la economía mundial que se han agravado durante el mes de diciembre y han provocado una fuerte volatilidad en los mercados de deuda a medio y largo plazo, que en el caso de la alemana y norteamericana han vuelto a convertirse en activos refugio.*

La FED ha practicado durante el año cuatro alzas de tipos de referencia de 0,25 puntos, hasta situarlo en el 2,50 %. En Europa, el BCE ha comenzado a moderar su política expansiva y aunque los tipos de referencia han permanecido en el 0%, las compras de deuda pública y privada han comenzado a reducirse paulatinamente desde enero y han finalizado en diciembre. No obstante, a partir de enero de 2019 mantendrá una política de reinversiones de los vencimientos de deuda y, de acuerdo con expectativas barajadas en los mercados financieros la primera subida de tipos probablemente no se producirá antes de 2020.

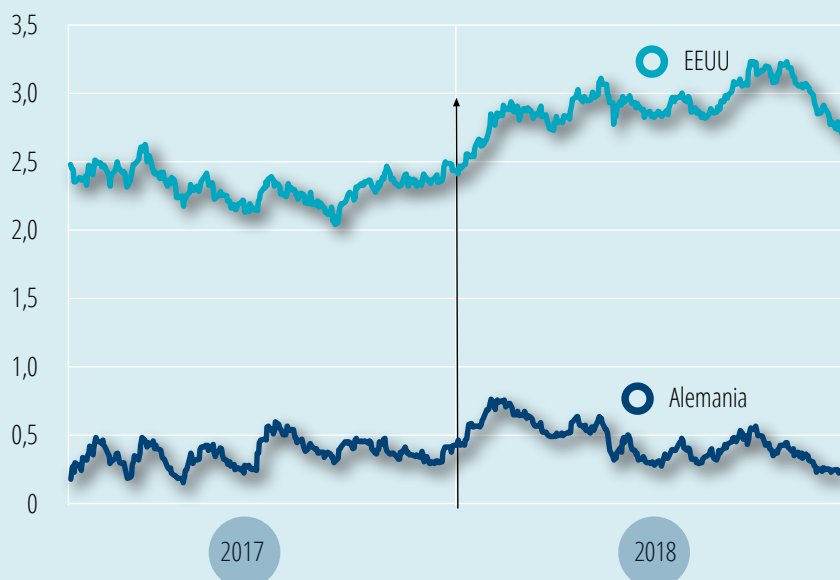
En el mercado de deuda pública se ha ampliado la brecha entre los tipos a 10 años norteamericanos y europeos: el bono norteamericano ha mantenido durante buena parte del año sus

TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA DEL BCE Y LA FED (2000 - 2018)



## TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS EN EEUU Y ALEMANIA AÑOS 2017 - 2018

DATOS DIARIOS. FUENTE: FACTSET



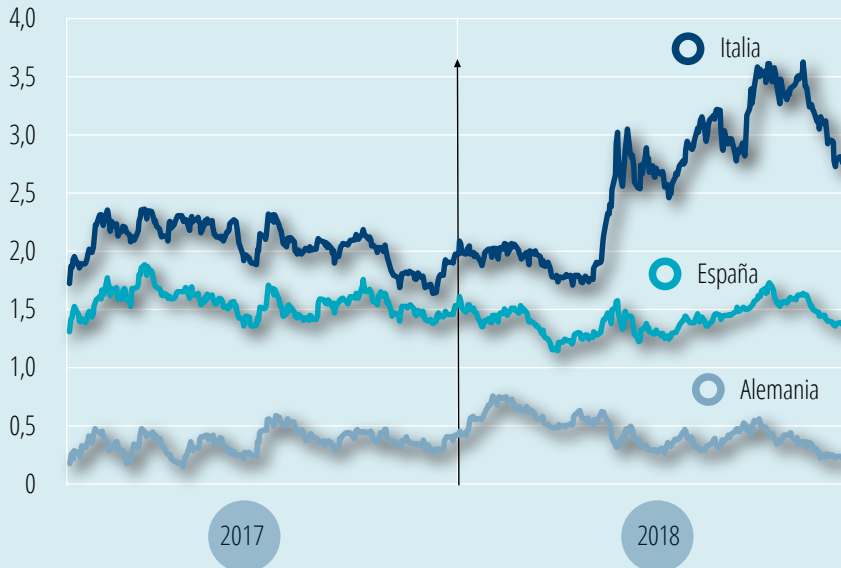
niveles de rentabilidad por encima del 3% en parte como consecuencia de la política monetaria restrictiva, pero también por el fuerte crecimiento de la actividad y el empleo en la economía norteamericana, que han despertado expectativas inflacionistas con reflejo en los tipos a largo plazo. Esto ha sido así hasta el mes de diciembre cuando volvía a situarse por debajo de ese nivel como consecuencia del agravamiento de las expectativas de desaceleración de la economía mundial y su posible efecto sobre la norteamericana. Mientras, el bono alemán de referencia europea ha permanecido de forma sostenida en la segunda mitad del año por debajo del 0,5% acelerando la caída de su rentabilidad en diciembre por las expectativas de enfriamiento más acusadas en la eurozona que han convertido a este activo en refugio ante las turbulencias de los mercados financieros.

Así, la rentabilidad del bono a 10 años norteamericano iniciaba el año en el 2,41%, mínimo del año, y ascendía hasta llegar al 3,23% al inicio de noviembre, para corregir hasta el 2,68% al cierre del año. Por su parte, la desaceleración de la economía europea y alemana en particular ha mantenido en niveles reducidos los tipos del bono alemán a 10 años. Comenzaba 2018 en el 0,46%, ascendía a un máximo del 0,76% a mitad de febrero y anotaba su mínimo el 27 de diciembre en el 0,23% cerrando el año en 0,24%. El diferencial entre ambos bonos de referencia mundial ha estado durante buena parte del año por encima de los 2,5 puntos porcentuales (250 puntos básicos).

Dentro del área euro otros mercados no han estado exentos de tensión, sobre todo protagonizada por los bonos italianos, cuya prima de riesgo frente a los bonos alemanes de referencia a 10 años ha llegado a ampliarse hasta más de 3 puntos porcentuales (300 puntos básicos). Los bonos españoles a 10 años iniciaban el año en el 1,62% y al cierre del año volvían a niveles inferiores, 1,42%, tras haber tocado máximos de 1,74% en octubre y mínimos del 1,16% en marzo. La prima de riesgo frente a la referencia alemana cerraba el año (118 puntos básicos) en niveles ligeramente superiores al comienzo del año (111 p.b.). El diferencial del bono español e italiano ha llegado a ampliarse hasta casi los 2 puntos porcentuales (200 p.b.), reduciéndose ligeramente al cierre del año (133 p.b.)

TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA A 10 AÑOS EN ALEMANIA, ITALIA Y ESPAÑA  
AÑOS 2017 - 2018

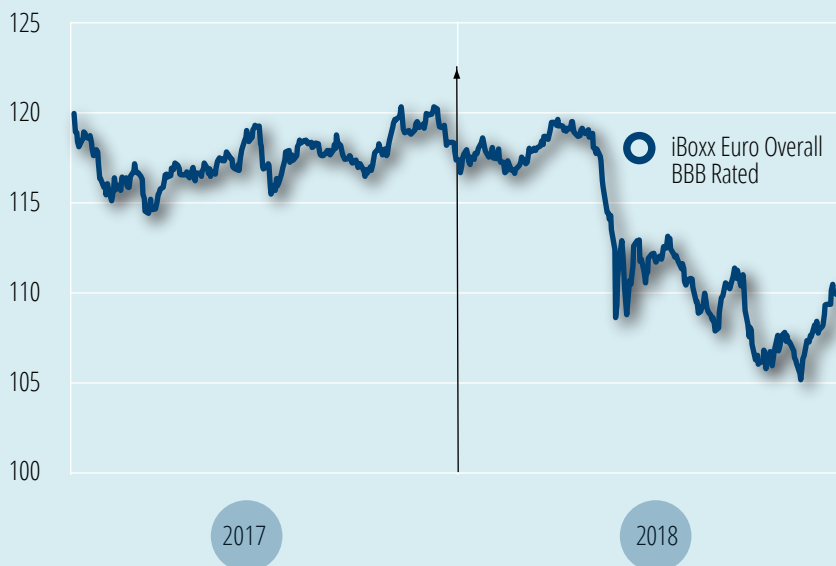
DATOS DIARIOS. FUENTE: FACTSET



También la deuda corporativa ha vivido un ejercicio muy diferente al año anterior. Aunque los tipos siguen estando en niveles históricamente bajos, han repuntado de manera significativa como consecuencia de los factores de inestabilidad ya apuntados. Este es el caso de la renta fija europea calificada BBB que de acuerdo con el Índice Iboxx de precios de bonos del área euro arroja pérdidas cercanas al 4%. Iniciaba el año muy cerca de 110 y al cierre de diciembre se situaba en 106,2 tras haber tocado un mínimo de 103,1 en noviembre.

