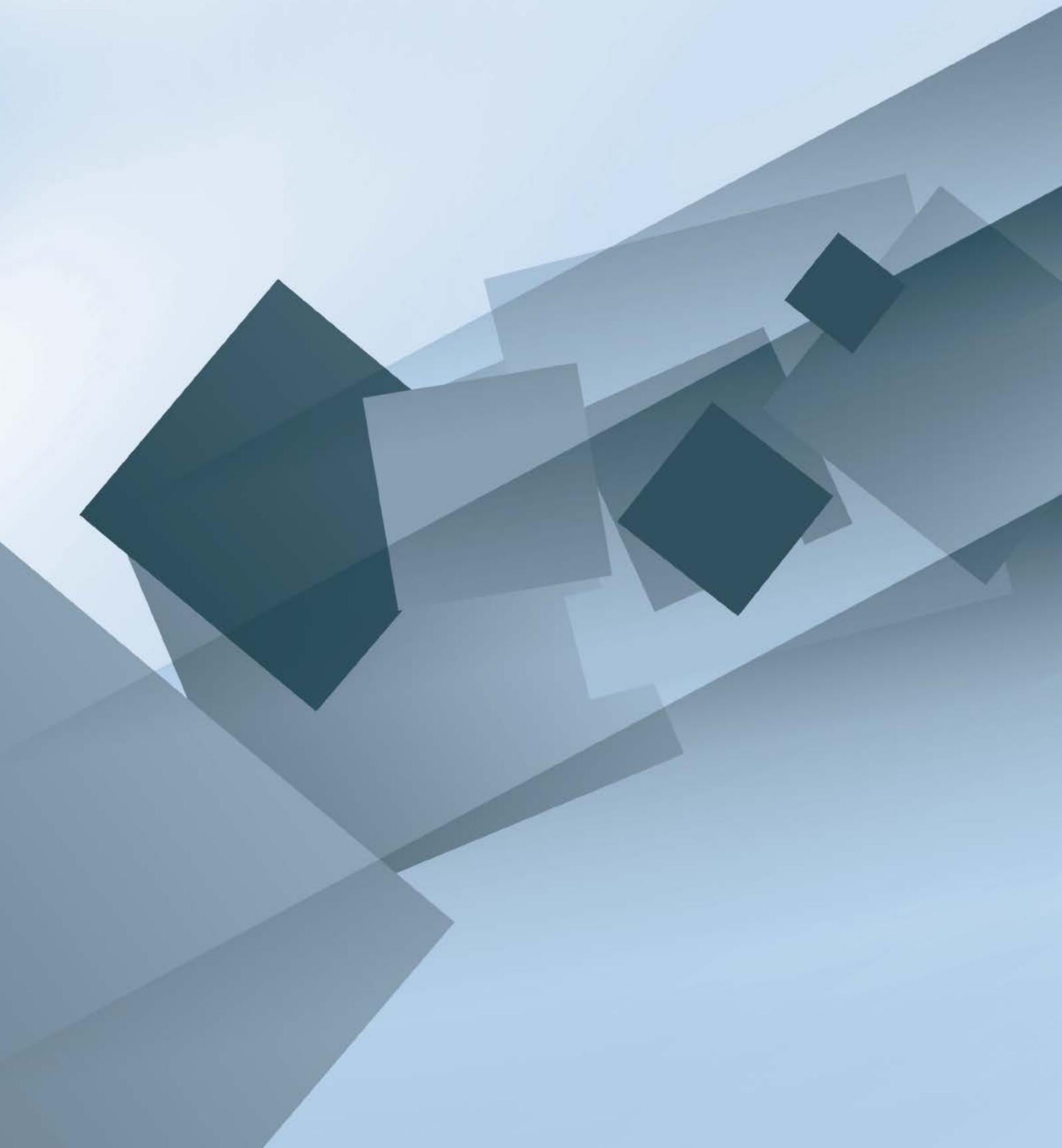




BOLETÍN DE LA CNMV
Marzo 2016



BOLETÍN DE LA CNMV

Marzo 2016

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	9
II	Informes y análisis	47
	Los consejeros independientes: avances recientes de la literatura económica y análisis del mercado español	49
	Rafel Crespi-Cladera y Bartolomé Pascual-Fuster	
	Cambio de auditor y compra de opinión: efectos del cambio de firma y del cambio de socio	75
	Beatriz García Osma, Belén Gill-de-Albornoz y Elena de las Heras	
III	Anexo legislativo	89
IV	Anexo estadístico	113

Siglas y acrónimos

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

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

I Informe de coyuntura de mercados (*)

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

Índice

1	Panorámica general	13
2	Entorno financiero exterior	15
2.1	Tipos de interés a corto plazo	15
2.2	Tipos de cambio	18
2.3	Tipos de interés a largo plazo	18
2.4	Las bolsas internacionales	24
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	31
3.1	Mercados de renta fija	31
3.2	Mercados de renta variable	36

1 Panorámica general

El año 2016 ha comenzado con un fuerte incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales debido a la incertidumbre sobre la desaceleración económica en China y en otras economías emergentes, así como al fuerte descenso del precio del petróleo y otras materias primas. Los datos de 2015 tienden a confirmar que la economía mundial está entrando en una fase de menor crecimiento. A esto hay que añadir que en las últimas semanas se han producido algunas señales de alerta en relación con entidades financieras en Italia, Portugal e, incluso, Alemania, que han generado dudas sobre la salud del sector bancario. En este marco, las políticas monetarias aplicadas en EE. UU. y en la zona euro, de signo divergente, se enfrentan a una situación compleja. En EE. UU., la Reserva Federal está inmersa en un proceso de subida de tipos de interés que comenzó a finales de 2015, pero las señales de debilidad de la actividad internacional podrían ralentizar el calendario de subidas previsto. En la zona euro, por el contrario, se conjugan incrementos del PIB no demasiado altos (1,5 % en 2015 y 0,9 % en 2014) con niveles muy reducidos de inflación (0 % en 2015 y 0,4 % en 2014), a pesar de la amplia batería de medidas de carácter expansivo puesta en marcha por la autoridad monetaria. Esta situación, junto con las dudas sobre el sistema bancario, podría llevar al BCE a adoptar nuevas medidas expansivas en marzo.

En este contexto de gran incertidumbre, las bolsas han registrado pérdidas elevadas en lo que va de ejercicio¹, que han oscilado entre el 2,3 % del índice británico FTSE 100 y el 18,4 % del índice italiano Mib 30, y fuertes aumentos de la volatilidad, en muchos casos por encima del cuarenta por ciento. En las economías emergentes, además de las caídas de las cotizaciones, se ha observado un repunte notable de las primas de riesgo de crédito. En los mercados de deuda, los tipos de interés han seguido en niveles históricamente reducidos, especialmente en las economías de la zona euro, donde una proporción elevada de las referencias de deuda pública (y algunas del mercado interbancario) está en terreno negativo desde hace meses.

En España, a las incertidumbres de carácter global se añade la incertidumbre política derivada de la falta de acuerdo para formar un Gobierno, que, por el momento, no parece sin embargo haber tenido un efecto sustancial en la evolución de los mercados financieros nacionales. Así, por ejemplo, el Ibex 35 ha caído un 12,5 % en el año, una cifra intermedia respecto a los descensos de otras bolsas europeas (entre el 7 % y el 18,4 %), y la prima de riesgo se situaba a finales de febrero en 144 puntos básicos (p. b.), apenas 29 p. b. por encima del valor de finales de 2015. A pesar de que en las últimas semanas las incertidumbres a escala global han penalizado de forma general a las compañías españolas, cabe señalar que durante la parte final de 2015 y las primeras semanas de 2016 sí se observó un comportamiento diferenciado en las entidades españolas con fuerte exposición a las economías latinoamericanas que

1 Datos hasta el 26 de febrero.

están en peor situación económica, particularmente a Brasil. De hecho, el descenso del Ibex 35 en 2015 (7,2 %) contrastó con el avance de otros índices de empresas medianas (13,7 %) y pequeñas (6,4 %), que se vieron mucho menos afectados.

Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	II 15	III 15	IV 15	I 16 ¹
Tipos de interés a corto plazo (%)²				
Tipo de interés oficial	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	-0,01	-0,04	-0,13	-0,18
Euríbor 12 meses	0,16	0,15	0,06	-0,01
Tipos de cambio³				
Dólar / euro	1,12	1,12	1,09	1,10
Yen / euro	137,0	134,7	131,1	124,4
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo⁴				
Alemania				
3 años	-0,12	-0,17	-0,28	-0,46
5 años	0,15	0,05	-0,07	-0,31
10 años	0,83	0,68	0,60	0,24
EE. UU.				
3 años	1,06	1,01	1,28	0,89
5 años	1,68	1,48	1,69	1,22
10 años	2,36	2,17	2,24	1,78
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p. b.)⁴				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	468	535	542	624
BBB	133	161	169	212
AAA	119	132	124	125
EE. UU.				
<i>High yield</i>	432	548	654	792
BBB	153	193	211	271
AAA	66	77	68	83
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁵				
Eurostoxx 50	-7,4	-9,5	5,4	-10,4
Dow Jones	-0,9	-7,6	7,0	-4,5
Nikkei	5,4	-14,1	9,5	-14,9
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	7,6	-15,8	19,0	10,7
Bovespa (Brasil)	3,8	-15,1	-3,8	-4,5
Shangai Comp. (China)	14,1	-28,6	15,9	-21,8
BSE (India)	-1,7	-4,6	0,2	-12,2
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-6,5	-11,2	-0,2	-12,5
PER del Ibex 35 ⁶	16,0	13,4	14,1	12,7
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁷	23,0	24,5	22,2	30,3
Contratación en el SIBE ⁸	4.085	3.291	3.279	3.221

Fuente: CNMV, Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

1 Con datos hasta el 26 de febrero.

2 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.

3 Datos a final de periodo.

4 Promedio mensual de datos diarios.

5 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.

6 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).

7 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.

8 Promedio diario, en millones de euros.

2 Entorno financiero exterior

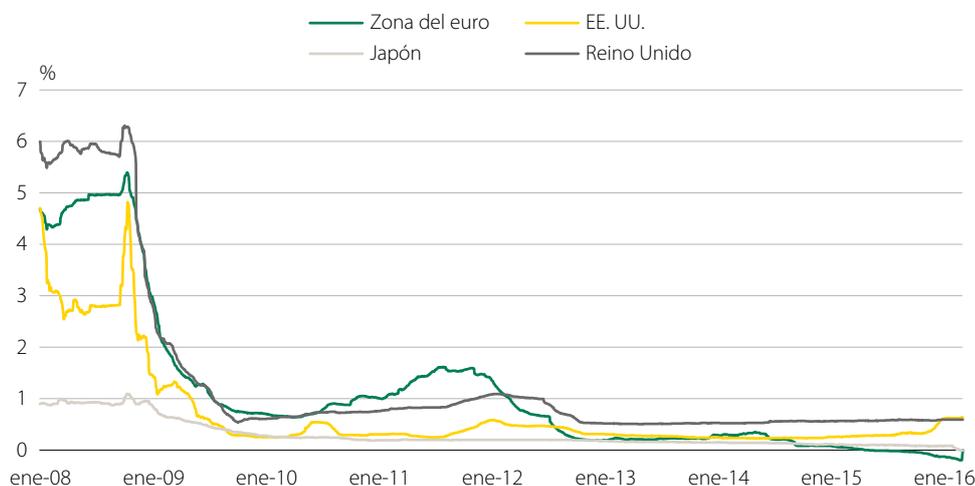
2.1 Tipos de interés a corto plazo

La evolución de los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas comenzó a divergir a finales de 2015 como consecuencia de las diferencias en las decisiones de la política monetaria de estas economías y en la evolución de la actividad económica y de los precios. Así, en EE. UU., donde la actividad económica y el empleo mostraban una tendencia favorable, la Reserva Federal decidió aumentar los tipos de interés oficiales en veinticinco puntos básicos a mediados de diciembre hasta el rango 0,25 % - 0,50 % (no se producía ningún alza desde mediados de 2006). Esta decisión repercutió en la evolución de los tipos de interés a corto plazo de la economía estadounidense, que se incrementaron más de veinte puntos básicos durante el último trimestre de 2015. A pesar de este giro, los niveles de los tipos continuaban siendo históricamente reducidos a finales de febrero (véase gráfico 1).

Por el contrario, en la zona euro y en Japón, con una actividad económica más débil y una inflación muy reducida, los tipos de interés a corto han seguido a la baja. La caída ha sido más intensa en la zona euro, donde una parte significativa de las referencias de deuda presenta rentabilidades negativas desde hace meses. En los mercados de deuda pública se observan tipos de interés negativos, lo mismo que en otros mercados como el interbancario, en el que las referencias a doce meses caían también en terreno negativo a principios de febrero.

Tipos de interés a tres meses

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

Como se observa en el cuadro 2, a finales de febrero los niveles de los tipos de interés a corto plazo en EE. UU. y en el Reino Unido eran más elevados que los de la zona euro y Japón. En las dos primeras economías, estos tipos oscilaban entre los 59 p. b. y los 62 p. b. en el plazo de tres meses y el 1 % - 1,14 % en el plazo de doce meses, mientras que en Japón los tipos estaban muy cerca de cero en todos los plazos, y en la zona del euro se situaban entre el -0,18 % de la referencia a tres meses y el -0,01 % de la referencia a doce meses.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 2

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	sep-15	dic-15 ¹	feb-16 ¹
Zona del euro								
Oficial ²	0,75	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
3 meses	0,19	0,28	0,08	-0,13	-0,01	-0,04	-0,13	-0,18
6 meses	0,32	0,37	0,18	-0,04	0,05	0,04	-0,04	-0,11
12 meses	0,55	0,54	0,33	0,06	0,16	0,15	0,06	-0,01
EE. UU.								
Oficial ³	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,50	0,50
3 meses	0,31	0,24	0,25	0,54	0,28	0,33	0,54	0,62
6 meses	0,51	0,35	0,34	0,77	0,44	0,54	0,77	0,87
12 meses	0,85	0,58	0,60	1,09	0,77	0,85	1,09	1,14
Reino Unido								
Oficial	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
3 meses	0,52	0,52	0,56	0,58	0,57	0,59	0,58	0,59
6 meses	0,67	0,61	0,68	0,74	0,72	0,75	0,74	0,74
12 meses	1,02	0,89	0,98	1,05	1,02	1,05	1,05	1,00
Japón								
Oficial ⁴	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	-0,10
3 meses	0,18	0,15	0,11	0,08	0,10	0,08	0,08	0,01
6 meses	0,29	0,21	0,15	0,12	0,14	0,13	0,12	0,02
12 meses	0,50	0,37	0,27	0,22	0,25	0,24	0,22	0,10

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 26 de febrero.

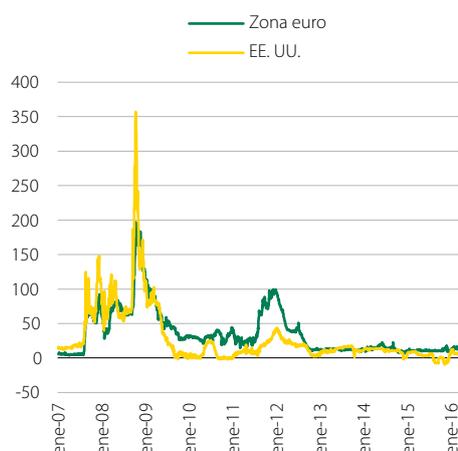
2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

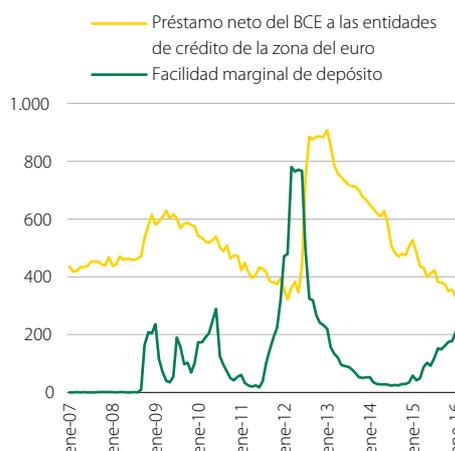
4 Tipo de la política monetaria.

Los diferenciales de tipos de interés LIBOR-OIS, utilizados habitualmente para identificar tensiones en los mercados interbancarios, no han registrado variaciones significativas en los dos primeros meses del año a pesar de las turbulencias presentes en los mercados financieros y de las dudas sobre la viabilidad de algunas entidades bancarias en Europa. Sin embargo, esta incertidumbre sí tuvo un cierto reflejo en el incremento del volumen de los depósitos que las entidades bancarias de la zona euro mantienen en el BCE, que se situaba a finales de enero cerca de los 210 mil millones de euros (véase gráfico 2). El incremento se produjo a pesar de que estos depósitos devengaban un tipo de interés del -0,30 %, es decir, a pesar de que las entidades bancarias europeas debían abonar un tipo de interés del 0,30 % al banco central por mantenerlos.