INDICE DE PRECIOS DE BONOS CORPORATIVOS DEL AREA EURO CON  
CALIFICACION " BBB"

AÑOS 2017 - 2018. IBOXX EURO OVERALL BBB RATED.



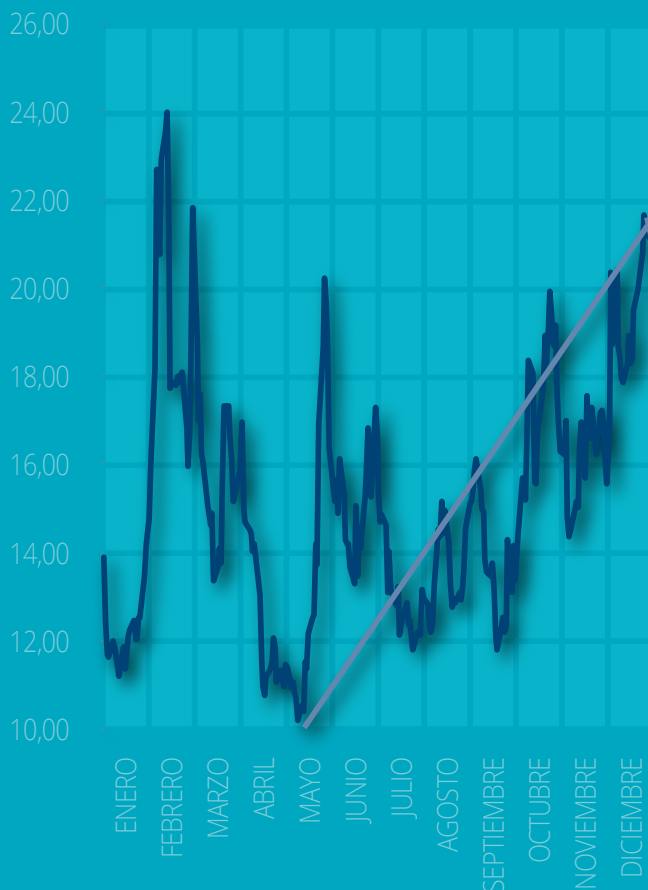
Fuente: Factsheet

# 4

## Derivados Financieros: Opciones y Futuros

LA VOLATILIDAD PERMANECE MUY BAJA PERO REMONTA EN 2018 DESDE LOS MÍNIMOS HISTÓRICOS DE MAYO

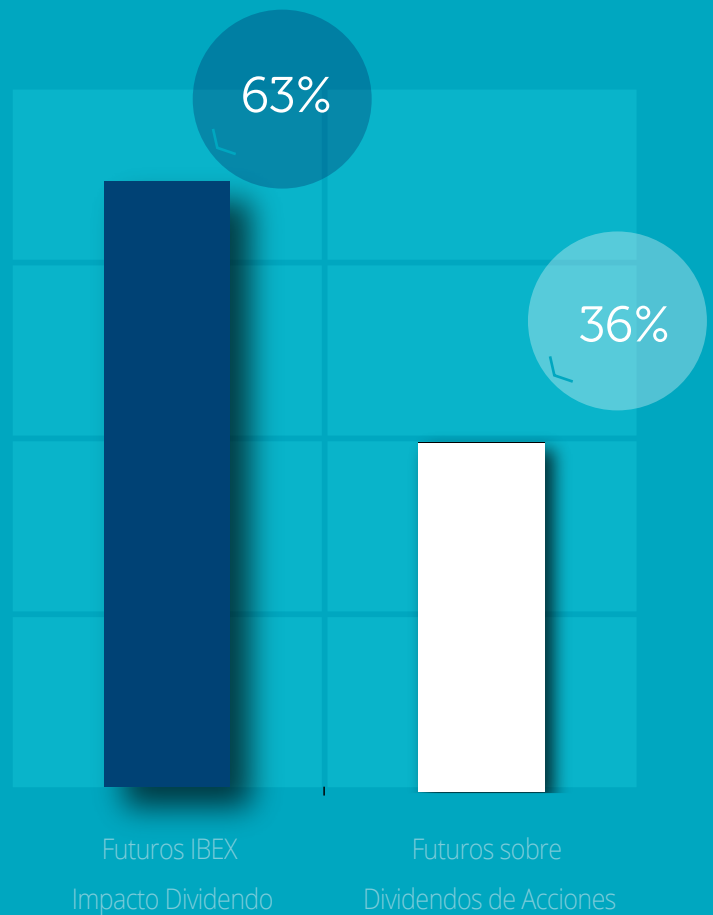
INDICE VIBEX DE VOLATILIDAD DE LA BOLSA ESPAÑOLA (%)



Fuente: BME

LOS DIVIDENDOS GENERAN TAMBIÉN CRECIMIENTO EN EL MERCADO ESPAÑOL DE DERIVADOS FINANCIEROS

VARIACION EN EL VOLUMEN DE CONTRATOS NEGOCIADOS PERIODO DE ENERO A DICIEMBRE 2018 FRENTE AL MISMO PERIODO 2017



El mercado de referencia de los derivados sobre índices y acciones españolas, MEFF, iniciaba el ejercicio 2018 ya bajo la regulación MIFID II, que por primera vez incorporaba los productos derivados al ámbito de aplicación de la norma y de sus desarrollos reglamentarios europeos y nacionales. El proceso de adaptación de la operativa del mercado, así como la de los intermediarios participantes en el mercado, ha sido largo y costoso pero refuerza la posición de MEFF como mercado regulado de referencia para los productos derivados sobre subyacentes españoles, preparado ya para ampliar la oferta de productos, atraer nuevos participantes y continuar mejorando la transparencia, la liquidez y la formación de los participantes orientada a una mayor especialización y conocimiento de los contratos sobre productos derivados como una buena herramienta de cobertura para las carteras.

## Estandarización de productos OTC

La nueva regulación MIFID II brinda al mercado de derivados gestionado por BME la oportunidad de estandarizar productos negociados en mercados no organizados (OTC), atrayendo al mercado regulado las transacciones. MEFF cuenta con la transparencia del mercado regulado y supervisado por la CNMV, la fiabilidad de una plataforma de negociación contrastada y con décadas de experiencia y la seguridad que proporciona una Entidad de Contrapartida Central (CCP) autorizada y sujeta a la regulación europea de infraestructuras de mercado de capitales (EMIR).

## La volatilidad permanece muy baja de acuerdo con el VIBEX

En 2018 se ha mantenido el reducidísimo nivel de volatilidad que ya caracterizó al mercado español de acciones el año anterior y ha vuelto a pesar negativamente en la actividad negociadora de las opciones y futuros. A partir de este año 2018, el mercado español ya cuenta con un índice, el VIBEX, que permite seguir diariamente la volatilidad del mercado utilizando las opciones sobre el IBEX más líquidas que se negocian en MEFF. De acuerdo con el VIBEX, la volatilidad implícita media diaria del año 2018 ha sido del 15% con una caída de 0,3 puntos respecto al año anterior y 8,5 puntos menos que en 2016. Aunque no se ha alcanzado el pico de volatilidad de 2017, la tendencia en 2018 a partir del mes de mayo ha sido creciente, con la última semana de diciembre situándose de forma persistente por encima del 20%. El excepcional comportamiento de la volatilidad en el mercado español en los dos últimos años respecto a promedios históricos queda reflejado en el hecho de que el promedio de volatilidad indicado por los datos históricos recalculados del VIBEX desde 2008 es del 24%, nueve puntos más que el nivel de 2018.

## Menor actividad negociadora

En el año 2018 se han negociado 43,5 millones de contratos de futuros y opciones sobre subyacentes relacionados con la renta variable, índices y acciones, con una leve caída del 2,4% respecto al año anterior ([tabla estadística en la web](#)). La negociación del principal producto de MEFF, los contratos de Futuro IBEX 35, aumenta un 1,2% respecto al año anterior. Los productos más jóvenes negociados en el mercado, relacionados con la cobertura de los pagos de dividendos, crecen un 63% en el año en el caso de los futuros IBEX 35® Impacto Dividendo, mientras los futuros sobre dividendos de acciones crecen un 36% en el año.