Diferencial LIBOR-OIS (3 meses), p. b.



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



Fuente: Thomson Datastream y Banco de España.

En cuanto a las expectativas de tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) a tres meses pronostican algunas divergencias en la evolución de los tipos a corto plazo durante los próximos meses en la zona euro y en EE. UU. Así, en la zona euro se espera que los tipos continúen bajando durante el año (posiblemente 10-15 p. b. más), mientras que en EE. UU. subirán al compás de las decisiones de la Reserva Federal. En el caso europeo, la política monetaria del BCE seguirá basándose en la amplitud y el alcance del programa de compras de deuda (en marzo se esperan algunas novedades), mientras que en EE. UU. el empeoramiento de la información económica y financiera internacional parece haber modificado el calendario de las subidas de tipos, que no serán tan frecuentes ni intensas como se pensaba a finales del año. De hecho, los FRA reflejan expectativas de retraso hasta la segunda mitad de año (véase cuadro 3).

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

CUADRO 3

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16
Zona del euro								
Contado	0,19	0,29	0,08	-0,13	-0,01	-0,04	-0,13	-0,20
FRA 3x6	0,17	0,28	0,07	-0,17	0,02	-0,05	-0,17	-0,30
FRA 6x9	0,17	0,29	0,06	-0,18	0,02	-0,06	-0,18	-0,33
FRA 9x12	0,20	0,33	0,08	-0,18	0,03	-0,07	-0,18	-0,35
FRA 12x15	0,23	0,38	0,12	-0,18	0,03	-0,07	-0,18	-0,35
EE. UU.								
Contado	0,31	0,25	0,26	0,61	0,28	0,33	0,61	0,64
FRA 3x6	0,30	0,28	0,31	0,77	0,38	0,44	0,77	0,73
FRA 6x9	0,33	0,32	0,48	0,94	0,60	0,55	0,94	0,78
FRA 9x12	0,35	0,38	0,70	1,09	0,77	0,66	1,09	0,82
FRA 12x15	0,38	0,45	0,97	1,26	0,98	0,80	1,26	0,85

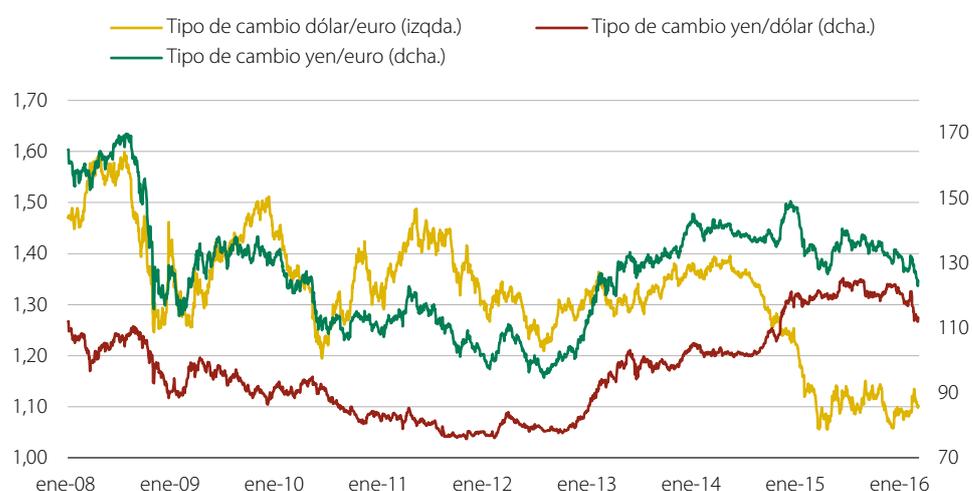
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

2.2 Tipos de cambio

El tipo de cambio del euro respecto al dólar ha oscilado en torno a valores cercanos a 1,10 dólares por euro desde enero del año pasado, si bien más recientemente la divisa europea ha tendido a apreciarse desafiando los efectos del aumento de los tipos de interés en EE. UU. A mediados de febrero, este tipo de cambio se situaba en 1,13 dólares por euro, ligeramente por encima de los niveles de finales de 2015 (1,09) y de los valores mínimos de noviembre de 2015 (1,06). A finales de febrero el tipo de cambio del euro se situaba nuevamente en 1,10 dólares. Por el contrario, el euro se ha depreciado respecto al yen durante los últimos meses. Como se observa en el gráfico 3, el tipo de cambio del euro frente al yen ha pasado de 140 yenes por euro a mediados de junio de 2015 a 124 yenes por euro a finales de febrero de 2016.

Tipo de cambio dólar/euro y yen/euro

GRÁFICO 3



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

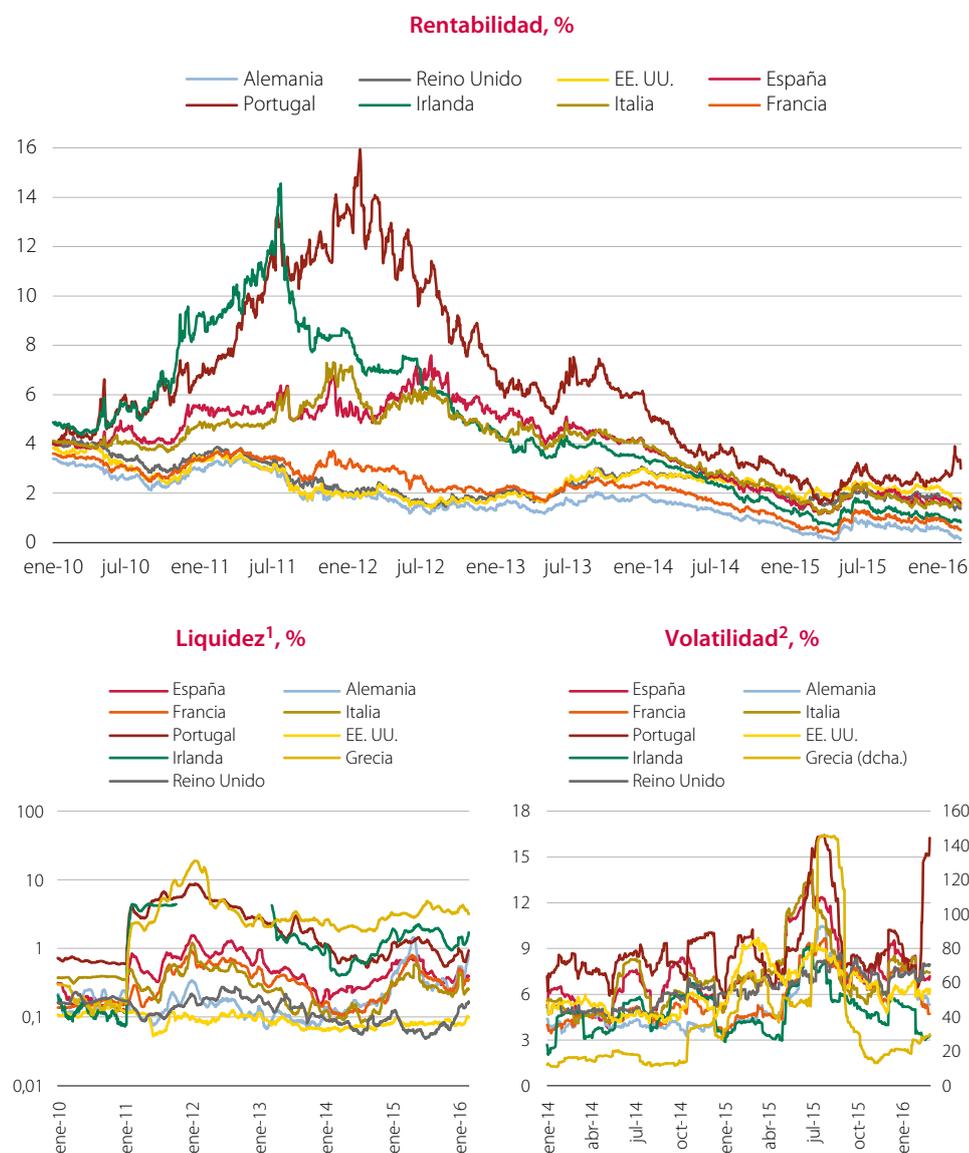
Los tipos de interés a largo plazo finalizaron 2015 en niveles, en general, muy reducidos debido al contexto de escaso crecimiento y baja inflación en la mayoría de las economías avanzadas. Los niveles más elevados se observaban en EE. UU. y en el Reino Unido, donde las rentabilidades de la deuda pública a diez años se situaban en el 1,8 % y el 1,5 % respectivamente en diciembre de 2015 (prácticamente los mismos niveles que en 2014), mientras que en la zona euro y en Japón estos niveles eran mucho más reducidos.

En el caso de la zona euro, donde las rentabilidades a largo plazo solo aumentaron temporalmente en el segundo trimestre de 2015, a causa de un nuevo episodio de incertidumbre relacionado con Grecia, la tendencia general de los tipos a largo fue descendente. Esta evolución tuvo su origen no solo en las condiciones cíclicas de la economía europea sino también en el programa de compras del BCE, que favorece el mantenimiento de las rentabilidades en niveles muy bajos. De hecho, tal y como ocurre con las referencias de corto plazo, también se observa un número creciente

de instrumentos de deuda a largo plazo con rentabilidades negativas. Por ejemplo, en el caso de la deuda pública alemana, la rentabilidad de los bonos a tres y cinco años es negativa desde el verano de 2014 e inicios de 2015 respectivamente, mientras que la rentabilidad de la deuda a diez años apenas alcanzaba el 0,60 % a finales del año pasado (0,24 % en febrero de 2016).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a diez años

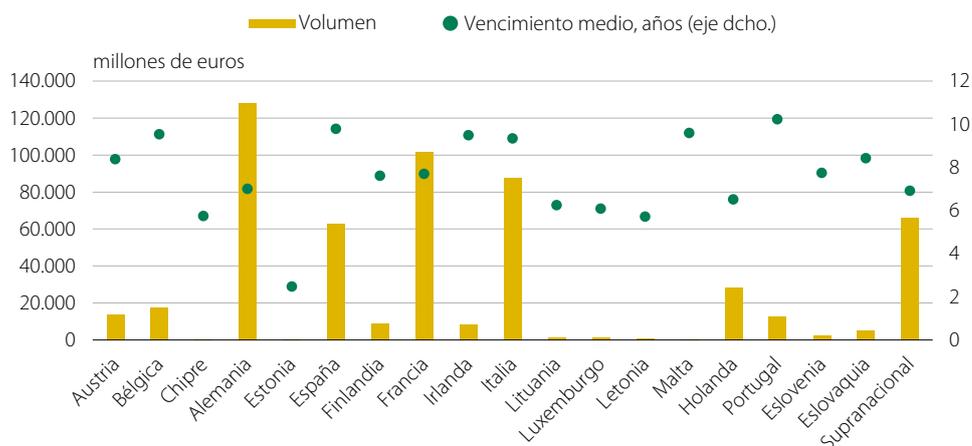
GRÁFICO 4



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 26 de febrero.

- 1 Promedio de un mes del *bid-ask spread* diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a diez años. Eje y en escala logarítmica.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de cuarenta días.

Desglose por país y vencimiento



Fuente: BCE. Saldo hasta el 31 de enero.

En los dos primeros meses de 2016 se observó una tendencia a la baja de las rentabilidades de la deuda a largo plazo generalizada en las diferentes economías avanzadas. La incertidumbre presente en los mercados como consecuencia de las dudas en torno a China y otros factores de carácter global aumentó de forma significativa el carácter de activo refugio de estos bonos de deuda pública, cuyas rentabilidades volvieron a marcar mínimos históricos en muchos casos. En el plazo de diez años, los descensos de los tipos de interés oscilaron entre los 27 p. b. en Japón y los 46 p. b. en EE. UU. A finales de febrero, las rentabilidades se situaban en el 1,78 % en EE. UU., el 1,45 % en el Reino Unido, el 0,24 % en Alemania y el 0,03 % en Japón. En esta última economía, la rentabilidad del bono a diez años fue negativa durante varios días del mes de febrero, un hecho novedoso en la historia de esta serie.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 4

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16
Alemania								
3 años	0,04	0,35	-0,04	-0,28	-0,12	-0,17	-0,28	-0,46
5 años	0,35	0,84	0,08	-0,07	0,15	0,05	-0,07	-0,31
10 años	1,36	1,85	0,64	0,60	0,83	0,68	0,60	0,24
EE. UU.								
3 años	0,35	0,68	1,06	1,28	1,06	1,01	1,28	0,89
5 años	0,70	1,58	1,64	1,69	1,68	1,48	1,69	1,22
10 años	1,71	2,90	2,20	2,24	2,36	2,17	2,24	1,78
Reino Unido								
3 años	0,38	0,85	0,79	0,82	1,01	0,83	0,82	0,46
5 años	0,86	1,72	1,27	1,25	1,51	1,28	1,25	0,79
10 años	1,85	2,93	1,87	1,88	2,06	1,85	1,88	1,45
Japón								
3 años	0,11	0,13	0,00	0,00	0,02	0,02	0,00	-0,20
5 años	0,18	0,21	0,06	0,04	0,11	0,07	0,04	-0,16
10 años	0,74	0,68	0,38	0,30	0,47	0,36	0,30	0,03

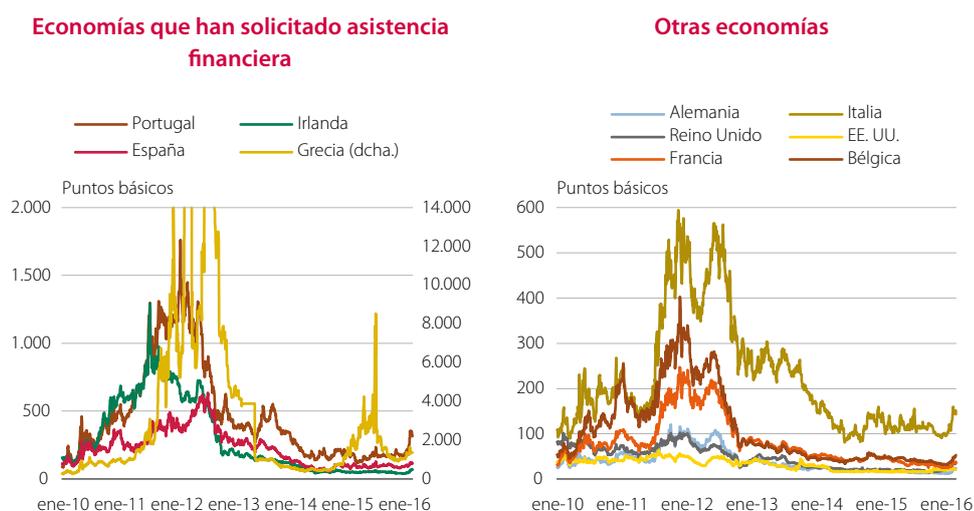
Fuente: Thomson Datastream.

¹ Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 26 de febrero.

Tras una cierta estabilidad de las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos de CDS a cinco años) durante la segunda mitad de 2015, estas han tendido a repuntar durante los dos primeros meses de 2016 en algunos países europeos vulnerables; en particular, en aquellos cuyos sistemas financieros tienen una salud dudosa como, por ejemplo, Portugal e Italia. En Portugal, la prima de riesgo soberano de los CDS se ha incrementado 145 p. b. en lo que va de año, y en Italia cerca de 50 p. b. En España, donde, además de las incertidumbres globales, la inestabilidad política también estaba presente, esta prima de riesgo apenas ha aumentado 23 p. b. en los dos primeros meses del año (véase gráfico 6).

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

GRÁFICO 6



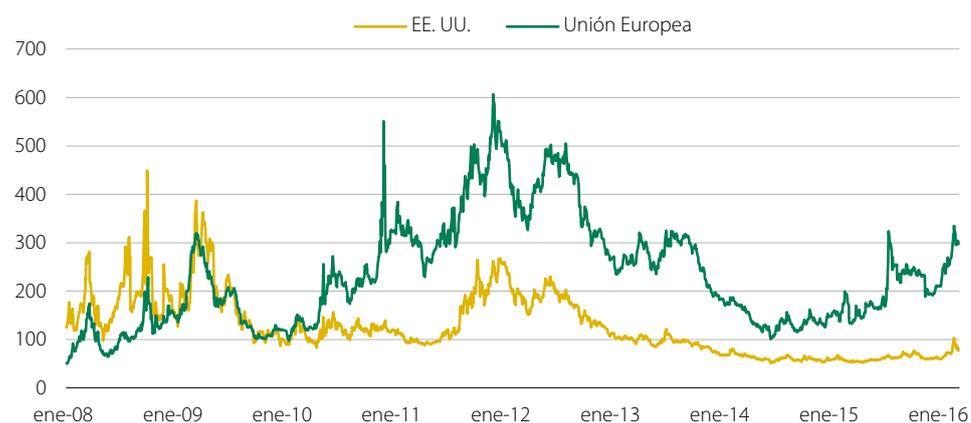
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

En el sector bancario europeo, las dudas crecientes sobre la evolución del negocio de estas entidades se han traducido en incrementos significativos de la prima de riesgo de crédito de este sector, que se situaba cerca de los trescientos puntos básicos a finales de febrero, más de setenta puntos básicos por encima del valor de finales de 2015 (véase gráfico 7). Esta situación, que contrasta con la de las entidades estadounidenses, tiene origen en varios elementos de incertidumbre: el impacto de la desaceleración de China y de otras emergentes, el desplome de los precios de varias materias primas y un contexto económico caracterizado por un nivel muy reducido de los tipos de interés, que complica significativamente la generación de beneficios de los bancos.

Las primas de riesgo de la deuda privada vienen registrando incrementos notables en los bonos de menor calidad crediticia desde hace varios meses, con especial fuerza en EE. UU. En la economía norteamericana, la media mensual de la prima de riesgo de los bonos corporativos *high yield* se situaba en 792 p. b. en febrero, 137 p. b. más que a finales de 2014 y 360 p. b. más que a mediados de 2015 (véase cuadro 5). Los valores de esta prima de riesgo, que han superado puntualmente los últimos máximos registrados en octubre de 2011, se aproximan a los valores registrados en el verano de 2009. En la zona euro, este incremento fue mucho menor (82 p. b. respecto a diciembre de 2015 y 156 p. b. respecto a junio de 2015), y la prima de riesgo de los bonos *high yield* se mantuvo en valores muy lejanos a los máximos de finales de 2011 (624 p. b. versus 1.011 p. b.).

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

GRÁFICO 7



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 26 de febrero.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

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

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16
Zona del euro²								
<i>High yield</i>	510	366	519	542	468	535	542	624
BBB	198	130	129	169	133	161	169	212
AAA	50	21	14	124	119	132	124	125
EE. UU.								
<i>High yield</i>	507	346	478	654	432	548	654	792
BBB	165	104	161	211	153	193	211	271
AAA	29	66	59	68	66	77	68	83

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 26 de febrero.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

Las emisiones netas de deuda efectuadas en los mercados internacionales se situaron en 2,52 billones de dólares en 2015, un 23,5 % menos que en 2014. Este volumen de emisión fue el menor (en términos netos) desde el año 2000, pero no hubo un comportamiento homogéneo entre áreas económicas ni entre sectores. Por regiones, las emisiones netas de deuda crecieron de modo destacable en EE. UU., un 26,5 %, hasta quedar cerca de 1,5 billones de dólares, debido al aumento del endeudamiento tanto del sector privado (37,8 %) como del sector público (16,9 %). En el resto de las regiones consideradas (Europa, Japón y el resto del mundo), las emisiones de deuda, en general, tendieron a reducirse con respecto a 2014.

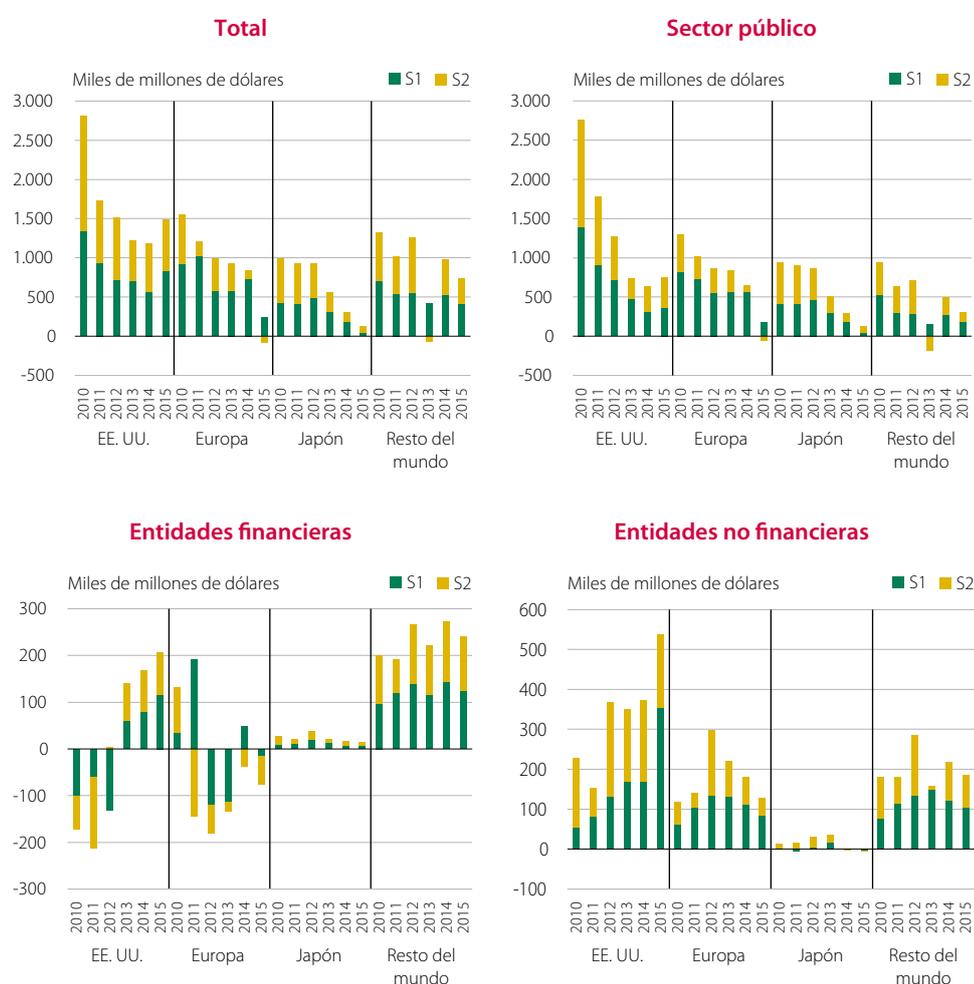
En EE. UU. se observó un gran dinamismo en las emisiones de deuda durante el primer semestre del año pasado, sobre todo en el caso de las sociedades no financieras (véase el panel inferior derecho del gráfico 8). Ante las perspectivas de incrementos en los tipos de interés en aquella economía durante los últimos meses del año, numerosas entidades adelantaron sus emisiones con el fin de minimizar el coste

asociado a las mismas. En Europa, por el contrario, las emisiones de deuda descendieron en todos los emisores considerados, pues se mantiene en general un proceso de desapalancamiento que incluye los sectores público y privado; de hecho, las emisiones netas de deuda soberana fueron negativas en el segundo semestre del año, y las de las entidades financieras lo fueron en ambos semestres (el volumen de vencimientos superó el volumen de emisiones brutas).

Durante los dos primeros meses de 2016, en un contexto de mayor volatilidad en los mercados, los volúmenes de emisiones de deuda se han situado por debajo de las cifras de los mismos meses de 2015. Este descenso, que se debe casi exclusivamente al retroceso (25,7 %) de las emisiones en términos brutos (los vencimientos son similares), ha sido generalizado en todos los sectores y se explica no solo por la incertidumbre en los mercados, que suele retrasar este tipo de operaciones, sino también por la comparación con las elevadas cifras de 2015, sobre todo en EE. UU.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 8



Fuente: Dealogic. Datos semestrales.

2.4 Las bolsas internacionales

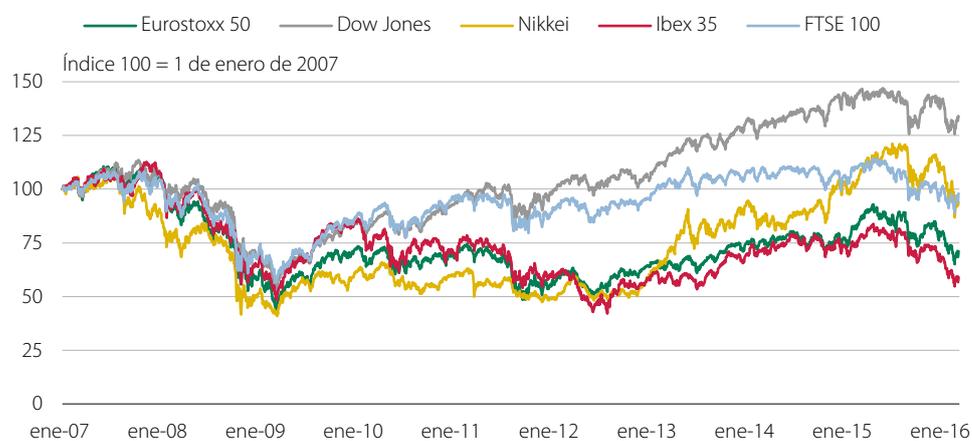
Después del comportamiento alcista de las bolsas internacionales durante los últimos meses del año 2015, los primeros compases de 2016 han venido marcados por una fuerte volatilidad en los mercados de acciones, debido a las dudas provenientes de China y otras economías emergentes, la caída del precio del crudo y la posibilidad de una nueva recesión a escala global.

Como se observa en el cuadro 6, el balance del año 2015 fue, en general, positivo para los principales índices de renta variable. En Europa, los índices se revalorizaron entre un 3,8 % y un 12,7 % (solo cedió el Ibex 35), y en Japón se incrementaron más de un 9 %. En EE. UU. los índices mostraron un comportamiento algo más heterogéneo, pues el Dow Jones caía un 2,2 % mientras que el Nasdaq se incrementaba un 5,7 %. En el Reino Unido el FTSE 100 cedió un 4,9 % en el año.

Las caídas en las cotizaciones de los dos primeros meses del año han sido mucho más homogéneas entre regiones al verse todas afectadas por incertidumbres de carácter mundial. Los retrocesos han oscilado entre el 2,3 % del índice FTSE 100 y el 18,4 % del Mib 30, todo ello en un marco de fuerte incremento de la volatilidad. Como se observa en el gráfico 10, los niveles de volatilidad, que habían permanecido cerca o por debajo del veinte por ciento durante el segundo semestre del año 2015 en la mayoría de los índices, han registrado repuntes significativos durante los dos primeros meses de 2016. En el caso del índice japonés Nikkei, la volatilidad ha llegado a superar niveles del cincuenta por ciento a mediados de febrero.

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹ (%)

CUADRO 6

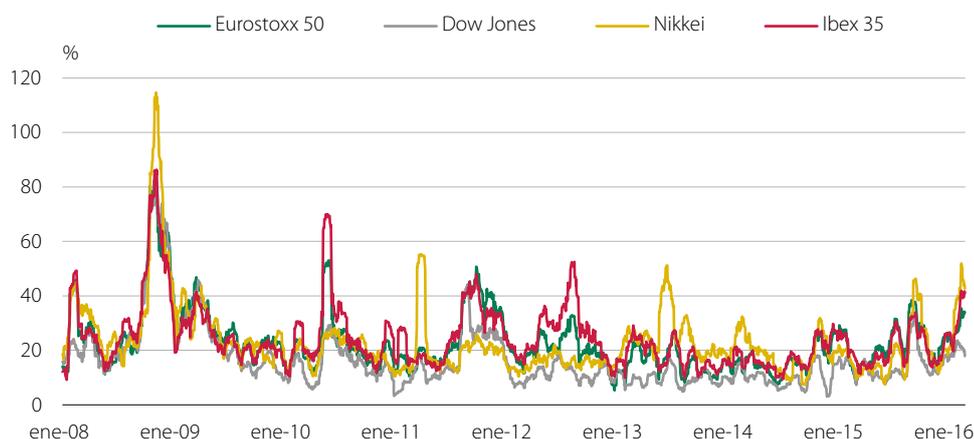
	2011	2012	2013	2014	2015	II 15	III 15	IV 15	I 16 ¹
Mundo									
MSCI World	-7,6	13,2	24,1	2,9	-2,7	-0,3	-8,9	5,1	-6,5
Zona del euro									
Eurostoxx 50	-17,1	13,8	17,9	1,2	3,8	-7,4	-9,5	5,4	-10,4
Euronext 100	-14,2	14,8	19,0	3,6	8,0	-4,5	-8,7	5,6	-7,0
Dax 30	-14,7	29,1	25,5	2,7	9,6	-8,5	-11,7	11,2	-11,4
Cac 40	-17,0	15,2	18,0	-0,5	8,5	-4,8	-7,0	4,1	-7,0
Mib 30	-25,2	7,8	16,6	0,2	12,7	-3,0	-5,2	0,6	-18,4
Ibex 35	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-6,5	-11,2	-0,2	-12,5
Reino Unido									
FTSE 100	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-4,9	-3,7	-7,0	3,0	-2,3
Estados Unidos									
Dow Jones	5,5	7,3	26,5	7,5	-2,2	-0,9	-7,6	7,0	-4,5
S&P 500	0,0	13,4	29,6	11,4	-0,7	-0,2	-6,9	6,5	-4,7
Nasdaq-Cpte	-1,8	15,9	38,3	13,4	5,7	1,8	-7,4	8,4	-8,3
Japón									
Nikkei 225	-17,3	22,9	56,7	7,1	9,1	5,4	-14,1	9,5	-14,9
Topix	-18,9	18,0	51,5	8,1	9,9	5,7	-13,4	9,6	-15,3

Fuente: Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 26 de febrero.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

Las rentabilidades por dividendo de los principales índices de renta variable, que habían retrocedido ligeramente en el último trimestre del año, han vuelto a repuntar en los dos primeros meses de 2016. Destaca el incremento de la rentabilidad por dividendo del índice británico FTSE 100 (2,4 puntos porcentuales) y, en menor medida, del índice italiano Mib 30 y del Eurostoxx 50, en ambos casos un punto porcentual más respecto a los valores de diciembre. Más moderados fueron los incrementos en

los índices japoneses y estadounidenses, cuya rentabilidad por dividendo continuó por debajo del tres por ciento (véase cuadro 7). La rentabilidad por dividendo del Ibex 35 (4,7 %) se quedó en un rango intermedio en relación con las cifras de otros índices de renta variable europeos.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles (%)

CUADRO 7

	2011	2012	2013	2014	2015	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16 ¹
S&P 500	2,6	2,6	2,3	2,3	2,6	2,5	2,7	2,6	2,7
Topix	2,6	2,3	1,7	1,7	1,9	1,8	2,1	1,9	2,2
Eurostoxx 50	6,3	5,0	4,2	4,2	4,0	4,0	4,5	4,0	5,0
Euronext 100	5,6	4,8	4,2	4,3	4,2	4,2	4,7	4,2	4,9
FTSE 100	4,1	4,1	4,0	4,1	4,8	4,0	4,8	4,8	7,2
Dax 30	4,2	3,4	2,8	2,8	2,7	2,5	3,1	2,7	3,3
Cac 40	7,0	5,7	4,9	5,0	4,7	4,7	5,2	4,7	5,6
Mib 30	5,4	4,1	3,3	3,2	2,9	2,8	3,0	2,9	3,9
Ibex 35	6,9	5,4	4,4	4,4	3,9	4,1	4,5	3,9	4,7

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 26 de febrero.

El descenso generalizado de las cotizaciones de las acciones en enero y febrero ha dado lugar a retrocesos significativos en las ratios de precio sobre beneficio (PER) de los principales índices de renta variable. Así, estas ratios oscilaban a finales de febrero entre 11 del Dax 30 y 15,7 del S&P 500 (véase cuadro 8). El índice italiano registró el mayor descenso (desde 15,2 hasta 12,7), aunque la mayoría de los índices mostraban caídas cercanas o superiores a uno. En general, estas ratios se encuentran ligeramente por debajo de los promedios históricos calculados desde el año 2000 (véase gráfico 11).