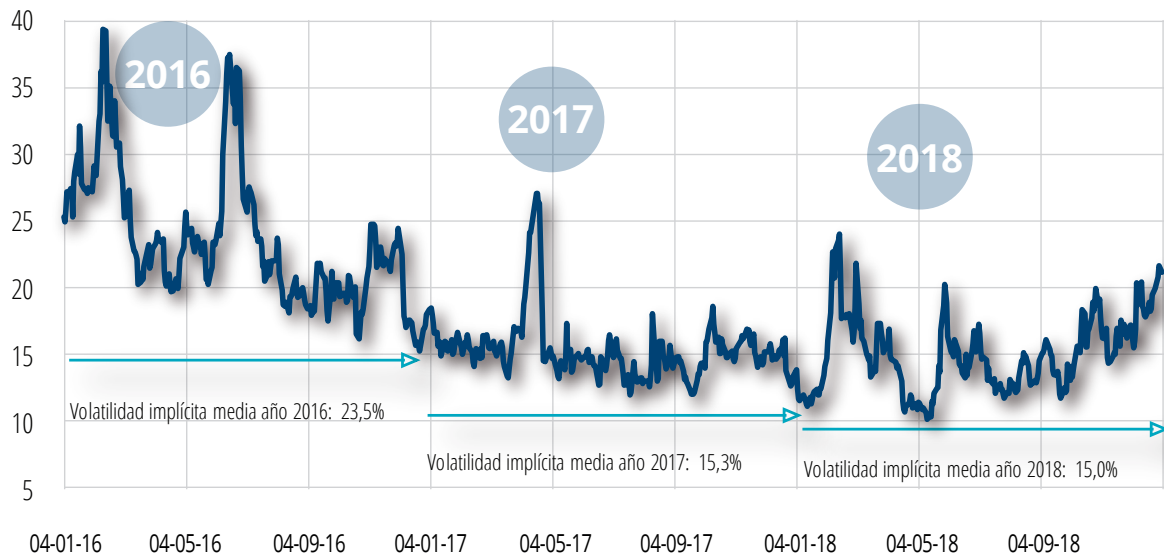


[Tabla estadística en la web](#)



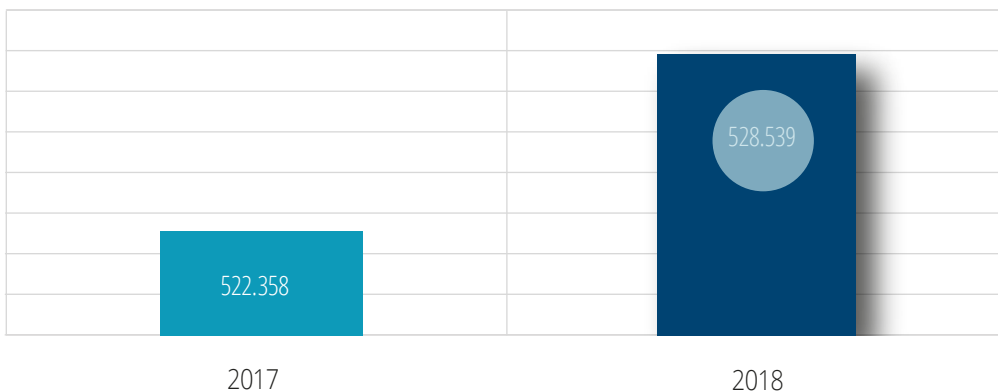
## INDICE VIBEX DE VOLATILIDAD DE LA BOLSA ESPAÑOLA

2016 - 2017 - 2018. DATOS DIARIOS DE VOLATILIDAD EN %



## VOLUMEN MEDIO MENSUAL DE FUTUROS SOBRE IBEX 35

Nº DE CONTRATOS NEGOCIADOS EN MEFF 2017 - 2018



En otro de los productos donde MEFF es mercado de referencia, las opciones cuyo subyacente son acciones individuales españolas, el volumen negociado se mantiene prácticamente estable (-0,4%) respecto al año anterior. Los futuros sobre acciones individuales reducen su negociación un 8,3%. El negativo ejercicio tanto en términos de rentabilidad como de volumen negociado sufrido por algunos de los principales valores de la Bolsa española ha pesado en la negociación de sus derivados.

## Índices estratégicos de la familia IBEX basados en productos derivados de MEFF

En 2018 ya se ha podido disponer diariamente en la Bolsa española de [los nuevos índices](#) estrechamente relacionados con el mercado de opciones y futuros MEFF que han pasado a forma parte de la amplia familia IBEX. Se trata del ya citado índice de volatilidad VIBEX, del índice de tendencia de la volatilidad IBEX 35 SKEW y de los índices estratégicos con opciones IBEX 35. La creación de estos nuevos indicadores ha sido fruto de la estrecha colaboración entre el Instituto BME (la división de formación de BME), el departamento de gestión de los Índices IBEX y el propio mercado de opciones y futuros.



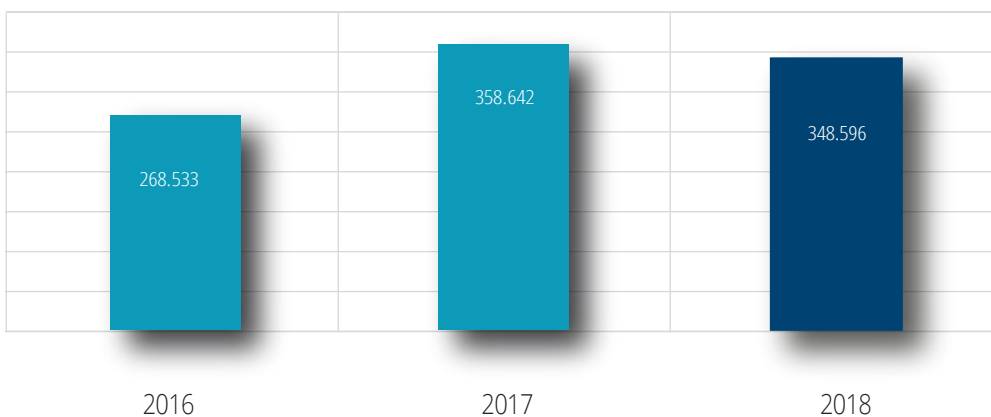
Los nuevos índices

Hasta la fecha estos son los índices de los que hablamos:

- El índice VIBEX® recoge la evolución de la volatilidad implícita cotizada en las opciones sobre IBEX 35® en el mercado MEFF, con un horizonte temporal constante de 30 días. Aporta así una información muy valiosa tanto para los intermediarios de mercado como especialmente para los gestores de activos con posición en valores españoles.
- El índice IBEX 35® SKEW refleja la evolución de la tendencia (skew) de la volatilidad en las opciones IBEX 35® y sirve de indicador de riesgo en el mercado.
- El índice IBEX 35® BUYWRITE que replica una hipotética estrategia que consiste en estar sistemáticamente comprado en un Futuro IBEX 35® y vendido en una opción Call sobre IBEX 35®.
- El índice IBEX 35® PUTWRITE está diseñado para replicar una hipotética estrategia consistente en estar sistemáticamente vendido en una opción Put con subyacente IBEX 35®.
- El índice IBEX 35® PROTECTIVE PUT se crea para replicar una hipotética estrategia que consiste en estar sistemáticamente comprado en un Futuro IBEX 35® y comprado en una opción Put sobre IBEX 35®.
- El índice IBEX 35® VENTA DE STRANGLE tiene como objetivo replicar una hipotética estrategia al estar sistemáticamente vendido en una opción Call sobre IBEX 35® y simultáneamente vendido de una opción Put con subyacente IBEX 35®.