PER¹ de los principales índices bursátiles

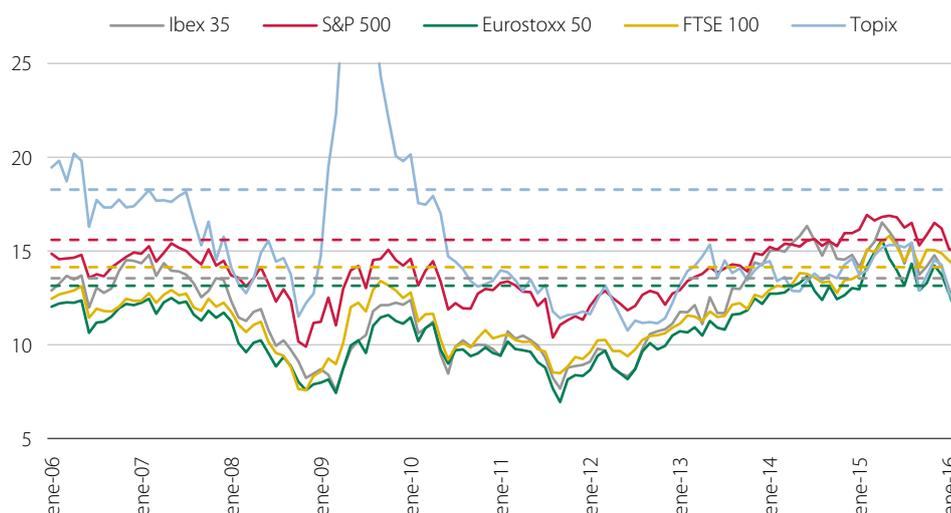
CUADRO 8

	2011	2012	2013	2014	2015	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16 ²
S&P 500	11,7	12,7	15,3	16,6	16,5	16,9	15,4	16,5	15,7
Topix	11,6	13,0	14,3	14,3	14,1	15,7	13,3	14,1	12,0
Eurostoxx 50	8,5	10,6	12,7	13,2	13,8	14,6	12,5	13,8	12,0
Euronext 100	9,4	11,2	13,3	14,2	15,3	16,3	14,0	15,3	14,1
FTSE 100	9,3	11,0	12,9	13,8	15,5	15,6	14,0	15,5	14,6
Dax 30	9,0	11,1	12,9	12,7	13,0	13,7	11,3	13,0	11,0
Cac 40	8,7	10,7	12,7	13,3	14,3	15,3	13,2	14,3	12,8
Mib 30	8,4	10,4	13,0	13,1	15,2	16,3	14,3	15,2	12,7
Ibex 35	9,2	11,7	14,9	14,9	14,1	16,0	13,4	14,1	12,7

Fuente: Thomson Datastream.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses.

2 Datos hasta el 26 de febrero.



Fuente: Thomson Datastream. Datos para última sesión de cada mes. Datos hasta el 26 de febrero.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a doce meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

El empeoramiento de las perspectivas económicas y, en general, las dudas relacionadas con la evolución de China, Brasil y otras economías emergentes² afectadas por el descenso del precio del petróleo y de otras materias primas se han traducido en caídas de los precios de las acciones de aquellos países y en un incremento de las primas de riesgo. Así, el índice MSCI de renta variable emergente ha caído un 5,1 % en lo que va de año³ y un 22,1 % respecto a los máximos de la primavera de 2015, y la prima de riesgo de la deuda emergente (evaluada mediante los índices EMBI) se ha incrementado 40 p. b. en los dos primeros meses del año⁴ y cerca de 130 p. b. desde la primavera pasada. Esta prima de riesgo se situaba en 486 p. b. a finales de febrero y en 538 p. b. a mediados de mes, unos valores que no se registraban desde el año 2009 (véase el panel derecho del gráfico 12).

El comportamiento general de las bolsas de las economías emergentes, que en 2015 había sido más heterogéneo entre regiones y dentro de cada una de ellas, con predominio de los avances, ha sido algo más homogéneo en los primeros

2 Según las previsiones del FMI publicadas en enero de 2016, el crecimiento de la economía china, que se situó en el 6,9 % en 2015, seguirá ralentizándose en 2016 y 2017, hasta el 6,3 % y 6 % respectivamente. Brasil fue objeto de la mayor revisión a la baja en las expectativas de crecimiento para 2016 y 2017. Según el FMI, el PIB de la economía brasileña, que cayó un 3,8 % en 2015, retrocederá de nuevo en 2016 (-3,5 %) y no registrará cambios en 2017. El deterioro de la economía brasileña también ha tenido reflejo en la rebaja del *rating* que S&P decidió en febrero sobre la deuda a largo plazo de esta economía. El *rating* pasó de BB+ a BB, consolidándose el nivel de grado especulativo (o bono basura). Otra de las economías emergentes que está pasando por un momento complicado es Rusia, cuyo PIB cayó un 3,7 % en 2015 y volverá a caer un 1 % en 2016, según los pronósticos del FMI. La institución indicó, además, que los riesgos a la baja sobre este escenario de crecimiento son elevados, con lo que la gestión en estas economías emergentes se convierte en la clave del resultado final.

3 Llegó a caer un 10,6 % a finales de enero.

4 Llegó a aumentar 93 p. b. a mediados de febrero.

meses de 2016, con caídas en la mayoría de los índices de referencia en Asia y en Europa del Este. En Latinoamérica solo ha retrocedido el índice brasileño. Destacan las caídas de las cotizaciones de los índices relacionados con la economía china (-21,8 % el Shanghai Composite y -11,6 % el Hang Seng de Hong Kong) y de otros índices asiáticos como el indio (-12,2 %) o el de Singapur (-8,1 %). En Latinoamérica, el índice brasileño Bovespa ha caído un 4,1 % como consecuencia de la debilidad de su actividad económica y de otros elementos de incertidumbre. En Europa del Este, el principal índice ruso ha comenzado el año con descensos, afectado por la caída del precio del petróleo, pero se ha recuperado en la segunda mitad de febrero hasta quedar en niveles similares a los del cierre de 2015.

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 12



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 26 de febrero.

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

Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas, los volúmenes de negociación de las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) crecieron significativamente en 2015, siguiendo la tendencia de 2014. En EE. UU., el volumen total de contratación en las bolsas superó los cuarenta billones de euros, un 27,9 % más que en 2014⁵, y en Japón este volumen fue de 5,02 billones de euros, un 21,5 % más⁶. Las bolsas y plataformas de negociación europeas también registraron avances, en muchos casos cercanos al treinta por ciento, destacando el incremento de la negociación en la plataforma BATS Chi-X Europe (44 %). El volumen de contratación de esta última plataforma, que desde mayo de 2013 tiene el reconocimiento de bolsa de inversión (*Recognised Investment Exchange*) por parte de la autoridad reguladora del Reino Unido, se situó en 2,86 billones de euros, muy por encima de los registros de otras bolsas europeas, incluso las del grupo London Stock Exchange (véase cuadro 10).

5 El incremento en moneda local (dólares) fue del 7,2 %.

6 El incremento en moneda local (yenes) fue del 15,6 %.

Los datos de comienzos de 2016 son algo más heterogéneos, con incrementos de los volúmenes de negociación en EE. UU. y descensos en Europa. En las bolsas asiáticas no se ha observado una tendencia uniforme.

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

Índice		2012	2013	2014	2015	II 15	III 15	IV 15	I 16 ¹
Latinoamérica									
Argentina	Merval	15,9	88,9	59,1	36,1	7,6	-15,8	19,0	10,7
Brasil	Bovespa	7,4	-15,5	-2,9	-13,3	3,8	-15,1	-3,8	-4,1
Chile	IGPA	4,7	-13,5	3,5	-3,8	-0,6	-4,9	0,5	0,5
México	IPC	17,9	-2,2	1,0	-0,4	3,0	-5,4	0,8	1,2
Perú	IGRA	5,9	-23,6	-6,1	-33,4	5,2	-23,5	-1,8	8,8
Venezuela	IBC	302,8	480,5	41,0	278,1	148,9	-7,7	22,9	15,3
Asia									
China	Shangai Comp.	3,2	-6,7	52,9	9,4	14,1	-28,6	15,9	-21,8
India	BSE	30,0	5,9	32,3	-3,2	-1,7	-4,6	0,2	-12,2
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	9,4	0,7	-4,8	2,4	1,6	-5,4	-0,1	-2,1
Filipinas	Manila Comp.	33,0	1,3	22,8	-3,9	-4,7	-8,9	0,8	-2,6
Hong Kong	Hang Seng	22,9	2,9	1,3	-7,2	5,4	-20,6	5,1	-11,6
Indonesia	Yakarta Comp.	12,9	-1,0	22,3	-12,1	-11,0	-14,0	8,7	3,1
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	10,3	10,5	-5,7	-3,9	-6,8	-5,0	4,4	-1,7
Singapur	SES All-S'Pore	19,7	0,0	6,2	-14,3	-3,8	-15,9	3,3	-8,1
Tailandia	Bangkok SET	35,8	-6,7	15,3	-14,0	-0,1	-10,3	-4,5	4,3
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	8,9	11,8	8,1	-10,4	-2,7	-12,2	1,9	0,9
Europa del Este									
Rusia	Russian RTS Index	10,5	-5,5	-45,2	-4,3	6,8	-16,0	-4,1	0,1
Polonia	Warsaw G. Index	26,2	8,1	0,3	-9,6	-1,4	-6,6	-6,7	-1,5
Rumanía	Romania BET	18,7	26,1	9,1	-1,1	3,1	-4,3	0,3	-7,2
Bulgaria	Sofix	7,2	42,3	6,2	-11,7	-5,6	-8,8	4,2	-3,2
Hungría	BUX	7,1	2,2	-10,4	43,8	11,2	-4,6	14,5	-1,1
Croacia	CROBEX	0,0	3,1	-3,1	-2,8	1,4	-3,0	0,2	-4,5

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 26 de febrero.

Importes en miles de millones de euros

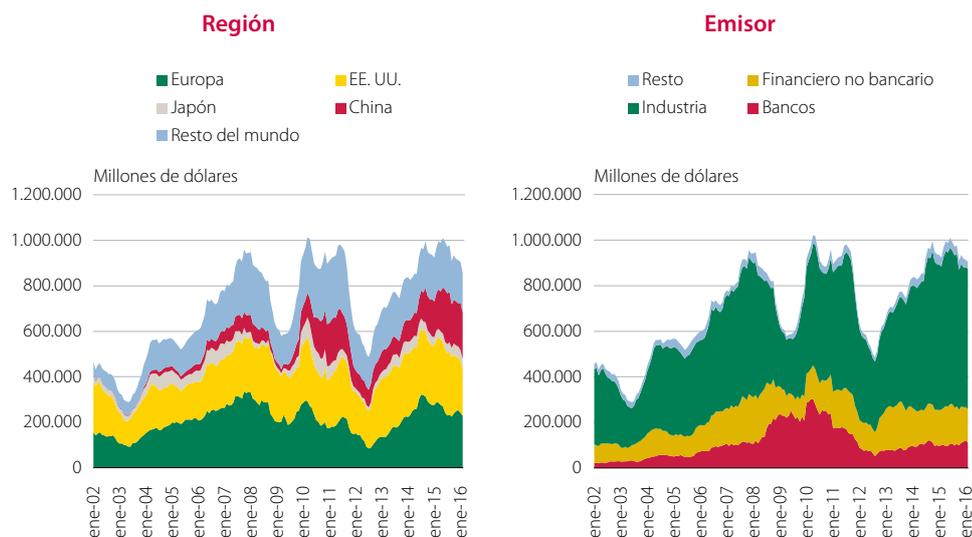
	2012	2013	2014	2015	II 15	III 15	IV 15	I 16 ¹
Operador de mercado								
EE. UU. ²	26.501	26.244	31.349	40.094	9.335,2	10.629,9	10.062,1	3.872,4
Nasdaq OMX	7.581	7.187	9.296	11.350	2.640,0	2.976,5	2.787,2	1.080,7
NYSE	10.416	10.273	12.054	15.850	3.709,4	4.245,0	3.983,0	1.503,5
BATS Global Markets - US	8.503	8.785	9.999	12.893	2.985,8	3.408,4	3.291,9	1.288,1
Japan Exchange Group ³	2.794	4.886	4.135	5.025	1.276,0	1.337,3	1.187,2	412,8
London Stock Exchange Group ⁴	1.698	1.680	2.099	2.402	640,4	607,9	520,2	189,0
NYSE Euronext	1.221	1.246	1.483	1.883	486,1	482,6	426,8	153,3
Deutsche Börse	989	1.001	1.116	1.411	354,1	367,2	315,7	113,3
BME ⁵	699	703	882	958	258,4	222,0	217,5	132,2
BATS Chi-X Europe ⁶	1.833	1.771	1.978	2.862	732,3	717,6	675,5	251,4
Sistema Multilateral de Negociación (SMN)								
Turquoise	372	616	858	973	241,3	225,7	237,2	108,7

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

- 1 Datos hasta el 31 de enero excepto en BME, donde se recogen hasta el 26 de febrero.
- 2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE) y BATS Global Markets US.
- 3 Incluye la información de Japan Exchange Group-Osaka y Japan Exchange Group-Tokyo. La fusión de Tokio Stock Exchange y Osaka Stock Exchange fue aprobada en julio de 2012. En enero de 2013 se constituyó la compañía Japan Exchange Group, que agrupa a estas dos plataformas.
- 4 Desde 2010 integra Borsa Italiana.
- 5 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 6 Desde el 20 de mayo de 2013, BATS Chi-X Europe es una bolsa de inversión reconocida (*Recognised Investment Exchange*). La fusión entre las plataformas BATS y Chi-X Europe se produjo en diciembre de 2011.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales se situó en 913 mil millones de dólares en el conjunto de 2015, un 2,5 % menos que en 2014. Aunque en la primera parte del año pasado las emisiones crecían a buen ritmo, la incertidumbre de los últimos meses ha dado lugar a un estancamiento de estas operaciones, que finalmente ha producido el citado retroceso. El comportamiento de las emisiones de renta variable fue heterogéneo entre regiones: en EE. UU. y en Europa estas cayeron un 10,3 % y un 8,5 % respectivamente, mientras que en Japón y en China aumentaron con respecto al año anterior, un 17,6 % y un 14,9 %, respectivamente. Por sectores, solo el bancario mostró un incremento del volumen de emisiones en 2015 (26 %), mientras que en los demás se observaron retrocesos de cierta intensidad. Así, las emisiones de acciones efectuadas por el sector financiero no bancario cayeron un 7,9 % y las del sector industrial un 4 %.

El escenario de incertidumbre y elevada volatilidad que se ha prolongado en los primeros meses de 2016 ha dado lugar a nuevas caídas en las emisiones de acciones, que se han extendido a la mayoría de los mercados internacionales de renta variable y a todos los sectores. Por regiones, destacan los retrocesos de las emisiones en EE. UU. y en Europa, y por sectores, la fuerte caída de las emisiones efectuadas por los bancos.



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 26 de febrero. Este último mes se añade en su equivalencia mensual, con fines comparativos.

3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

3.1 Mercados de renta fija

Los mercados nacionales de deuda, como en el resto de los países de la zona euro, se han mantenido relativamente estables durante los últimos meses de 2015 y los primeros de 2016, a pesar de las turbulencias generadas por la desaceleración de China y el abrupto descenso del precio del petróleo, que sí que han tenido una gran influencia en otros mercados, como los de renta variable. Esto se debe, en gran parte, al efecto balsámico que está teniendo la política monetaria implementada por el BCE, con un programa de compras de deuda soberana (*quantitative easing*⁷) que provocó descensos sustanciales en los tipos de interés de la zona en la primera mitad de 2015 y algo más suaves en la segunda. De esta forma, a pesar de la incertidumbre existente, en la mayoría de economías europeas los tipos de interés a corto plazo están en terreno negativo, mientras que los de los plazos más largos se sitúan por debajo del dos por ciento (en el caso de Alemania los tipos de interés negativos han llegado hasta el plazo de cinco años). En España, por otra parte, parece que la incertidumbre política interna no está teniendo de momento efectos significativos sobre el precio de la deuda pública ni privada, aunque podría tenerlos si esta situación se prolonga⁸. En cuanto a las emisiones de deuda registradas en la CNMV, en el conjunto de 2015 se produjo un avance

7 A finales de enero de 2016 el BCE había adquirido deuda pública por un importe de 547.886 millones de euros, de los cuales 62.924 millones eran títulos españoles.

8 La agencia de calificación crediticia Moody's, por ejemplo, el 19 de febrero mantuvo sin cambios el *rating* de la economía española (Baa2), pero efectuó una advertencia sobre la inestabilidad política existente, por lo que revisó la perspectiva de positiva a estable.

del 5,1 % (137 mil millones de euros), aunque en el último trimestre del año las emisiones fueron inferiores que en las mismas fechas del ejercicio anterior.

De esta forma, los tipos de interés de la deuda pública continuaron la senda decreciente iniciada, con ciertos altibajos, en 2012, aunque a un menor ritmo que durante los años anteriores. Cabe destacar que a partir del cuarto trimestre de 2015, y por primera vez en su historia, los tipos de interés de las Letras del Tesoro a tres, seis y doce meses se situaban en terreno negativo, con descensos de entre 26 y 36 p. b. entre diciembre de 2014 y el mismo mes de 2015 (véase el cuadro 11). Durante los meses de enero y febrero estas referencias han continuado descendiendo, hasta el -0,25 %, -0,09 % y -0,05 % respectivamente. En el caso de la renta fija privada, el descenso a lo largo de 2015 fue de entre 24 y 49 p. b. En cambio, a principios de 2016 los plazos de tres y seis meses han experimentado ligeros repuntes. Así, las rentabilidades se situaron en febrero en valores que oscilaban entre el 0,33 % de la referencia a más corto plazo y el 0,49 % de los pagarés a doce meses.

Tipos de interés a corto plazo¹ (%)

CUADRO 11

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16 ²
Letras del Tesoro								
3 meses	1,14	0,54	0,12	-0,15	0,02	-0,09	-0,15	-0,25
6 meses	1,68	0,70	0,25	-0,01	0,05	0,01	-0,01	-0,09
12 meses	2,23	0,91	0,34	-0,02	0,08	0,04	-0,02	-0,05
Pagarés de empresa³								
3 meses	2,83	1,09	0,55	0,31	0,27	0,29	0,31	0,33
6 meses	3,58	1,36	0,91	0,42	0,35	0,34	0,42	0,46
12 meses	3,80	1,59	0,91	0,53	0,57	0,54	0,53	0,49

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Datos hasta el 26 de febrero.

3 Tipo de interés de emisión.

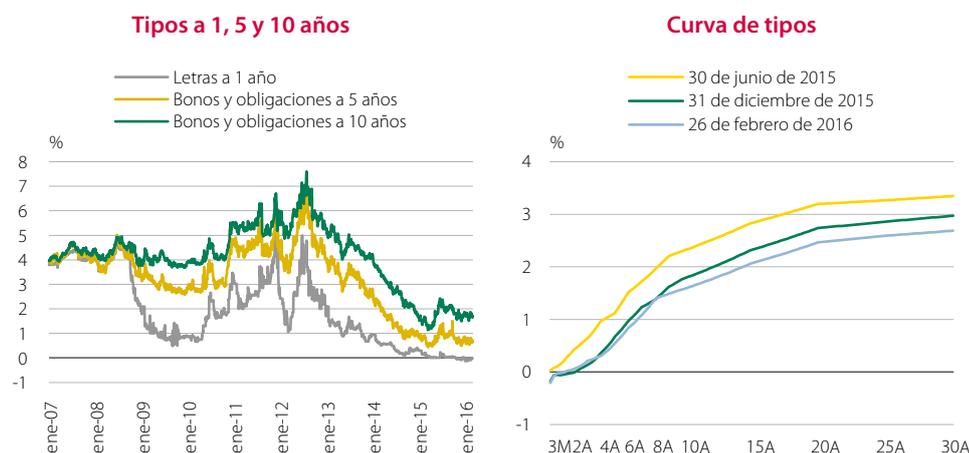
Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo también han alcanzado mínimos históricos en los últimos meses. La referencia a tres años, que mantuvo un descenso sostenido durante todo 2015, se situaba a finales de año en el 0,24 % (41 p. b. menos que en 2014), mientras que entre enero y febrero se ha mantenido prácticamente constante (véase el cuadro 12). En cambio, las referencias a más largo plazo (cinco y diez años) experimentaron repuntes en los meses centrales del año, debido a la incertidumbre relacionada con la falta de acuerdo entre el Gobierno griego y sus acreedores (véase el panel izquierdo del gráfico 14), aunque terminaron el año con valores inferiores a los de finales de 2014, concretamente de 24 y 5 p. b., respectivamente. En los primeros meses de 2016, las rentabilidades de la deuda a cinco y diez años, tras algunos altibajos, han continuado descendiendo hasta situarse en el 0,67 % y el 1,68 % respectivamente en febrero (0,72 % y 1,72 % de media mensual en diciembre de 2015).

Las rentabilidades de la renta fija privada tuvieron un comportamiento similar, con ascensos en el segundo y tercer trimestre de 2015 que dieron paso a nuevos descensos en el último trimestre. Con estos movimientos, la referencia a tres años quedó a finales de año dieciocho puntos básicos por debajo del valor de finales de 2014

(0,66 %), y las referencias a cinco y diez años se situaron siete y ocho puntos básicos por encima (1,95 % y 2,40 %) respectivamente. En los inicios de 2016, sí que parece haber pesado la incertidumbre existente a nivel mundial en las referencias a tres y cinco años, que repuntan hasta el 0,87 % y el 2,06 %. El tipo de interés a diez años, en cambio, se mantiene en niveles similares a los de finales de 2015, después de haberse reducido en enero y aumentado en febrero.

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 26 de febrero.

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹ (%)

CUADRO 12

	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-15	sep-15	dic-15	feb-16 ²
Renta fija pública								
3 años	3,40	2,00	0,65	0,24	0,54	0,41	0,24	0,26
5 años	4,22	2,68	0,96	0,72	1,11	1,01	0,72	0,67
10 años	5,33	4,14	1,77	1,72	2,20	2,05	1,72	1,68
Renta fija privada								
3 años	4,19	2,63	0,84	0,66	1,10	1,13	0,66	0,86
5 años	4,66	2,84	1,88	1,95	2,04	2,34	1,95	2,06
10 años	6,79	4,46	2,32	2,40	2,72	2,68	2,40	2,38

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

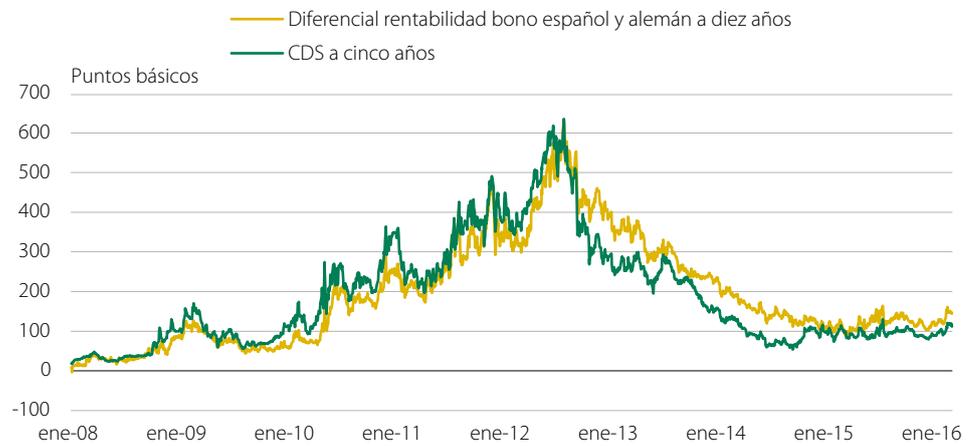
2 Datos hasta el 26 de febrero.

Durante los dos primeros meses del año la prima de riesgo soberano, aproximada por el CDS del bono a cinco años, ha superado la barrera de los cien puntos básicos, hasta situarse a finales de febrero en 112 p. b., habiendo alcanzado los 121 a mediados del mismo mes. Esta prima, que cerró 2015 en 89 p. b., se había mantenido por debajo del umbral de los cien puntos durante la mayor parte del segundo semestre de 2015, con alguna excepción en los momentos de mayores turbulencias en los mercados (véase el gráfico 15). El diferencial de tipos de interés entre el bono español a diez años y el alemán tuvo un comportamiento similar, con repuntes en el segundo y tercer trimestre de 2015. Así, por ejemplo, a principios de julio llegó a situarse por encima de los 160 p. b., habiendo llegado a descender hasta los 88 p. b. a mediados de marzo. Las

turbulencias que se han producido a finales del año pasado y principios de este han provocado un nuevo repunte de esta prima, que ha vuelto a situarse puntualmente por encima de los 160 p. b. a mediados de febrero. En sesiones posteriores, se reduce nuevamente hasta los 140 o 145 p. b. (115 p. b. en diciembre de 2015).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 15

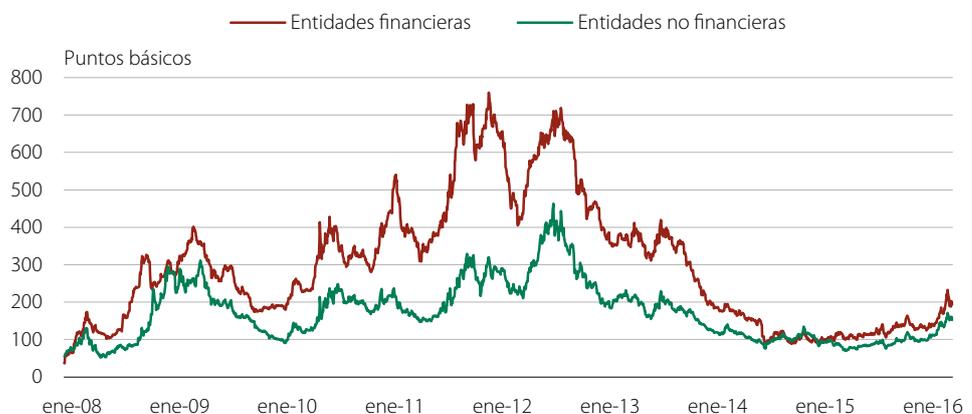


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 26 de febrero.

La evolución de las primas de riesgo en el mercado de CDS para el sector privado fue similar a la referida para el sector público, si bien la tendencia alcista de estos últimos meses ha sido mucho más acusada en el primero, especialmente en el caso de las entidades financieras. Así, los máximos alcanzados en los meses centrales de 2015 fueron de 141 p. b. para las entidades financieras y de 100 p. b. para las no financieras (habían terminado 2014 en 101 y 92), mientras que a mediados de febrero de 2016 han llegado a alcanzar los 233 y 171 p. b., respectivamente. Cabe mencionar, no obstante, que en las dos últimas semanas de febrero se han reducido nuevamente hasta los 173 y 152 p. b. Con estas cifras, aumenta la brecha entre el sector público y el privado y, dentro de este último, también entre las empresas financieras y las no financieras (véase el gráfico 16).

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 26 de febrero.

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

La mejora de las condiciones de acceso a los mercados de capitales a lo largo de 2015 hizo que el volumen de emisiones brutas fuera un 5,1 % superior al del año anterior, hasta alcanzar prácticamente los 137 mil millones de euros. Sin embargo, durante el último trimestre, el importe de las emisiones fue sustancialmente inferior al del mismo periodo de 2014, concretamente un 24,2 % menor, situándose en 47.249 millones de euros. Las cifras correspondientes a los dos primeros meses de 2016 reflejan, por el contrario, un elevado crecimiento, ya que el volumen total ha sido de 24.394 millones, casi el doble de lo emitido durante los mismos meses de 2015 (véase el cuadro 13), si bien, como se indicará más adelante, esta expansión se ha debido a una sola emisión.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV¹

CUADRO 13

	2012	2013	2014	2015	2015			2016
					II	III	IV	I ²
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	357.830	138.839	130.258	136.907	31.006	22.019	47.249	24.394
Cédulas hipotecarias	102.170	24.800	23.838	31.375	8.025	8.050	7.000	4.750
Cédulas territoriales	8.974	8.115	1.853	10.400	3.500	3.000	400	0
Bonos y obligaciones no convertibles	86.442	32.537	41.155	39.400	3.761	2.494	19.244	925
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3.563	803	750	53	0	0	53	0
Bonos de titulización	23.800	28.593	29.008	28.370	11.773	1.950	11.646	15.837
Tramo nacional	20.627	24.980	26.972	25.147	9.507	1.950	10.691	14.950
Tramo internacional	3.173	3.613	2.036	3.222	2.267	0	956	887
Pagarés de empresa ³	132.882	43.991	33.654	27.310	3.947	6.525	8.906	2.881
De titulización	1.821	1.410	620	2.420	480	400	600	0
Resto de pagarés	131.061	42.581	33.034	24.890	3.467	6.125	8.306	2.881
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	7.633	4.776	7.999	5.254	1.810	742	2.043	1.850
Emisiones aseguradas	0	193	196	0	0	0	0	0

En el exterior por emisores españoles

	2012	2013	2014	2015	2015			2016
					II	III	IV	I ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	91.882	47.852	56.736	65.602	11.822	13.132	17.697	4.712
A largo plazo	50.312	34.452	35.281	32.362	6.355	4.557	9.082	1.144
Participaciones preferentes	0	1.653	5.602	2.250	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	307	750	3.000	2.918	0	0	1.418	0
Bonos y obligaciones	50.005	32.049	26.679	27.194	6.355	4.557	7.664	1.144
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	41.570	13.400	21.455	33.240	5.467	8.574	8.615	3.568
Pagarés de empresa	41.570	13.400	21.455	33.240	5.467	8.574	8.615	3.568
de titulización de activos	11.590	0	0	0	0	0	0	0

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

	2012	2013	2014	2015	2015			2016
					II	III	IV	I ⁴
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	49.396	48.480	41.719	55.835	17.406	12.857	12.368	5.272
Instituciones financieras	18.422	8.071	9.997	15.424	6.720	3.668	2.668	1.676
Sociedades no financieras	30.974	40.409	31.722	40.411	10.686	9.190	9.700	3.596

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta el 26 de febrero.

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

4 Datos hasta el 31 de enero.

El aumento de las emisiones durante 2015 se debió únicamente al mayor volumen de emisiones de cédulas, tanto hipotecarias como territoriales, que alcanzaron los 41.775 millones de euros a finales de año (31.375 millones correspondieron a las cédulas hipotecarias y 10.400 millones a las territoriales), unos dieciséis mil millones más que durante el ejercicio anterior. Las cédulas pasaron a representar más del treinta por ciento del total emitido, frente al veinte por ciento de 2014. Las emisiones de este tipo de activo se han visto favorecidas tanto en demanda como en costes de emisión por el programa de compras de *covered bonds* del BCE (el denominado CBBP3), que hasta el 26 de febrero acumulaba compras por un importe de 158 mil millones de euros, el 27 % de las cuales se han realizado en el mercado primario. El volumen de emisiones del resto de instrumentos de renta fija experimentó retrocesos de mayor o menor magnitud. Así, las emisiones de bonos simples (originados fundamentalmente por la SAREB) se contrajeron un 4,3 %, hasta los 39.400 millones, mientras que las titulizaciones alcanzaron un importe de 28.370 millones, lo que supuso un descenso del 2,2 % respecto a 2014. Por su parte, las emisiones de pagarés registradas en la CNMV se situaron a finales de 2015 en 27.310 millones de euros, un 18,8 % menos que en el ejercicio anterior, y se compensaron con el dinamismo de estas emisiones en el exterior (principalmente en la Bolsa de Irlanda), que ascendieron a 33.240 millones de euros, unos doce mil millones más que en 2014. En conjunto, el volumen total de emisiones de pagarés se situó en 60.549 millones, casi un diez por ciento más que en 2014. Las emisiones a largo plazo en el exterior, por el contrario, disminuyeron desde los 35.281 millones hasta los 32.362 millones.

En los dos primeros meses de este año se observa, como se ha mencionado con anterioridad, un aumento de prácticamente el cien por cien en el volumen de emisiones registradas en España, causado por las elevadas emisiones de titulización que, en tan solo dos meses, han superado en más de un treinta por ciento las del último trimestre de 2015. Hay que tener en cuenta, no obstante, que más del ochenta por ciento del volumen emitido en bonos de titulización corresponde a una sola emisión realizada por parte de una entidad financiera. Por el contrario, es importante destacar el bajo dinamismo de las emisiones de pagarés en el territorio nacional, en contraposición con el fuerte aumento de estas emisiones en el exterior. Solo en enero, las emisiones en el exterior de estos instrumentos (3.568 millones de euros) superaron con creces el volumen emitido en España en los dos primeros meses del año (2.881 millones).

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

Los mercados de renta variable nacionales, que habían comenzado 2015 con avances significativos, finalizaron el año con descensos notables. Así, el Ibex 35 acabó con una caída del 7,2 % en el conjunto del año, el mayor descenso entre los grandes índices bursátiles europeos, en un entorno de elevada volatilidad. Las causas de este retroceso fueron la inestabilidad de los mercados financieros internacionales, afectados por las dudas en torno al crecimiento de China y los temores a una ralentización del crecimiento global, la desaceleración de las economías emergentes (lastradas por la caída de los precios del petróleo y las materias primas) y, en menor medida, la incertidumbre política interior.

Este retroceso no afectó de manera homogénea a los distintos sectores y valores, sino que se concentró en las compañías más grandes y en los valores del sector financiero, afectados por las dudas que genera su exposición a las economías emergentes (principalmente Brasil), así como por la renovada incertidumbre sobre la situación del sector financiero europeo. Por el contrario, los índices representativos de valores de menor capitalización (Ibex Medium Cap e Ibex Small Cap), con escasa o nula exposición a las economías emergentes, presentaron un comportamiento positivo en 2015, con avances del 13,7 % y 6,4 % respectivamente (véase el cuadro 14). Los índices compuestos por valores latinoamericanos presentaron retrocesos significativos, que se concentraron principalmente en el segundo semestre, reflejo de la ralentización y las dudas sobre estas economías y el brusco descenso de los precios de las materias primas, sobre todo del petróleo.