### VOLUMEN MEDIO MENSUAL DE OPCIONES SOBRE IBEX 35

Nº DE CONTRATOS NEGOCIADOS EN MEFF 2016 - 2017 - 2018

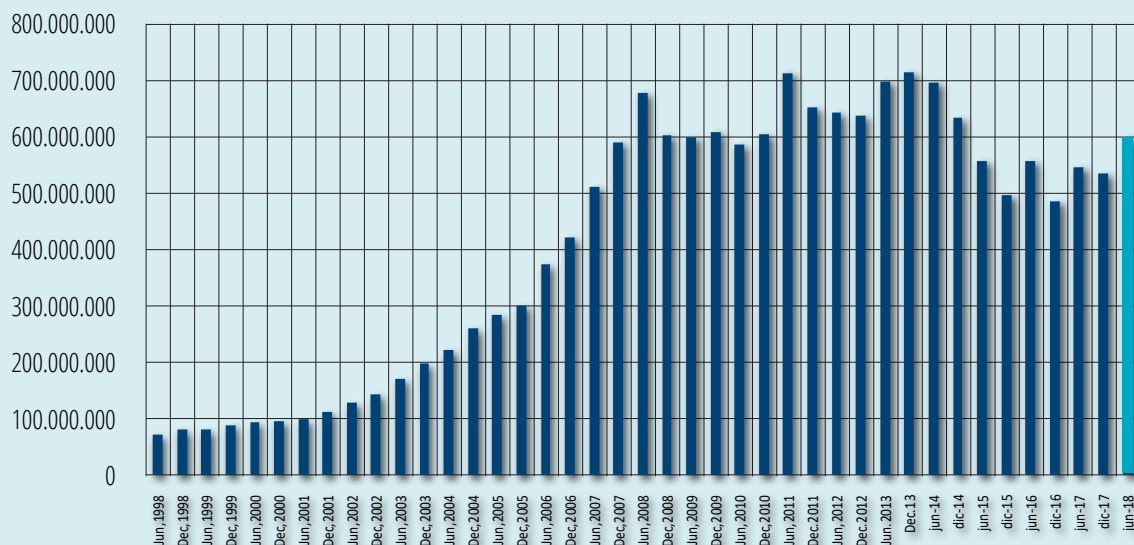


## Las Nuevas Regulaciones impactan sobre los Derivados OTC

El volumen nominal o valor nocional vivo de los contratos de productos derivados OTC, acordados bilateralmente fuera de los mercados organizados, alcanzaba los 595.000 millones de dólares al cierre del primer semestre de 2018, de acuerdo con datos proporcionados por el Banco de Pagos Internacionales (BIS). Si tenemos en cuenta que la estimación del PIB mundial a finales del año 2017 era de 80.270 millones de dólares, el valor nocional vivo de los derivados OTC representa aproximadamente 7,5 veces el PIB mundial. La tendencia general tras el estallido de la crisis financiera es descendente y el dato de junio de 2018 es un 16% inferior a los máximos alcanzados en 2013, año en el que los derivados OTC sumaban 710.000 millones de dólares en términos de volumen nominal vivo.

### VOLUMEN NOMINAL VIVO DE CONTRATOS DE PRODUCTOS DERIVADOS OTC EN EL MUNDO (1998 - JUN 2018)

MERCADOS NO ORGANIZADOS (OTC) DATOS A CIERRE DE SEMESTRE EN MILLONES DE DOLARES.

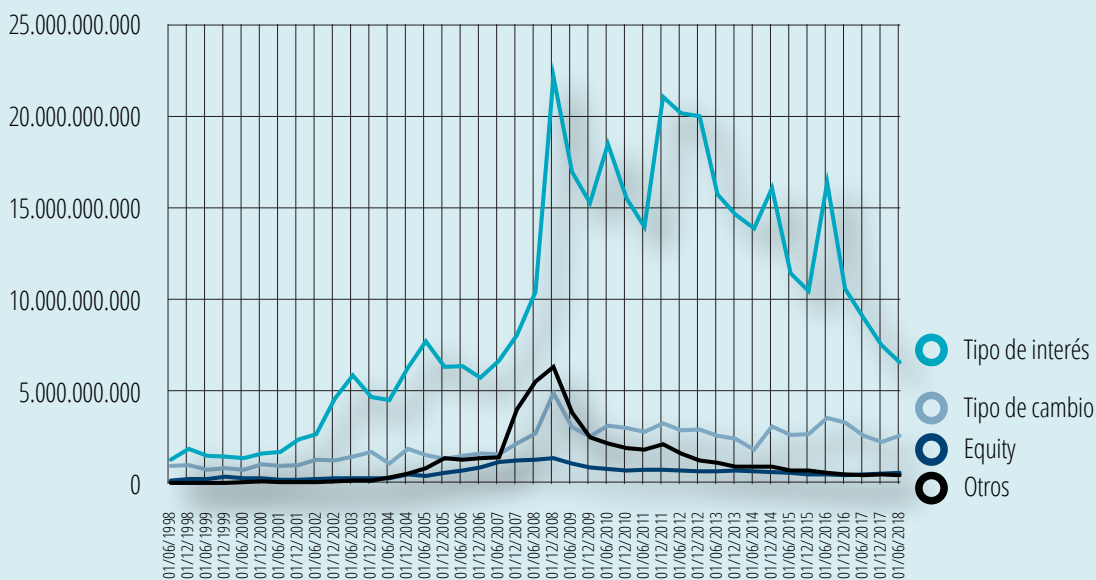


Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS)

Las consecuencias de la crisis financiera que se inició en 2007 han generado una intensa presión regulatoria sobre los contratos de productos financieros derivados no sujetos a reglas de negociación o condiciones estandarizadas. Los resultados ya pueden apreciarse muy claramente en el valor bruto de mercado de todos los derivados vivos en el mundo, es decir la exposición al riesgo de todos los derivados OTC en un determinado momento. Por un lado, la presión regulatoria lleva a registrarlos y liquidarlos en Entidades de Contrapartida Central (CCP) y por otro, la aplicación de técnicas de "Portfolio Compression" que se utiliza para eliminar posiciones en derivados que sean económicamente redundantes. Este tipo de medidas son especialmente importantes en los derivados sobre tipos de interés, como puede apreciarse en el gráfico adjunto: su valor bruto en 2018 es menos de la tercera parte que en 2008.

### VALOR BRUTO DE MERCADO DE LOS DERIVADOS OTC POR TIPO DE SUBYACENTE 1998 - 2018 JUNIO

DATOS EN DÓLARES.



Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS) y elaboración propia.

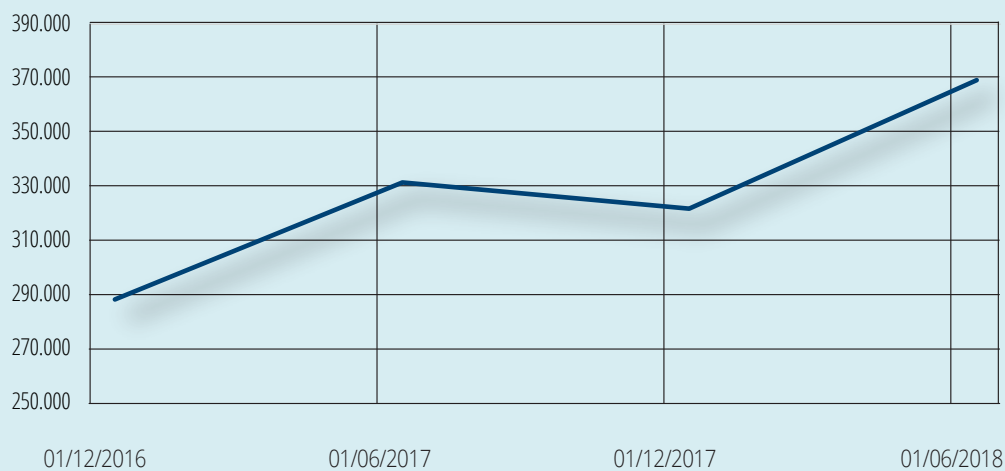
A partir de las directrices formuladas por el G20 en 2009 en su reunión de Pittsburgh, se pretende encauzar la negociación, compensación y liquidación de estos productos hacia mercados organizados y Cámaras de Contrapartida Central (CCPs), así como requerir el uso de registros de operaciones, los denominados "Trade Repositories", estos últimos especialmente para monitorizar los volúmenes de derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Las reformas persiguen mitigar el riesgo sistémico mejorando la gestión del riesgo, reduciendo la interconexión de posiciones y mejorando la transparencia. Tanto el Comité de Basilea como la IOSCO, la organización que agrupa a los organismos reguladores de todo el mundo, han insistido en que también en el caso de derivados OTC que no puedan ser liquidados a través de CCPs se generalice el depósito y uso de garantías y márgenes.

En la UE, la Comisión Europea publicó en 2010 la primera propuesta de regulación y en 2012 se aprobaba el reglamento EMIR que define las obligaciones de compensación, información y control de riesgos de los derivados OTC, los requisitos de las cámaras de contrapartida central (CCPs) y el registro y supervisión de las entidades de registro de operaciones.

La entrada en vigor en los últimos años a partir de 2013 de normas importantes en el proceso de reforma de los principales mercados de productos derivados mundiales, está impulsando un trasvase muy importante de la operativa OTC hacia las Cámaras de Contrapartida Central. Como se puede observar en el gráfico, los datos recientes apuntan a un crecimiento paulatino de los derivados OTC registrados y liquidados a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCP).