Este escenario de caídas se ha agravado en los dos primeros meses del año, cuando el Ibex 35 ha presentado un retroceso adicional del 12,5 %, en una evolución ligeramente inferior a la de los principales índices europeos. Las bolsas europeas siguieron descendiendo, acusando la intensificación de los temores sobre la evolución de la economía mundial y las economías emergentes, así como las nuevas dudas sobre la situación del sistema financiero europeo tras el plan de reestructuración del sistema bancario italiano. En los mercados españoles, los descensos se han extendido a todos los sectores, afectando también a los valores de mediana y pequeña capitalización, que acumulan caídas del 10,2 % y el 10 % respectivamente. Por su parte, los índices de valores latinoamericanos FTSE Latibex han seguido una tendencia similar.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 14

	2012	2013	2014	2015	II-15	III-15	IV-15	I-16 ¹
Ibex 35	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-6,5	-11,2	-0,2	-12,5
Madrid	-3,8	22,7	3,0	-7,4	-6,5	-11,6	-0,1	-12,4
Ibex Medium Cap	13,8	52,0	-1,8	13,7	-5,9	-5,2	5,5	-10,2
Ibex Small Cap	-24,4	44,3	-11,6	6,4	-9,7	-16,0	6,6	-10,0
FTSE Latibex All-Share	-10,7	-20,0	-16,1	-39,2	4,5	-33,6	-7,8	-8,5
FTSE Latibex Top	-2,6	-12,4	-11,1	-34,6	-1,4	-27,8	-4,9	-12,1

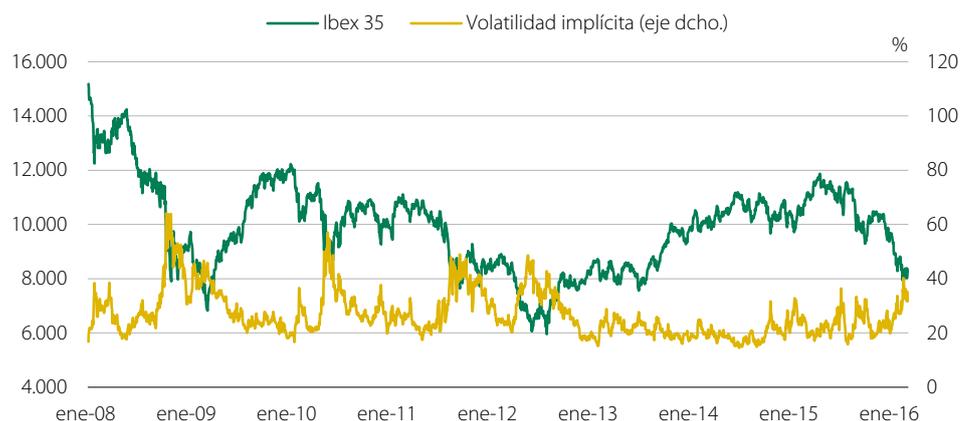
Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 26 de febrero.

La volatilidad del Ibex 35 se moderó en la última parte del año pasado, después de las turbulencias acontecidas durante el periodo estival, para repuntar con fuerza en los primeros meses de 2016 hasta máximos puntuales superiores al cuarenta por ciento. Estos valores, que no se observaban desde el verano de 2012, están aún lejos de los alcanzados en momentos de turbulencias anteriores, en los que este indicador llegó a superar el cincuenta por ciento. En el promedio acumulado de este año, la volatilidad del Ibex 35 se ha situado en el 30,3 %, por encima tanto de la media de 2015 (23,3 %) como de los valores observados en los momentos de mayor incertidumbre del ejercicio pasado, relacionados con los problemas de Grecia y China (véase el gráfico 17).

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream y MEFF. Datos hasta el 26 de febrero.

* Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

Los seis sectores que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) mostraron un comportamiento desigual durante 2015, concentrándose los mayores descensos en los servicios financieros e inmobiliarios (-24,2 %), que tuvieron un comportamiento negativo durante el último semestre, intensificado durante los dos primeros meses del 2016 (-17,6 %). La contracción también afectó en menor medida al sector de la tecnología y las telecomunicaciones, aunque la caída de su cotización (5,2 % en 2015 y 10,4 % en lo que va de 2016) ha sido inferior a la del conjunto del mercado (véase el cuadro 15).

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

CUADRO 15

	Ponderación ²	2015	II 15	III 15	IV 15	I 16 ³
Servicios financieros e inmobiliarios	37,02	-24,2	-8,5	-18,9	-5,4	-17,6
Inmobiliarias y otros	0,44	18,4	-1,6	-3,1	2,6	-7,4
Banca	33,63	-26,0	-8,6	-19,4	-6,3	-17,9
BBVA	10,26	-12,0	-6,6	-13,8	-10,1	-14,4
Santander	15,74	-31,2	-8,8	-24,3	-3,0	-19,1
Petróleo y energía	18,09	0,6	-3,4	-7,6	5,6	-8,6
Iberdrola	8,94	19,2	0,7	0,3	10,1	-7,7
Mat. básicos, industria y construcción	7,47	2,1	-6,0	-13,4	2,8	-10,4
Construcción	4,46	4,9	-8,2	-4,3	1,9	-13,5
Tecnología y telecomunicaciones	15,29	-5,2	-5,0	-10,2	-2,2	-10,4
Telefónica	10,96	-10,6	-3,8	-15,1	-2,7	-10,8
Amadeus IT	3,41	23,0	-10,5	6,9	6,4	-8,8
Bienes de consumo	13,35	30,9	-3,7	1,4	6,9	-8,8
Inditex	9,45	33,7	-2,4	2,7	5,9	-10,0
Servicios de consumo	8,77	10,4	-9,9	-1,5	3,1	-9,6

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el tres por ciento en términos de capitalización ajustada por el porcentaje de capital en libre flotación.

2 Peso relativo (%) en el IGBM a 1 de enero de 2016.

3 Datos hasta el 26 de febrero.

En el lado positivo, destacaron los avances en el conjunto de 2015 de los sectores de bienes y servicios de consumo (30,9 % y 10,4 %, respectivamente), favorecidos por el entorno de recuperación económica. Esta tendencia se ha truncado en los dos primeros meses de 2016, pues ambos sectores han presentado descensos, del 8,8 % y el 9,6 % respectivamente. Asimismo, el sector del petróleo y la energía apenas presentó cambios en 2015 (0,6 %), puesto que los descensos de las compañías petrolíferas se vieron compensados por el buen comportamiento de las compañías eléctricas. Por último, la cotización del sector de materiales básicos, industria y construcción mostró ligeros avances en 2015 (2,1 %), que se han convertido en retrocesos (10,4 %) conforme avanza 2016.

En la última parte de 2015, solo un escaso número de valores pertenecientes al IGBM mostró una evolución positiva en su cotización respecto al primer semestre, y ninguno de ellos tuvo un impacto en la variación del índice en el último trimestre del año superior a 0,30 p. b., al igual que ha sucedido en los dos primeros meses de 2016. Por el contrario, con un impacto negativo superior a este valor se encuentran once valores (véase el cuadro 16), entre los que destacan varias entidades bancarias (las dos más grandes en términos de capitalización y la mayoría de las entidades de tamaño medio), así como la mayor compañía del sector de la tecnología y las telecomunicaciones y la sociedad cotizada más importante del sector de textil, vestido y calzado.

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 16

Valor	Sector	Feb-2016	
		Impacto en la variación del IGBM (p. p.)	
Con impacto negativo		s/dic. 15	s/sep. 15
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-3,01	-3,39
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-1,48	-2,37
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-1,19	-1,45
Inditex	Textil, vestido y calzado	-0,95	-0,45
Iberdrola	Petróleo y energía	-0,69	0,15
IAG	Servicios de consumo	-0,49	-0,40
Caixabank	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,47	-0,58
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,36	-0,42
Ferrovial	Materiales básicos, industria y construcción	-0,34	-0,35
Banco Popular	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,31	-0,36
Amadeus	Tecnología y telecomunicaciones	-0,30	-0,10

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 26 de febrero.

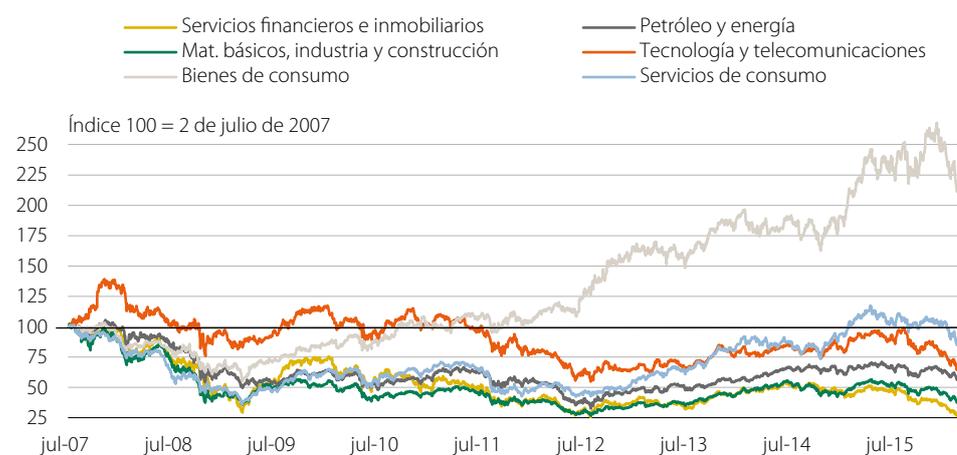
1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,3 p. p. en valor absoluto) tuvieron en la variación trimestral del IGBM. Además, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al inicio del último trimestre considerado.

Desde una perspectiva temporal más larga, cabe señalar que las cotizaciones en el sector de bienes de consumo se mantienen claramente por encima de los niveles existentes en el inicio de la crisis financiera (véase el gráfico 18). Este sector, que ha retrocedido de modo notable en lo que va de 2016 (-8,8 %), es el que presenta un compor-

tamiento más positivo en estos años, gracias a la evolución de la principal compañía española del sector textil, y muestra revalorizaciones superiores al doble del valor inicial de referencia. En el sector de servicios de consumo, los avances en los precios de las acciones durante la primera parte de 2015 permitieron que la cotización se mantuviese durante la mayor parte del año en niveles similares o ligeramente superiores a los de julio de 2007. Sin embargo, los descensos de los dos primeros meses de 2016 han vuelto a colocar la cotización de este sector por debajo de dichos valores. El resto de los sectores continúa situándose por debajo de los valores de mediados de 2007, destacando el retroceso en el sector de servicios financieros e inmobiliarios, cuya cotización actual es ligeramente inferior a un tercio de su valor al inicio de la crisis.

Evolución sectorial de la Bolsa de Madrid

GRÁFICO 18

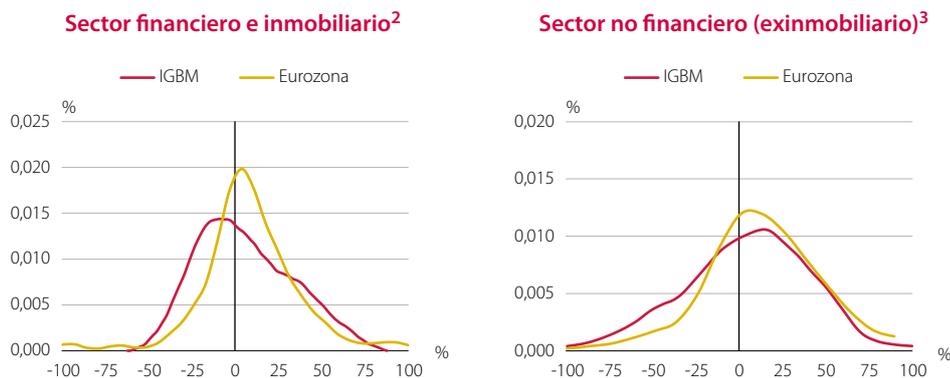


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

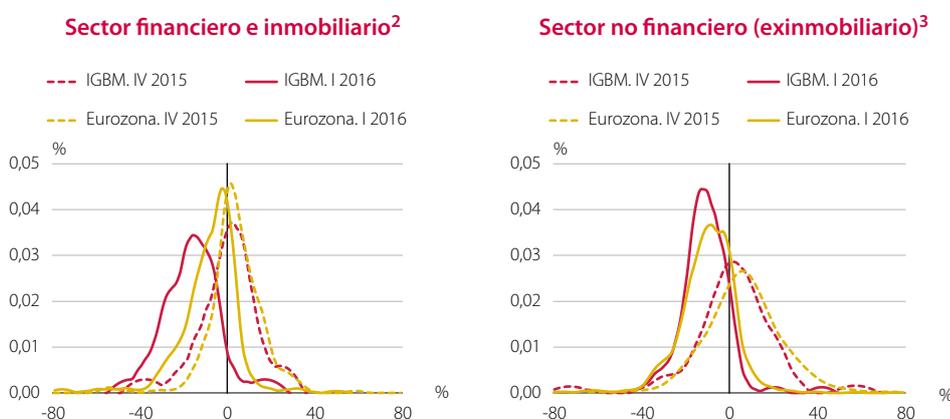
Las distribuciones de las rentabilidades anuales de las empresas cotizadas en el IGBM y en la zona euro muestran una mayor proporción de empresas españolas con rendimiento negativo en 2015 que de empresas europeas (véase el gráfico 19). Esta diferencia tiene su origen en el sector financiero e inmobiliario, puesto que más del 45 % de las compañías españolas presentó rentabilidades negativas en 2015, frente al 35 % de las europeas, mientras que en el caso de las empresas no financieras esta proporción fue del 34 % y 26 % respectivamente. También hay diferencias en cuanto a la cuantía de los retrocesos. En España, casi un 33 % de las empresas del sector financiero e inmobiliario y un 35 % de las empresas no financieras presentaron rentabilidades negativas superiores al 10 % en 2015, mientras que estos porcentajes que se reducían hasta el 15 % y 26 % respectivamente en el caso de las empresas europeas.

En cuanto a la distribución de las rentabilidades acumuladas en los primeros meses de 2016, el desplazamiento de todas las curvas hacia la izquierda refleja un deterioro general de las rentabilidades en ambas áreas económicas y en todos los sectores respecto al último trimestre de 2015, que responde a las caídas de las bolsas durante este periodo. En el caso de España, el desplazamiento ha sido relativamente parecido entre las empresas financieras e inmobiliarias y las empresas no financieras, mientras que a nivel europeo resulta más significativo en las empresas no financieras (véanse los paneles inferiores del gráfico 19). La distribución de rentabilidad de las empresas financieras e inmobiliarias de la zona euro ha experimentado variaciones menos acusadas, debido al mejor comportamiento relativo de algunas empresas aseguradoras e inmobiliarias.

Anual (2015)



Trimestral (1T16)



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 24 de febrero de 2016.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 24 de febrero de 2016. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 115 compañías admitidas a negociación, y el índice bursátil de la Eurozona, 1.366 empresas.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y *holdings*, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 24 compañías (21 % del total de empresas del índice), y en el de la Eurozona, de 299 empresas (22 % del total).
- 3 El sector no financiero (exinmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

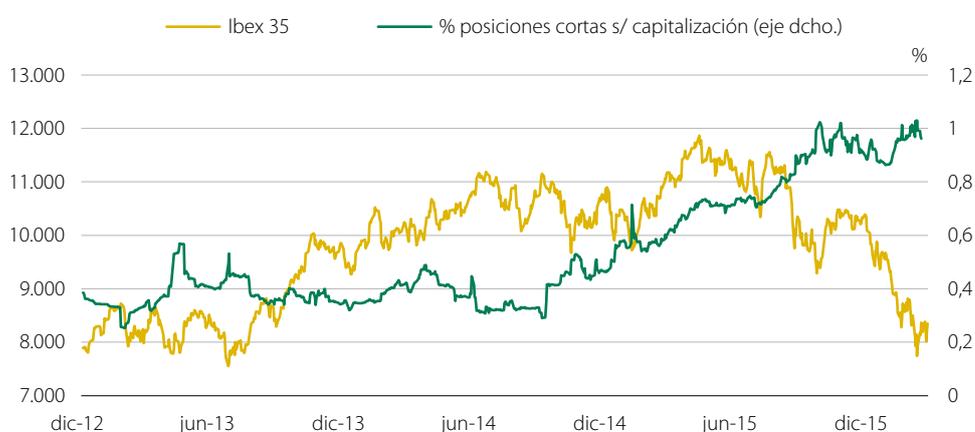
La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 se redujo notablemente durante el segundo semestre del año pasado, en línea con el descenso de las cotizaciones, hasta situarse en niveles inferiores a los de la mayoría de los índices europeos (a excepción del Dax 30 y del Eurostoxx 50). Esta ratio se situaba así en 14,1 a finales de 2015 (14,9 a finales de 2014), tras haber alcanzado unos valores de 16,5 y 16 veces a finales del primer y segundo trimestre respectivamente (véanse el cuadro 8 y el gráfico 11). En los dos primeros meses de 2016, la ratio PER del Ibex 35 ha seguido descendiendo, hasta situarse en 12,7, su nivel más bajo desde mediados de 2013 y por debajo del promedio de este indicador desde el año 2000 (13,6 veces).

La posición agregada de las ventas en corto creció durante la mayor parte de 2015, lo que probablemente anticipaba una caída de los precios de las acciones, tal y como

finalmente acabó sucediendo. Esta evolución, que se intensificó en el segundo semestre, llevando la posición agregada de las ventas en corto hasta valores cercanos al uno por ciento de la capitalización total, se ha mantenido en los primeros meses de 2016 (véase el gráfico 20). Ahora bien, aunque el avance de las posiciones cortas se ha extendido a todos los sectores, su distribución ha sido algo heterogénea entre ellos y también entre valores, concentrándose las mayores posiciones en el sector de la tecnología y las telecomunicaciones, el sector petrolífero, la industria y la construcción, así como en los servicios de consumo. Por el contrario, el sector de bienes de consumo, compuesto por compañías con menor exposición a la evolución del ciclo económico, presentaba un número reducido de posiciones cortas, muy por debajo del agregado del mercado.

Evolución del Ibex 35 y de las posiciones cortas agregadas

GRÁFICO 20



Fuente: Elaboración propia. Datos hasta el 26 de febrero.

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación de renta variable española admitida en bolsas o negociada en sistemas multilaterales de negociación (SMN) acusó la elevada volatilidad de los mercados en el segundo semestre de 2015 y disminuyó en el tercer y cuarto trimestre un 9,5 % y 3,9 % respectivamente en comparación con los trimestres anteriores. Sin embargo, en el conjunto del año se observó un crecimiento interanual del 15,9 %, hasta alcanzar un volumen anual de 1,16 billones de euros, la cifra más alta de los últimos años. La contratación en BME alcanzó los 957.990 millones de euros, un 8,6 % más que en 2014. El incremento de la contratación en el conjunto del año, al igual que ocurrió en otras bolsas de referencia internacionales, se vio favorecido por el mantenimiento del entorno de bajas rentabilidades de deuda.

La contratación media diaria del mercado continuo alcanzó 3.291 y 3.279 millones de euros en el tercer y cuarto trimestre de 2015 respectivamente, por debajo de los valores de los dos trimestres anteriores y de los 3.666 millones de euros de media en dicho año. En los dos primeros meses de 2016, la contratación en el mercado continuo ha vuelto a disminuir ligeramente, hasta alcanzar una media de 3.221 millones de euros diarios, un 22,8 % menos en términos interanuales.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	2012	2013	2014	2015	IV-15	I-16 ²
Total	709.902,0	764.986,6	1.002.188,9	1.161.482,8	266.113,7	171.116,9
Admitida en SIBE	709.851,7	764.933,4	1.002.095,8	1.161.222,9	266.089,8	171.116,1
BME	687.456,1	687.527,6	849.934,5	925.978,7	212.179,0	129.287,6
Chi-X	16.601,3	53.396,7	95.973,0	150.139,9	33.791,6	23.135,7
Turquoise	3.519,6	11.707,9	28.497,5	35.680,5	7.458,6	7.729,1
BATS	2.261,9	10.632,1	18.671,0	35.857,6	10.513,1	7.610,0
Otros ³	12,8	1.669,2	9.019,8	13.566,2	2.147,6	3.353,7
Corros	49,9	51,4	92,5	246,1	23,7	0,8
Madrid	3	7,3	32,6	19,4	11,0	0,6
Bilbao	8,5	0,1	14,3	7,5	4,7	0,0
Barcelona	37,7	44,1	45,2	219,1	8,0	0,1
Valencia	0,7	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0
Segundo mercado	0,4	1,7	0,7	13,8	0,2	0,1
Pro memoria						
Contratación en BME de RV extranjera ¹	4.102,0	5.640,0	14.508,9	12.417,7	985,7	650,6
MAB	4.329,6	5.896,3	7.723,2	6.441,7	1.720,3	806,7
Latibex	313,2	367,3	373,1	258,7	46,4	28,9
ETF	2.736,0	4.283,9	9.849,4	12.633,8	2.632,2	1.503,3
Total contratación BME	698.987,5	703.768,7	882.482,4	957.990,5	217.587,5	132.277,9
% RV española en BME respecto al total RV española	96,9	90,0	85,1	80,1	80,1	75,9

Fuente: Bloomberg y CNMV.

- 1 La renta variable española admitida en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil. La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de Bolsas y Mercados Españoles cuyo ISIN no es español.
- 2 Datos hasta el 26 de febrero.
- 3 Se calcula como la diferencia entre el efectivo negociado del EU *Composite* calculado por Bloomberg para cada acción y el efectivo negociado para los mercados y MTF contemplados en la tabla, por lo que incluye la negociación en otros mercados regulados, MTF y sistemas OTC.

La contratación de acciones españolas en otros mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación (SMN) europeos, que había empezado a aumentar de forma notable en 2012, se situó en 2015 en torno a un veinte por ciento de la contratación total de estos valores. A lo largo del año pasado la contratación en estos mercados exteriores superó los 235 mil millones de euros, un 54,6 % más que el año anterior, destacando la contratación de la plataforma Chi-X, cuyo volumen superó los 150 mil millones de euros (casi dos tercios de la contratación en el exterior). En lo que va de año, esta contratación se sitúa en niveles ligeramente superiores a los del mismo periodo de 2015 (41.828 millones de euros, un 1,4 % más), y su importancia relativa sigue al alza, al representar ya el 24 % del total contratado.

Como se puede observar en el cuadro 18, las emisiones de renta variable, que durante el primer semestre de 2015 habían alcanzado los 27.448 millones de euros, disminuyeron hasta 9.619 millones en la segunda mitad del año, algo más de un tercio de

lo emitido en la primera mitad. Este descenso se debió tanto a la caída de las OPV (solo hubo una operación de este tipo, protagonizada por una empresa del sector de las telecomunicaciones) como del importe de las ampliaciones de capital, que cayeron hasta los 8.779 millones de euros, menos de la mitad del importe registrado en el primer semestre. El volumen de emisiones acumulado en el conjunto del año alcanzó los 37.067 millones de euros, un 13,1 % más que en 2014.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 18

	2013	2014	2015	II-15	III-15	IV-15	I-16
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	39	49	52	21	24	19	12
Ampliaciones de capital	39	47	47	18	23	19	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	6	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	4	6	3	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	145	147	115	31	27	24	13
Ampliaciones de capital	145	140	103	25	25	24	13
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	8	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	0	7	12	6	2	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Total	39.126,2	32.762,4	37.067,4	11.728,8	4.458,9	5.160,0	1.168,2
Ampliaciones de capital	39.126,2	27.875,5	28.735,8	8.941,2	3.618,6	5.160,0	1.168,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.932,8	12.650,8	9.627,8	2.647,2	1.387,9	2.749,1	931,4
De las cuales dividendo elección ³	9.869,4	12.573,8	9.627,8	2.647,2	1.387,9	2.749,1	931,4
Ampliaciones de capital por conversión ⁴	7.478,8	3.757,9	2.162,5	269,2	465,6	1.015,7	31,5
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ⁵	231,6	2.814,5	367,0	1,3	123,2	0,1	50,8
Con derecho de suscripción preferente	11.463,1	2.790,8	7.932,6	5.683,2	1.196,1	1.047,1	89,0
Sin negociación de derechos de suscripción	8.277,1	2.909,9	8.645,9	340,4	445,9	348,0	65,5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	4.886,9	8.331,6	2.787,6	840,3	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁶							
Número de emisores	7	9	16	2	3	7	2
Número de emisiones	14	15	18	2	3	7	2
Importe efectivo (millones de euros)	45,7	130,1	177,8	6,9	28,5	133,8	7,2
Ampliaciones de capital	45,7	130,1	177,8	6,9	28,5	133,8	7,2
De ellas, mediante OPS	1,8	5,0	21,6	5,0	3,8	12,9	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia. Datos hasta el 26 de febrero.

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

2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.

3 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.

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

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

6 Operaciones no registradas en la CNMV.

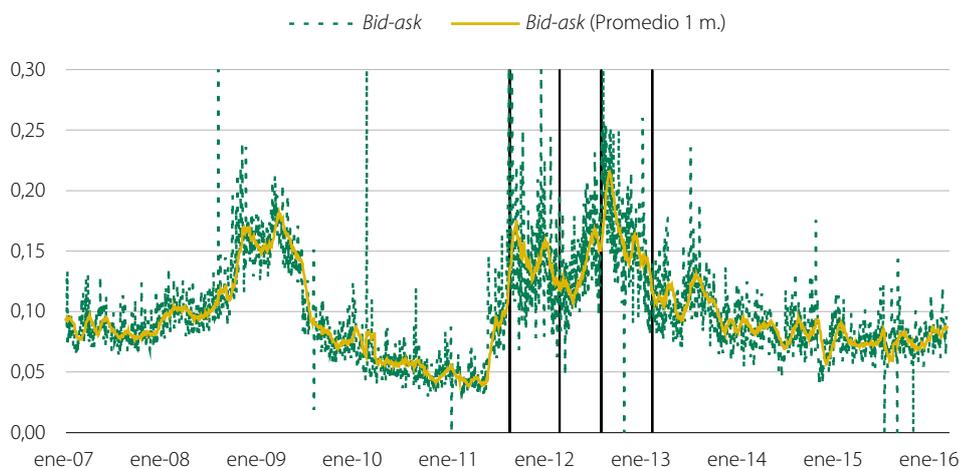
En cuanto a la composición de las emisiones del periodo, aunque ha coincidido con fechas habituales de pago de dividendos (en diciembre se produjo un repunte destacable de las realizadas bajo la modalidad dividendo-elección), se mantiene la tendencia descendente de las emisiones de esta modalidad, tanto en lo que se refiere a su peso relativo (un 26 % en el conjunto de 2015 frente al 38,4 % de 2014) como a su cuantía (2.946 millones de euros menos que en el año anterior).

En lo que va de 2016, las nuevas emisiones han mantenido la tendencia a la baja observada durante los últimos meses, registrándose únicamente emisiones por un importe de 1.168 millones de euros, que en su totalidad corresponden a ampliaciones de capital. En relación al mismo periodo de 2015, el retroceso es del 92,5 %, pero hay que tener en cuenta que entonces tuvieron lugar dos grandes OPV y que la elevada volatilidad de los mercados no favorece la realización de operaciones de este tipo.

Las condiciones de liquidez del Ibx 35, medidas por el diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se han mantenido relativamente estables, observándose ligeros repuntes puntuales de este indicador en las sesiones de mayor volatilidad en los mercados durante los primeros meses de 2016, en conexión con las dudas sobre la situación del sistema financiero europeo. El diferencial *bid-ask* de este índice ha oscilado entre el 0,06 % y el 0,09 % desde mediados de 2015, por debajo de la media histórica del indicador (0,10 %).

Indicador de liquidez (*bid-ask spread*, %) del Ibx 35¹

GRÁFICO 21



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 26 de febrero.

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

II Informes y análisis

Los consejeros independientes: avances recientes de la literatura económica y análisis del mercado español

Rafel Crespí-Cladera y Bartolomé Pascual-Fuster (*)

(*) Rafel Crespí-Cladera y Bartolomé Pascual-Fuster pertenecen al Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad de las Islas Baleares.

1 Introducción

La economía actual está liderada por grandes empresas cuya propiedad se distribuye entre múltiples accionistas. Cuando estos propietarios no participan en la gestión del negocio, los gestores pueden actuar en beneficio propio a costa de los intereses de aquellos. Es el conocido «problema de agencia». Si los propietarios poseen participaciones significativas, esto es, si se trata de accionistas de control, el problema de agencia se plantea entre estos y los accionistas minoritarios (Villalonga y Amit, 2006). Los accionistas de control pueden ejercer su poder sobre los gestores para forzar a que la empresa realice operaciones que los beneficien a ellos a costa de los intereses de los accionistas minoritarios. Esto sucede, por ejemplo, cuando la empresa realiza transacciones preferentes con empresas propiedad del accionista de control. Como es obvio, la existencia de problemas de agencia genera dificultades de financiación en las empresas. Difícilmente habrá inversores dispuestos a aportar capital a una sociedad en la que los gestores o los accionistas de control puedan apropiarse, de una manera u otra, de recursos generados por la empresa. Por ello existe una serie de mecanismos de gobierno corporativo que atenúan los efectos del problema de agencia. Pretenden asegurar que los inversores obtengan un rendimiento adecuado de sus inversiones (Shleifer y Vishny, 1997). Estos mecanismos pueden ser contemplados en la legislación que regula el funcionamiento de las sociedades, o bien implementados por las sociedades mismas, interesadas en establecer mecanismos internos para conseguir que haya inversores dispuestos a aportar capital. Entre los mecanismos de organización interna destacan la composición del consejo de administración, la frecuencia con que se reúne y las comisiones en las que delega funciones, entre otros. El consejo de administración responde ante la junta general de accionistas, que tiene la última palabra en determinadas decisiones relevantes y posee diversos mecanismos de participación de los accionistas. La estructura y el funcionamiento de ambas instituciones, junta de accionistas y consejo de administración, varían según las empresas, aunque estas pertenezcan al mismo sector o sean de dimensión similar. Entender qué estructuras y formas de operar llevan a un mejor gobierno de las empresas es una tarea de investigación que permite hacer recomendaciones a los accionistas, administradores, ejecutivos y reguladores.

El presidente del consejo puede ser a su vez el primer ejecutivo de la empresa (generalmente conocido como Chief Executive Officer, o CEO), y en tales casos se produce una gran concentración de poder; mientras que en otras ocasiones esta superposición de cargos no se da. Las recomendaciones de la literatura económica al respecto establecen que potencialmente hay empresas en las que es importante que exista un liderazgo fuerte y ágil en la toma de decisiones; por ejemplo, en empresas tecnológicas o con un entorno competitivo complejo (Yang y Zhao, 2014); aquí, la superposición de cargos será por lo tanto recomendable. En entornos más estables, los estudios concluyen que la separación de funciones evita problemas de agencia.

El consejo de administración está formado por consejeros ejecutivos, generalmente los directivos de mayor rango de la empresa, que aportan al consejo información de primera mano sobre la marcha del negocio. Este órgano también incorpora a consejeros no ejecutivos o externos a la gestión de la sociedad. Entre las labores de estos últimos, figuran las de ayudar a la toma de decisiones relevantes de la empresa y ejercer una función de control y supervisión de sus directivos. Por lo demás, cabe distinguir entre los consejeros externos que representan de forma explícita los intereses de un accionista de control, conocidos como consejeros dominicales, y los que representan los intereses de los accionistas minoritarios, que se denominan consejeros independientes.

Este trabajo centra su atención en los consejeros independientes. La literatura teórica y empírica, los consultores, reguladores y proponentes del buen gobierno de las empresas afirman que los consejeros independientes son fundamentales para lograr que el consejo de administración constituya un mecanismo efectivo de decisión, además de para controlar el problema de agencia. Y esta función de control se les atribuye tanto cuando la relación de agencia se presenta entre accionistas y gestores como cuando se presenta entre accionistas de control y accionistas minoritarios.

Dada la relevancia de los problemas de agencia, y las potenciales consecuencias negativas de manifestarse estos problemas, los reguladores suelen intervenir emitiendo normas de gobierno corporativo. Estas normas pueden ser de cumplimiento obligatorio o bien de carácter voluntario. Estas últimas constituyen una serie de recomendaciones sobre cómo se deben gobernar las sociedades. En España están recogidas en el Código Unificado de Buen Gobierno (CUBG), que se rige por el principio de cumplir o explicar. Las sociedades cotizadas tienen la obligación de informar mediante la publicación de un Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC), donde indican si cumplen o no las recomendaciones del código. En caso de no cumplirlas, deben explicar por qué. Las normas obligatorias, por su parte, están recogidas en las leyes; así, por ejemplo, la obligación de tener una comisión de auditoría en las empresas cotizadas aparece recogida en Ley de Sociedades de Capital.