### SALDO VIVO DE DERIVADOS OTC REGISTRADOS EN CAMARAS DE CONTRAPARTIDA CENTRAL (CCPS)

DICIEMBRE 2016 - JUNIO 2018. DATOS A CIERRE DE SEMESTRE



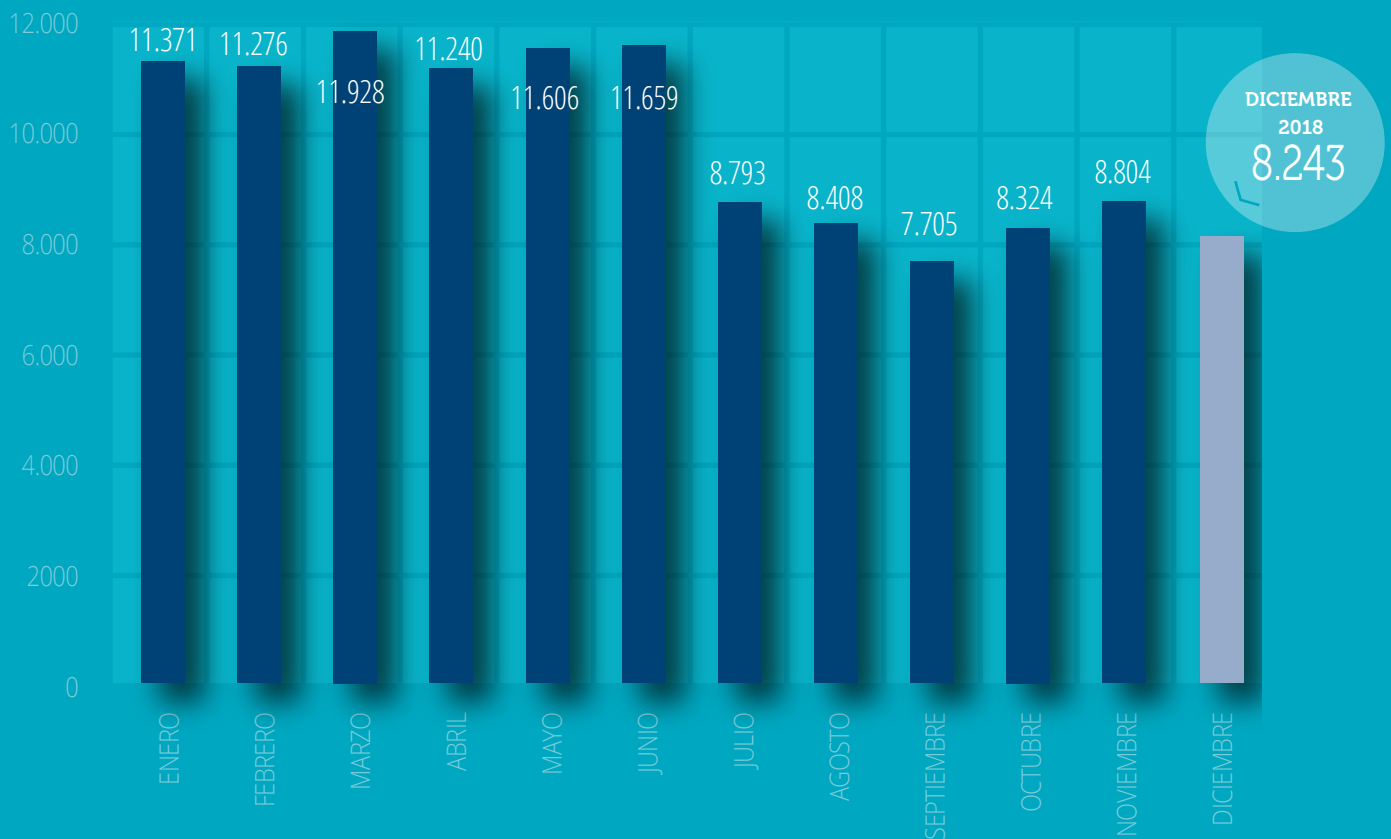
Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS)

# 5

## La actividad de Clearing durante 2018

### SALDO VIVO FINANCIADO EN REPOS EN 2018

OUTSTANDING (MEDIA MÓVIL DE LOS ÚLTIMOS 10 DÍAS) EN MILLONES DE EUROS



BME CLEARING, en su calidad de Entidad de Contrapartida Central del Grupo Bolsas y Mercados Españoles, ofrece servicios de compensación en cinco segmentos: los instrumentos derivados financieros, los instrumentos derivados sobre electricidad y gas natural, las operaciones de compraventas simultáneas (Repos) de Deuda Pública española, las operaciones de compraventa de valores negociados en la Bolsa, y los derivados OTC sobre tipos de interés.

## ENERGIA

---

En mayo de 2018 comenzó con éxito el nuevo servicio de Cámara de Contrapartida para el gas natural dentro del Segmento de Energía. Desde entonces ya ha comenzado la operativa con 23 entidades participantes para gas, con un volumen registrado hasta final de año 2018 de 1,43 TWh, y con una posición abierta a final de año de 1,1 TWh, ambas cifras muy por encima de las estimaciones más optimistas.

Las expectativas de desarrollo futuro para el gas son altas, en un mercado con perspectiva de fuerte crecimiento de volúmenes en los próximos años. Además es necesario remarcar que todo el proceso de nominación física en el punto virtual de balance gestionado por Enagás funciona sin ningún incidente y ya hay registrados productos con entrega física para los próximos dos años.

Además del gas, el segmento de derivados sobre energía ha continuado atrayendo el interés de numerosas entidades activas en el sector para la electricidad, aumentando el número de participantes desde 146 entidades a final de 2017 hasta las 158 entidades participantes a final del año 2018. El volumen registrado en electricidad durante 2018 ha ascendido a los 12,4 TWh con una posición abierta que alcanzó un volumen de 5,5 TWh a final de 2018, en línea con el volumen del año anterior.

## SWAPS IRS

---

El segmento de Swaps ofrece el servicio de contrapartida central para las operaciones de derivados negociados OTC sobre tipos de interés. Comenzó su actividad en 2016. En los últimos 12 meses se ha registrado un volumen total de 147 millones de euros.

En la actualidad, el segmento cuenta con 8 entidades participantes. Se espera que el número de entidades aumente con la entrada en vigor de la obligación de registro en cámara para entidades de menor tamaño en junio de 2019. La posición abierta alcanzaba a final del año 2018 la suma de 463 millones de euros.

## RENTA VARIABLE

---

El segmento de Renta Variable es el servicio de contrapartida central para las compraventas de valores negociados en la Bolsa. El segmento comenzó su actividad el 27 de abril de 2016 y su puesta en marcha fue una parte importante y significativa de la Reforma del sistema de compensación, liquidación y registro en España.

En el mes de septiembre de 2017 se completó otro hito con la conexión de BME CLEARING a la plataforma de liquidación de valores paneuropea Target2 Securities, dándose así por concluida la segunda y última fase de la Reforma.

En 2018 se ha registrado una media diaria de 347.988 operaciones (compras más ventas), con un efectivo (un solo lado) medio diario negociado de 2.229 millones de euros, un 12,19% inferior al de 2017, con un volumen medio de títulos de algo más de 571 millones diarios. En la actualidad, el segmento cuenta con 27 miembros compensadores.

## DERIVADOS FINANCIEROS

---

En su conjunto, medido en contratos, la actividad del segmento de derivados financieros ha tenido en 2018 un nivel ligeramente inferior, un 2,4% menos que en el año 2017.

La actividad en el principal instrumento compensado, los futuros sobre IBEX 35, tuvo en 2018 un aumento del 1,2% sobre el año anterior.

En el año se han compensado 12,1 millones de contratos de futuros y opciones sobre índices, una cifra prácticamente igual (-1,25%) que en el mismo periodo del año anterior. En futuros y opciones sobre acciones se han compensado 31,4 millones de contratos, un 2,9% menos que en el mismo periodo del año anterior.

La posición abierta en futuros sobre IBEX 35 ha sufrido un descenso importante y se sitúa al final del año en los 87.100 contratos. En opciones sobre IBEX 35 la posición abierta ha aumentado significativamente, un 13,7%, la de opciones sobre acciones también aumenta, un 4,3%, mientras que la de futuros sobre acciones ha descendido un 5,7%.

## REPO

---

El segmento de Renta Fija Repo ofrece el servicio de contrapartida central para las operaciones de repos sobre de Deuda Pública española, eliminando así el riesgo de contrapartida para las entidades participantes. Durante el año 2018, el volumen total registrado ha alcanzado los 155.637 millones de euros, con 179 operaciones de media mensual.

En la actualidad cuenta con 25 entidades participantes. La posición abierta, es decir, el saldo medio vivo de operaciones no vencidas, equivalente a la financiación facilitada, se situaba, a finales de diciembre, en los 8.243 millones de euros, con un plazo medio financiado de 26 días.

A finales de 2018 BME CLEARING y NEX MARKETS han alcanzado un acuerdo por el cual los participantes en la plataforma propiedad de NEX, BROKERTEC, líder en negociación electrónica en repos de Deuda Pública española, podrán operar en ella y enviar sus transacciones a BME CLEARING para su registro y compensación. El día 17 de diciembre se produjo con éxito la entrada en producción de la conexión entre la plataforma y la Cámara de Contrapartida Central.



# 6

## Liquidación y Registro

### SALDO VIVO REGISTRADO EN DEUDA PÚBLICA

(MILES DE MILLONES DE EUROS)



El número de instrucciones procedentes de la operativa bursátil liquidadas en Iberclear en 2018 muestra un pequeño incremento del 0,83% sobre el año anterior, alcanzando una media mensual de 0,64 millones de operaciones. Este aumento consolida los niveles a los que se descendió en 2017, tras haber entrado en vigor la Reforma del Sistema con la interposición de la Entidad de Contrapartida Central, o cámara de compensación, entre el mercado y el depositario, cuya operativa de neteo de operaciones previo a la liquidación supuso un descenso de éstas en Iberclear.

En cuanto al efectivo liquidado correspondiente a las mismas, éste supone un descenso del 0,17%, al haberse liquidado 7.520 millones de euros de media diaria, frente a los 7.533 millones del año pasado.

Los saldos nominales registrados al final del año han experimentado un descenso del 5,88% en valores cotizados en el Mercado de Renta Fija Privada de BME, y un crecimiento del 5,65% en el Mercado de Deuda Pública. En lo que se refiere a la Renta Variable, se ha registrado un descenso de un 12,93% valorado a precios de mercado.

## La liquidación europea en la plataforma T2S se gestiona con normalidad

---

En el ámbito de T2S, tras la exitosa finalización del plan de migración con la Ola Final de migración en la que el DCV más relevante fue IBERCLEAR, y la migración del DCV eslovaco NCDPC un mes más tarde, es de reseñar el correcto funcionamiento de la plataforma técnica en líneas generales.

Como hitos importantes en 2018 habría que mencionar la correcta implementación de importantes releases del software de T2S en los meses de febrero, junio, septiembre y noviembre, tal como estaba previsto en la planificación anual acordada entre el BCE y los DCV y los Bancos Centrales participantes de T2S.

La Corona Danesa (DKK) se incorporó como divisa elegible para liquidar operaciones contra pago, no siendo ya únicamente el Euro, así como la migración del Banco Central irlandés y del DCV francés, ID2S, a la plataforma técnica, todas ellas durante el último fin de semana de octubre como estaba planificado.

Por último, el DCV finés, Euroclear Finland, aún está trabajando con su comunidad para re-planificar su migración a T2S. No será en octubre de 2019 y no hay una fecha concreta planificada. Insisten en que siguen comprometidos con migrar a T2S, aunque se debe recordar que la primera fecha planificada de migración era la correspondiente a la Ola Final, la misma que IBERCLEAR, es decir, septiembre de 2017.

## Otras iniciativas

---

En relación a CSDR, Iberclear publicó el pasado mes de marzo el CSD-R White Paper, sobre las implicaciones para las entidades participantes de la implantación de esta norma europea. A diciembre de 2018, Iberclear continúa en el proceso de autorización como Depositario Central de Valores.

Asimismo, el pasado 13 de septiembre se publicaron las normas técnicas de regulación relativas a la disciplina de liquidación contenidas en CSD-R, cuya entrada en vigor tendrá lugar a los dos años de su publicación oficial, es decir, el próximo 14 de septiembre de 2020. Éstas tendrán proyección directa sobre la operativa de las entidades participantes en Iberclear, y en especial sobre el volumen de fallidas que puedan generar a diario.

El proyecto CBS (cross-border services) se ha puesto en producción el pasado 17 de diciembre. Desarrollado a partir del acuerdo firmado con Citi en octubre de 2017, ofrece a las entidades financieras españolas la posibilidad de liquidar valores internacionales a través de Iberclear, que actúa como punto de acceso único a todos los mercados, tanto en la zona T2S como fuera de ella, proporcionando soluciones de liquidación, custodia y gestión de activos.

## Las actividades de REGIS-TR en 2018

---

REGIS-TR mantiene su posición como el segundo repositorio más grande de Europa con más de 1.600 cuentas abiertas (200 cuentas más que el año anterior), procesando entre 10 y 12 millones de mensajes al día.

En este ejercicio, REGIS-TR encabeza, junto a DTCC, la lista de repositorios europeos en número de transacciones recibidas con 987 millones de nuevas operaciones registradas durante los tres primeros trimestres.

REGIS-TR se ha fortalecido durante este año como repositorio extranjero por los servicios de reporte regulatorio ofrecidos bajo la normativa suiza FinfraG, homóloga de EMIR en el país alpino. Precisamente la compañía ha alcanzado un número considerable de clientes y, de las seis autoridades suizas que deben acceder a los datos según especifica dicha normativa, REGIS-TR ha dado de alta a tres de ellas y ha establecido contacto con las tres restantes.

En el ya conocido entorno de la regulación EMIR son claras las intenciones de los organismos reguladores. Durante este año ESMA ha centrado sus peticiones a los TRs de optimizar la información reportada para que los reguladores europeos puedan hacer un uso fiable de los datos en sus tareas de supervisión. Es por esto que destaca la petición de alineación completa del contenido de los informes entre los dos formatos de provisión de datos a los reguladores (CSV & XML) que ha dado lugar a una mejora considerable de la calidad de los informes.

Otros proyectos que suponen un gran reto debido a la especialización técnica y sofisticación de los sistemas que suponen son: Portabilidad de datos entre repositorios europeos; Proyecto de cálculo de posiciones, que consisten en proveer a los reguladores con informes que muestren la agregación de datos que representan la posición abierta de las contrapartidas; y la tercera fase del proyecto TRACE que introduce también mejoras al portal común de información de ESMA.

Como consecuencia de nuevos retos relacionados con los servicios de EMIR, nace la idea de formar una asociación representativa de todos los TRs a fin de dar voz a la industria en los organismos de la unión europea. Los TRs están en conversaciones para definir las bases de esta asociación.

REGIS-TR también se ha visto involucrado en la salida de Reino Unido de la Unión Europea. Para dar cabida a los servicios de reporting en este mercado, REGIS-TR creará una nueva entidad en Reino Unido y aplicará para ser reconocida como repositorio de datos para seguir dando servicio a clientes bajo un nuevo marco regulatorio, supervisado por el la autoridad competente en Reino Unido, Financial Conduct Authority (FCA).

De forma paralela, el proyecto para proveer servicios de reporting bajo la regulación de Securities Financing Transactions Regulation (SFTR) está muy avanzado. En enero de 2019 se dispondrá de la primera versión del sistema para clientes. Gracias a la labor comercial que se está llevando a cabo y la experiencia demostrada de las empresas matrices (Iberclear y Clearstream), un número considerable de potenciales clientes están interesados en reportar estos productos a través de REGIS-TR. Se prevé que el nuevo servicio se lance durante el primer trimestre de 2020.

En cuanto al posicionamiento del repositorio frente de la comunidad de supervisores y reguladores, REGIS-TR ofrece información a 38 reguladores europeos a través el portal de reguladores de REGIS-TR y de TRACE, portal común de información de ESMA, procesando más de 250 millones de mensajes para los reguladores diariamente.



7

# Market Data y Servicios de Valor Añadido

Solidez y progresión de la gestión de la  
información generada por BME

En el año 2018, BME Market Data ha continuado incorporando nuevos contenidos a su oferta. En este ejercicio, la media mensual de puntos de entrega donde se difunde información en tiempo real de los más de 98.000 instrumentos de Renta Variable, Renta Fija, Derivados e Índices gestionados por el Grupo BME supera los 90.000.

En cuanto a los nuevos contenidos disponibles en tiempo real, BME Market Data ha integrado en la BME Data Feed la información que suministra el nuevo servicio APA BME que, gestionado por BME Regulatory Services, comenzó a publicar el 3 de enero de 2018 los detalles de las transacciones OTC sobre instrumentos financieros llevadas a cabo por las empresas de servicios de inversión, así como las cotizaciones en firme de los internalizadores sistemáticos suscritos a BME Regulatory Services. A lo largo de 2018 BME Market Data también ha incorporado a su oferta los nuevos índices calculados por BME (de volatilidad y estrategia sobre opciones del IBEX 35).

Por otra parte, durante este ejercicio se ha mantenido estable el número de clientes de BME Market Data y ha aumentado el de aquellos que optan por una conexión directa a los servidores de información. Estos clientes buscan minimizar los tiempos de recepción y tratamiento de la información contratada.

BME Market Data ha ampliado su línea de productos y servicios analíticos y de fin de día con la incorporación del Boletín Diario de Deuda Pública, publicado hasta septiembre de este año por el Banco de España y elaborado desde esa fecha por el Grupo BME, que incluye el precio y la TIR de las operaciones realizadas sobre emisiones de Deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas.

Asimismo, se han creado nuevos productos derivados de la entrada en vigor de la normativa MiFID II, tales como los ficheros de maestro de valores FIRDS, la información de fin de día del APA BME o los ficheros PRIIP KIDs de opciones y futuros, y se han ampliado los contenidos de los productos de información ya existentes con la incorporación de los nuevos instrumentos que los distintos mercados de BME han integrado en sus plataformas a lo largo de este año. En la actualidad, BME Market Data entrega más de 2.700 ficheros de fin de día al cierre de cada sesión

BME Market Data continúa mejorando los servicios de alojamiento y conectividad conocidos como "BME Co-Location", "BME Proximity" y "BME London HUB". Estos servicios se han convertido en un pilar clave en la operativa diaria de las plataformas de contratación y difusión de información de BME, pues a través de ellos los clientes tienen garantizada la menor latencia posible en el acceso a dichos sistemas, así como una vía de conectividad robusta a los distintos entornos operativos del Grupo BME. En esta misma línea hay que destacar que en el año 2018 BME Market Data se ha hecho cargo de los servicios de alojamiento y soporte de aquellas entidades interesadas en dar conectividad a terceros dentro de los Centros de Proceso de Datos de BME.

Esta unidad de negocio de BME continúa explorando oportunidades para lanzar nuevos productos y servicios de valor añadido destinados a los participantes del mercado. Los retos surgidos del entorno regulatorio, junto con la constante innovación tecnológica, exigen a BME Market Data realizar mejoras de manera constante y la creación de nuevos productos de información que atiendan más rápida y eficazmente las nuevas y sofisticadas necesidades de los participantes en los mercados. BME Market Data mantiene un permanente contacto con sus clientes con el fin de conocer de primera mano sus necesidades y obtener las claves necesarias para poder adelantarse a los desafíos en materia de difusión de información.

Con esta misma filosofía, fuera de nuestras fronteras, con la colaboración de la Bolsa Mexi-

cana de Valores (BMV), BME ha promovido la creación de dos sociedades para impulsar el negocio de Market Data en Latinoamérica. La primera sociedad, que dirige el proyecto y que es la responsable de la definición, desarrollo y comercialización de los productos, ha sido constituida en Miami (Estados Unidos). La segunda tendrá la sede en Ciudad de México.

El objetivo de esta iniciativa conjunta es promover la generación, distribución y venta de información de mercados de valores Latinoamericanos bajo los más altos niveles de automatización y procesamiento, información absolutamente imprescindible e intensamente demandada por aquellas entidades con intereses en dichos mercados.

### Otros Servicios de Valor Añadido: BME Inntech

---

El proceso de reorganización de actividades de BME ligadas a los ámbitos tecnológico, de regulación e innovación que se iniciara en el año 2017, se ha consolidado en el presente año 2018; ello permite a BME ofrecer servicios, dentro del ámbito *Fintech*, que se integran fácilmente en la cadena de valor de los procesos relacionados con la inversión y el asesoramiento financiero.

Así, BME Inntech se configura como un proveedor de soluciones globales que permiten automatizar íntegramente el *Front* y el *middle office* de las actividades relacionadas con los procesos de negocio relativos a la inversión, la gestión de carteras, el asesoramiento financiero y el alta de clientes en las entidades que prestan estos servicios.

Dentro de estas soluciones, destaca la contribución de la filial Openfinance como referente en España para el suministro de la plataforma tecnológica de *wealth management*, y que ha consolidado durante el año 2018 su presencia internacional, con nuevos proyectos en Portugal, México y Chile para la provisión de herramientas que automatizan los procesos del asesoramiento financiero.

Combinando el talento del equipo profesional de BME con una apuesta decidida por la innovación permanente y con la solvencia y la robustez de la Bolsa española, se persigue el afianzamiento como proveedor de referencia de este tipo de servicios en los mercados de valores español e internacionales y de proporcionar a los clientes, cada día, los más altos estándares de calidad.

En lo que respecta a los servicios de BME Inntech que responden a las cada vez más exigentes demandas de la legislación, conviene destacar que este año ha sido el de la consolidación de su filial, BME Regulatory Services, como ventanilla única a las entidades del sistema financiero a través de la cuál gestionar el cumplimiento de las obligaciones legales derivadas de su actividad en los mercados financieros.

Estos servicios complementan la oferta de soluciones de cumplimiento normativo que ya se venían suministrando desde BME Inntech, entre los que cabe destacar los **Servicios de Reporting Normativo (SIR)** a la CNMV y los **Servicios de Abuso de Mercado (SICAM)**, que han experimentado un fuerte crecimiento en el presente año. A ellos se han sumado los **Informes de Mejor Ejecución**, que publican para cada clase de instrumento financiero un resumen del análisis y de las conclusiones que extraen de la monitorización detallada de la calidad de ejecución obtenida en los mercados donde han ejecutado todas las órdenes de sus clientes en el año anterior; el **Transaction Cost Analysis**, que permite la medición de la calidad de ejecución obtenida por distintos brókers y la medición de la calidad de los distintos mercados en los que las ESIS pueden operar. Finalmente, también durante este año se ha producido el lanzamiento del **Servicio Smart Order Routing (SOR)**, que facilita el acceso automático a la

liquidez de valores que cotizan en más de un mercado o plataforma alternativa, garantizando la aplicación de las políticas de mejor ejecución definidas por la entidad que lo contrata.

En lo que respecta a los proyectos que BME lleva a cabo en otros países, la **Bolsa de Colombia** ha puesto este año en producción el servicio Master Trader, íntegramente desarrollado por BME y que suministra el routing y las pantallas que permiten a los miembros del mercado el envío de las órdenes al mercado de renta fija. A lo largo del año 2019 se implementará idéntica funcionalidad para la renta variable y los derivados.

En lo que respecta al **sistema financiero Argelino**, durante el año 2018 se han finalizado los trabajos de desarrollo de los sistemas de negociación de renta variable y renta fija privada, del routing y del sistema de difusión de información, sistemas que se implementarán en el 2019. Asimismo, han comenzado los trabajos para la implantación del sistema de Liquidación y Compensación, que tendrá lugar en el 2020.

Finalmente, se está llevando a cabo una consultoría para el **supervisor del mercado ucraniano**, relativa a la situación del mercado local y su comparativa respecto de los mercados europeos y los estándares internacionales.

Los servicios habituales de BME Inntech han mantenido un comportamiento estable con tendencia al alza durante este año, especialmente los **Servicios de Bróker on Line** con la implantación de los mismos en una nueva entidad y la consolidación de los existentes, dando servicio a más de medio millón de usuarios finales en España, con soluciones de información y envío de órdenes a los mercados.

A large, white, stylized number '8' is positioned on the left side of the page. It is connected to a thin white vertical line that extends from the top edge of the page. The background features a dark blue gradient with abstract, overlapping geometric shapes in lighter shades of blue and white on the left side.

# MiFID II y su incorporación a la legislación española

En 2018 hemos podido apreciar los efectos de la trasposición y aplicación casi plena de MiFID II y el reglamento MiFIR al ordenamiento jurídico y el día a día de la industria de valores española. Mejorar los estándares competitivos y de transparencia en el funcionamiento de los mercados en aras de conseguir menores costes y mayor protección para los inversores son objetivos centrales de los cambios puestos en marcha. La realidad invita a pensar que aún son necesarios muchos ajustes para evitar o minimizar efectos colaterales negativos que pueden perjudicar seriamente funciones principales de los mercados, como la igualdad de oportunidades, la formación eficiente de precios y un régimen de exigencia y difusión de información equitativo.



El inicio del año 2018 trajo consigo la entrada en vigor de una reforma de enorme magnitud de la normativa europea y española relacionada con los mercados de capitales. Se trata de la reforma contenida en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID II) aprobada en 2014 y posteriormente desarrollada a través del reglamento MiFIR y de multitud de normas técnicas complementarias. Su pretensión es promover una mayor integración financiera de los países de la Unión Europea y adaptar los diferentes apartados del complejo ecosistema de los mercados de capitales a nuevas circunstancias y corregir defectos de funcionamiento y transparencia puestos de manifiesto durante la dolorosa crisis económica y financiera mundial que ha tenido una especial incidencia en Europa y en España en particular.

A falta de una transposición completa de la nueva normativa a la legislación española, los distintos ámbitos y participantes de los mercados de valores e instrumentos financieros han ido adaptándose a la nueva situación apoyándose en algunas leyes aprobadas y en los criterios de actuación emitidos por el organismo supervisor de los mercados de valores españoles, la CNMV, que han hecho posible una aplicación efectiva de las nuevas normas.

La regulación europea de mercados e instrumentos financieros aplicada desde 2018 persigue objetivos relevantes

- **Reforzar la protección del inversor**, regulando, entre otros, el asesoramiento en la comercialización de productos financieros y sus incentivos.
- **Aumentar la transparencia en los mercados**, no solo para la negociación de acciones y asimilados, sino también en relación con bonos o derivados.
- **Adaptarse a los desarrollos tecnológicos** de los mercados regulando prácticas como la negociación algorítmica automatizada.
- **Promover la negociación de instrumentos financieros en centros de negociación organizados y regulados**, dificultando al mismo tiempo las transacciones realizadas fuera de estos centros y no sujetas a reglas (OTC).
- **Mejorar la regulación de algunos productos financieros** como los derivados sobre materias primas.
- **Facilitar el acceso de las pymes a la financiación** a través de la creación de los “mercados para pymes en expansión”.
- **Reforzar y armonizar la supervisión** y las sanciones a disposición de las autoridades competentes y evitar el arbitraje regulatorio.

## Mercados secundarios

---

La aplicación de MiFID II a los mercados secundarios de instrumentos financieros modifica, muy sustancialmente en algunos casos, la operativa de los mismos.

Para la **renta variable e instrumentos asimilados, los cambios son de menor calado**. MiFID II **pretende atraer negociación a centros de negociación e incrementar la transparencia**, pero la experiencia del primer año de funcionamiento demuestra que deben corregirse algunos efectos indeseados. La proliferación de centros de negociación que no siempre están sujetos a las mismas reglas, como es el caso de los internalizadores sistemáticos, puede hacer que la verdadera y efectiva transparencia se vea afectada. Este elevado número de cen-

tros de negociación supone también un considerable aumento de costes para los intermediarios financieros de pequeño y mediano tamaño. Además, el principio de mejor ejecución también ha evolucionado hacia una exigencia a las entidades de ofrecer medidas suficientes para alcanzar esa mejor ejecución, lo que supone una necesidad de mayor diligencia de las entidades.

**Para los mercados de renta fija, la reforma los asimila a los de renta variable en transparencia, ejecución y protección**, lo que supone un cambio radical de las estructuras y los mecanismos de fijación de los precios en estos mercados. Las características históricas de los mercados de bonos hacen que el proceso de adaptación sea más complejo y esté provocando efectos indeseados sobre todo para los valores menos líquidos que parecen estar experimentando una reducción de la operativa sobre los mismos.

En relación a los **mercados y productos derivados, la novedad es su incorporación al ámbito MiFID II**, aumentando la transparencia de unos mercados tradicionalmente considerados menos transparentes debido a los importantes volúmenes negociados fuera de centros de contratación organizados (OTC). Las consecuencias en este ámbito se observan fundamentalmente en la post-contratación, con dificultades a la hora de aplicar el nuevo régimen de compensación obligatoria y de cobertura con garantías, y también en la obligación de declaración de operaciones a los Repositorios de Operaciones. En la práctica, el nuevo escenario está implicando una fuerte concentración de riesgos en las Cámaras de Compensación.

MiFID II también aborda por primera vez cuestiones operativas y ámbitos no regulados anteriormente, como la negociación algorítmica, el acceso directo al mercado, las posiciones "cortas", los índices de referencia y la concesión de mayor nivel de transparencia a las operaciones repo y de préstamo.

Novedosas y relevantes son las medidas en relación a la **mejora de la protección de los inversores**:

- La consideración de los informes de análisis de valores como incentivo y la obligación de cobrarlos de forma separada de la comisión de intermediación por parte de los intermediarios.
- Prohibición de establecer incentivos o retrocesiones en la prestación del servicio de asesoramiento financiero en la venta de productos financieros. El objetivo de esta medida es mejorar la gestión y la eliminación del conflicto de interés a la hora de seleccionar los productos más adecuados para sus clientes.
- Se establece la obligación de diseñar productos de conformidad con un proceso coherente y con una correcta identificación de clientes potenciales (nivel de conocimientos financieros, perfil de riesgo, etc.). El análisis debe garantizar que una vez definido el cliente al que se dirige cada producto financiero las características del mismo respondan a las necesidades y particularidades de cada grupo de clientes definido.
- En relación a los depósitos estructurados se establece que las entidades que los comercialicen, deben cumplir con las normas relativas al buen gobierno de la entidad, disponer de medidas de organización interna y medidas para evitar los conflictos de interés.

## Incorporación a la legislación española

La transposición de la normativa MiFID a la legislación española, fundamental para evitar la erosión de la competitividad de las empresas de servicios de inversión nacionales y de España como destino de inversiones europeas y extranjeras, se inició de manera apresurada a finales de 2017 **con el Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 de diciembre**, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. Esta primera adaptación consistió en regular determinados aspectos del régimen jurídico de los centros españoles de negociación de instrumentos financieros con el fin de garantizar su plena homologación con los estándares contenidos en MiFID II. Su finalidad residió en garantizar que en los centros de negociación españoles desde el día 3 de enero de 2018 se pudieran ejecutar operaciones sobre instrumentos admitidos a negociación de conformidad con la normativa MiFID II ya que, a falta de estas medidas, los intermediarios podrían poner en serias dudas la homologación de los centros de negociación españoles a los estándares europeos.

El proceso de transposición al Derecho español se completó mediante el **Real Decreto-Ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores**. Responde a la necesidad de evitar graves perjuicios a las empresas de servicios y actividades de inversión españolas porque la incertidumbre regulatoria a la que están sometidas estas empresas por la falta de transposición en plazo les produce un importante coste y una incertidumbre que afecta a su competitividad en los mercados europeos". También se hacía necesario "dotar a la CNMV de las nuevas facultades de supervisión y de las herramientas de cooperación".

Algunas especificidades recogidas por la legislación española para adaptarse a MiFID II son las siguientes:

- Se establece la obligatoriedad para las Empresas de Servicios de Inversión de terceros estados de tener una sucursal en España cuando presten servicios de inversión a clientes minoristas en territorio nacional.
- Se refuerzan los poderes de actuación y vigilancia de la CNMV en el mercado. Se otorgan más competencias para vigilar la información privilegiada y para controlar la comercialización de productos financieros. Es importante también la diferencia entre información privilegiada y otra información relevante.
- Entre las competencias del supervisor de los mercados, la CNMV, estará la posibilidad de prohibir "la comercialización de un producto de inversión minorista empaquetado". Así podrá vetar "sine die" la venta de productos financieros como depósitos estructurados, fondos cotizados (ETF), derivados en general, y en particular opciones binarias y contratos por diferencias (CDF). También tendrá facultad de vigilancia sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros, en los contratos y para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, con el objetivo general de garantizar la exactitud e integridad de los indicadores.

A finales de año se publica en el Boletín Oficial del Estado el **Real Decreto 1464/2018**, de 21 de diciembre, **que tiene como objetivo incorporar al ordenamiento español el desarrollo reglamentario que queda pendiente para la completa transposición de MiFID II, profundizando así en sus principios**. Los principios regulatorios que inspiran este real decreto son los siguientes: a) asegurar unos elevados niveles de protección de los inversores en productos financieros, especialmente de los inversores minoristas, b) mejorar la estructura organizativa de los mercados regulados, c) mejorar la estructura organizativa y

el gobierno de las empresas y d) aumentar la seguridad y eficiencia de los mercados de valores. El real decreto se divide en tres títulos.

El título I contiene el régimen jurídico de los mercados regulados. Se recoge en él el régimen de autorización. Y se regulan los organismos rectores de los mercados regulados, concretando los requisitos aplicables al órgano de administración, las funciones y responsabilidades, el régimen de incompatibilidades y limitaciones de los consejeros, el comité de nombramientos, así como las reglas en materia de gobierno corporativo.

El título II regula los límites a las posiciones, detallando los límites de posición al volumen de una posición neta en derivados sobre materias primas, y regulando aspectos como la supervisión o la aplicación de límites más restrictivos en casos excepcionales. Dentro de este título se regula también la comunicación de posiciones en derivados sobre materias primas, derechos de emisión o derivados sobre derechos de emisión, desarrollándose el régimen de las obligaciones de información y clasificación.

El título III regula la figura de los servicios de suministros de datos. Se detallan las condiciones y efectos de la autorización de las empresas que prestan este tipo de servicio, destacando la regulación de los requisitos aplicables al órgano de administración de las empresas de servicios de suministro de datos, así como de las condiciones aplicables a los agentes de publicación autorizados, los proveedores de información consolidada y los sistemas de información autorizados



## INFORME DE MERCADO 2018

#balancebolsa

*DESCARGATE EL PDF  
COMPLETO DEL INFORME*





## INFORME DE MERCADO 2018

DESCARGATE EL PDF  
COMPLETO DEL INFORME



SÍGUENOS EN:

#balancebolsa

[www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)