En España el papel que deben jugar los consejeros independientes dentro del consejo de administración se ha incorporado principalmente como norma voluntaria dentro del CUBG. Pero no es así en todos los países. Por ejemplo, en Estados Unidos tanto la legislación (Sarbanes-Oxley Act) como los requisitos de los principales mercados obligan a las empresas a mantener una elevada presencia de consejeros independientes en los consejos de administración. Por ejemplo, la Bolsa de Nueva York exige que la mayoría del consejo esté formado por consejeros independientes.

La literatura académica hace mucho tiempo que se encarga de estudiar el papel de los consejeros independientes. En trabajos pioneros como el de Fama y Jensen (1983), se analiza la eficacia de los consejeros externos (no ejecutivos) para controlar el problema de agencia, y se concluye que deberían tener relevancia en los consejos. Los avances en la compilación de datos, las mejoras metodológicas y los fuertes movimientos de los legisladores para promover o imponer su prevalencia en los consejos de administración han situado a los consejeros independientes en el centro del gobierno de las empresas.

En la siguiente sección revisaremos los avances recientes que ha generado la investigación en economía sobre los factores que hacen recomendable contar con más o

con menos consejeros independientes en un consejo de administración, y su encaje dentro de la normativa sobre gobierno corporativo. En la tercera sección abordaremos los avances que relacionan los niveles de independencia del consejo y los resultados empresariales. La cuarta sección se centra en el caso español: primero describiremos la norma que recoge el papel de los consejeros independientes y el grado de ajuste por parte de las sociedades; después, analizaremos en qué medida aquellos consejeros que las empresas catalogan como independientes realmente cumplen las características que a nivel internacional se consideran relevantes para garantizar su independencia. La última sección está destinada a la discusión y a presentar las principales conclusiones que se pueden extraer de este trabajo.

2 Independencia óptima y regulación

En la literatura académica, existen dos grandes enfoques sobre cuál deba ser la estructura del consejo de administración. Hay quien entiende que la estructura del consejo la elige el CEO a su antojo, y que por tanto es imprescindible la regulación para solucionar el problema de agencia (así, por ejemplo, Bebchuk y Fried, 2005). Según el otro enfoque, el consejo de administración debe ser una respuesta eficiente al entorno contractual de la empresa. Este enfoque asume la existencia de un conjunto de factores que determinan el grado de independencia que debe poseer un determinado consejo de administración para garantizar su mayor eficiencia. En este sentido, sería recomendable que la regulación considerase estos factores para facilitar que los consejos de administración de las empresas adoptasen su estructura óptima. Existe evidencia empírica consistente con este último enfoque, así como un conjunto de trabajos teóricos independientes que analizan aspectos concretos del consejo de administración e identifican aquellos factores. Algunos autores se han referido a este corpus como a una «teoría de la independencia óptima del consejo de administración». Constituyen un cuerpo teórico de especial relevancia en un momento en el que la regulación y el mercado demandan cada vez más independencia en el consejo.

Esta teoría concluye que mayor independencia no es siempre sinónimo de mejores resultados. Los trabajos más relevantes son los de Hermalin y Weisbach (1998), Rajeha (2005), Adams y Ferreira (2007), Harris y Raviv (2008), y Kumar y Sivaramakrishnan (2008). En todos los casos se trata de modelos que analizan situaciones en las que la empresa elige el consejo más eficiente, esto es, dadas sus características, aquel que le permite obtener el máximo valor para los accionistas. Por tanto, cuando resulte preferible un consejo con bajos niveles de independencia, esta solución será la que mejor represente los intereses de los accionistas. Las funciones del consejo se simplifican al máximo al centrarse en la supervisión de la labor de los ejecutivos de la compañía, sobre todo del CEO, además de la función de asesoramiento a los mismos. Hermalin y Weisbach (1998) plantean un modelo en el que el CEO negocia con el resto del consejo cómo se renovarían las bajas que se vayan produciendo. En este modelo, el consejo no tiene información perfecta sobre las habilidades del CEO, de manera que este gana poder de negociación a base de obtener buenos resultados. Entonces, el modelo arroja que para los accionistas la mejor decisión es dejar que el CEO, siempre que haya cosechado buenos resultados en el pasado, disfrute de un consejo amigable.

En el modelo de Raheja (2005), el consejo de administración se centra en supervisar los proyectos de inversión que emprende la empresa y las decisiones de sucesión del CEO. En este caso, los consejeros ejecutivos disponen de mejor información para elegir los proyectos de inversión, pero a su vez tienen incentivos para elegir proyectos que los benefician a ellos y no a los accionistas. Los consejeros externos (no ejecutivos) utilizan la sustitución del CEO como instrumento para conseguir que los consejeros internos revelen cuáles son los mejores proyectos para los accionistas. La estructura óptima del consejo será aquella en la que se maximicen los incentivos de los consejeros internos para identificar los buenos proyectos y la habilidad de los consejeros externos para rechazar los malos, y se minimicen los costes de coordinación de los consejeros externos. Por ejemplo, en un entorno muy tecnológico y competitivo, donde es muy difícil valorar los proyectos de inversión y donde se deben tomar decisiones rápidas, sería óptimo tener un consejo pequeño, dominado por consejeros internos con intereses alineados con los de los accionistas (gracias a una remuneración en acciones, opciones, etcétera). Debido a esa dificultad para valorar los proyectos, en este caso no sería recomendable disponer de consejeros externos.

Adams y Ferreira (2007) se centran en la doble función del consejo como supervisor y como asesor del CEO. Este último siempre dispone de más información que el resto de consejeros, y este modelo considera la pertinencia de que comparta más o menos información con el consejo. Si comparte mucha información podrá obtener un mejor asesoramiento, pero también facilita el control sobre su gestión. El CEO es reticente a ser supervisado, y el modelo propone soluciones para que el consejo se muestre próximo al CEO, de forma que este esté dispuesto a facilitarle la información que precisa un buen asesoramiento. Es decir, hay situaciones en las que es preferible que los consejeros internos y los externos colaboren en lugar de enfrentarse.

Harris y Raviv (2008) plantean un modelo en el que el consejo puede estar dominado por consejeros internos o por consejeros externos, que a su vez pueden delegar la toma de decisiones en la otra parte. El consejo debe decidir el tamaño de las inversiones, y los consejeros internos tienen incentivos para elegir tamaños por encima del óptimo. Los consejeros internos disponen de más información que los externos, y estos últimos deben incurrir en un coste para adquirirla. Según este planteamiento, el tamaño del consejo y su estructura óptima son el resultado de aspectos tales como los costes de adquirir información para los externos, la relevancia de la información de los internos o lo grande que sea el incentivo de los internos para desviarse del tamaño óptimo.

Kumar y Sivaramakrishnan (2008) centran su atención en los incentivos de los consejeros. En su modelo, los consejeros prefieren no esforzarse. El consejo debe elaborar el contrato del CEO, con sus incentivos, para conseguir que utilice su información superior a la hora de elegir los proyectos que más convienen a los accionistas. Los accionistas deben fijar el contrato de los consejeros con los incentivos que les lleven a fijar el contrato óptimo con el CEO.

Cada modelo teórico se centra en un aspecto concreto del funcionamiento del consejo, y entre todos detectan aquellos factores más relevantes para determinar el grado óptimo de independencia de cada consejo de administración. Linck, Netter y Yang (2008) construyen un modelo empírico que recoge estos determinantes, y establecen

cinco factores relevantes para conocer el grado de independencia óptima del consejo de cada empresa:

- Complejidad de la empresa. Para empresas que abarcan muchos tipos de negocio y operan en múltiples zonas geográficas, es positivo contar con consejeros independientes especializados. Su alcance amplio hace difícil que los ejecutivos dominen todos los aspectos relevantes para la empresa. Si esta cuenta con una estructura financiera compleja, por ejemplo, por su alta dependencia de la financiación en mercados internacionales, se beneficiará de los contactos que pueda tener un consejero independiente proveniente de centros financieros internacionales. Se trata de situaciones en las que el consejero independiente puede tener mejor información que los consejeros ejecutivos. En estas circunstancias, es recomendable disponer de un consejo de administración grande y con muchos consejeros independientes.
- Costes de supervisión y de asesoramiento. En empresas donde los consejeros externos no tienen la posibilidad de supervisar a los consejeros internos, no es razonable la presencia de aquellos. Esto puede suceder si el negocio es tan complejo que a los consejeros externos les cuesta mucho obtener la información relevante para poder supervisar y/o asesorar a los internos. Las empresas tecnológicas constituyen el ejemplo más citado, y los modelos teóricos sugieren entonces que es preferible tener consejos pequeños y dominados por ejecutivos.
- Características del CEO. Los accionistas tienen incentivos para dejar libertad de acción a un buen gestor. Por tanto, es bueno para ellos que los gestores que hayan cosechado buenos resultados en el pasado cuenten con consejos de su agrado, que faciliten su labor y no que la dificulten con su fiscalización. Pero a su vez, un CEO puede ser demasiado poderoso y tomar decisiones que vayan en contra de los intereses de los accionistas, y entonces será conveniente para los accionistas dar poder a los consejeros independientes. Por ejemplo, si un CEO no ha tenido buenos resultados en el pasado y es a su vez el presidente del consejo, los modelos indican que lo mejor para los accionistas es fomentar la independencia del consejo.
- Disponibilidad de beneficios privados para los ejecutivos. Cuando en una empresa los ejecutivos tienen a su disposición muchos recursos de los que pueden apropiarse, entonces es importante contar con consejeros independientes que lo eviten. Esto puede darse en empresas que dispongan de mucho efectivo no comprometido. Jensen (1976) se refirió a esta problemática en aquellos casos en los que las empresas generan mucho efectivo y no tienen fuertes compromisos financieros que atender.
- Estructura de propiedad. Cuando los ejecutivos son también propietarios, sus intereses están más alineados con los de los accionistas, y entonces los modelos teóricos sugieren que no es necesario contar con tantos consejeros externos que supervisen sus decisiones. Además, cuando existen accionistas de control con participaciones importantes en la sociedad, este alineamiento de intereses puede producirse por su participación directa en la empresa como ejecutivos o por el control que pueden ejercer sobre los mismos. Por otra parte, la propiedad también puede jugar un papel importante para incentivar a los consejeros

externos (Kumar y Sivaramakrishnan, 2008): si ellos tienen acciones de la empresa, su labor como consejeros les genera un coste por sus labores de supervisión y asesoramiento, y además un beneficio en forma del mayor valor de sus acciones. Por tanto, en términos netos se reduce el coste de su labor. De forma que si los consejeros externos tienen acciones de la sociedad, su labor es más efectiva y, por tanto, a mayor propiedad mayor debería ser su relevancia en el consejo de administración.

Ya hemos dicho que la investigación empírica obtiene evidencia consistente con esta teoría de la independencia óptima. Artículos como los de Linck, Netter y Yang (2008), Boone et ál. (2007), Coles, Daniel y Naveen (2008), y Lehn, Patro y Zhao (2009) muestran que los determinantes de la estructura óptima del consejo explican una parte sustancial de la variabilidad de los consejos de las empresas. En definitiva, estos artículos obtienen evidencia de que las empresas eligen la estructura del consejo de administración que maximiza el valor para sus accionistas, siendo para cada una diferente el grado óptimo de independencia del consejo.

La regulación en general no contempla tantos matices. En determinados países, existe una normativa obligatoria que ofrece relativamente poco margen, mientras que en otros se establecen solo recomendaciones, de cumplimiento voluntario. En Estados Unidos, como hemos comentado, la Sarbanes-Oxley Act exige que haya una mayoría de consejeros independientes en la comisión de auditoría, y los principales mercados de valores norteamericanos, como la Bolsa de Nueva York, con contadas excepciones obligan a que se dé una mayoría de consejeros independientes en el consejo de administración de las empresas para que puedan cotizar en ellos. En Francia y, desde la última revisión del Código Unificado, en España, se recomienda que haya una mayoría de independientes en el consejo de administración para las empresas con propiedad dispersa, pero solo un tercio para las de propiedad concentrada. En España, además, se sugiere la conveniencia de que un tercio del consejo sea independiente cuando la empresa es pequeña. Es decir, solo se consideran dos de los determinantes de la estructura óptima del consejo, la estructura de propiedad, que seguramente es el más relevante en una economía como la española (Pascual-Fuster y Crespí-Cladera, 2015), y el tamaño, que en cierto modo indica la complejidad de la empresa. Al tratarse de recomendaciones, esto es, de normativa voluntaria, no se obliga directamente a las empresas a situarse fuera de su estructura óptima. En otros países, como en Alemania, la normativa es mucho más flexible, ya que solo se recomienda que las empresas fijen el nivel de independencia adecuado de sus consejos, sin entrar en definir qué se considera adecuado. Por último, cabe destacar el caso del Reino Unido, cuyo código de buen gobierno recomienda la existencia de una mayoría de consejeros independientes en el consejo, excepto en las empresas pequeñas.

Un consejero independiente, por definición, no debe tener relación con los ejecutivos de la compañía, ni con la compañía (otra que no sea la de consejero), ni con los accionistas de control de la compañía. La casuística es variada, de modo que los códigos voluntarios de buen gobierno o las normas de obligado cumplimiento que regulan la independencia del consejo establecen definiciones más precisas de lo que se entiende, y de lo que no se acepta, como consejero independiente. En España, el CUBG de 2006 estableció la definición que acabamos de citar y que en 2014 se incorporó a la Ley de Sociedades de Capital.

En cierto modo, la teoría de la independencia óptima y toda la literatura empírica que conlleva vienen a reflejar el debate sobre el grado de flexibilidad que la normativa relativa a la independencia de los consejos de administración debiera tener.

3 Consejeros independientes y rendimiento empresarial: la evidencia empírica

Los consejeros independientes constituyen un mecanismo de gobierno corporativo destinado a conseguir que los ejecutivos de las empresas tomen las mejores decisiones para los intereses de sus accionistas. También, que los accionistas de control no se aprovechen de su posición para extraer recursos de la empresa a costa de los accionistas minoritarios. Por tanto, cabría esperar que la introducción de este mecanismo mejorara el rendimiento que obtienen los accionistas de su inversión. Pero tal como muestra la teoría de independencia óptima, un grado elevado de independencia del consejo no siempre beneficia los intereses de los accionistas. En un principio, la investigación sobre la relación entre independencia y resultados empresariales no tenía en cuenta estas consideraciones y obtenía resultados contradictorios. Trabajos como los de Byrd y Hickman (1992), y Cotter, Shivdasani y Zenner (1997) encontraron una relación positiva entre la independencia del consejo de administración y los intereses de los accionistas. Pero otros trabajos encontraron una relación negativa, como los de Agrawal y Knoeber (1996), Klein (1998), y Bhagat y Black (2002), o no encontraron relación alguna, como los de Hermalin y Weisbach (1991), Mehran (1995), y Ferris y Yan (2007).

Los avances recientes en la investigación sobre gobierno corporativo tienden a considerar el comportamiento optimizador de las empresas. Por ejemplo, es consistente con el modelo de Hermalin y Weisbach (1998) que las empresas que obtienen malos resultados incrementen el grado de independencia de su consejo de administración. No tener en cuenta este comportamiento puede llevar a asociar malos resultados empresariales con independencia, en la idea de que aquellos son causa de esta. En definitiva, la investigación que trata de relacionar la independencia del consejo de administración con los resultados empresariales tiene que abordar el problema de endogeneidad. Se trata de entender que hay factores que afectan a la independencia del consejo que además también pueden afectar a los resultados obtenidos por la empresa. Un claro ejemplo son las habilidades del CEO como gestor empresarial, que afectan positivamente a los resultados empresariales y negativamente al grado de independencia óptimo del consejo. La teoría de la independencia óptima desvela los factores que la determinan, y la investigación puede abordar el problema de endogeneidad mediante el uso de variables instrumentales. Estas variables requieren estar correlacionadas con la independencia del consejo, pero no con los residuos del modelo empírico (no deben afectar directamente a los resultados empresariales), lo que resulta difícil de encontrar. Para solucionar este problema, Wintoki, Linck y Netter (2012) recurren a la metodología GMM (*Generalized Method of Moments*) y utilizan retardos de las mismas variables explicativas como variables instrumentales. Además, su método controla el efecto de características constantes e inobservables de cada empresa, la simultaneidad de efectos (de resultados a características de gobierno corporativo y viceversa) y el efecto de los resultados empresariales pasados sobre características actuales del gobierno corporativo de una empresa. En este estu-

dio, los autores no encuentran relación entre la independencia del consejo y los resultados empresariales, lo que se ha interpretado como que las empresas, en media, se sitúan en su nivel de independencia óptimo (Coles, Daniel y Naveen, 2008). Otros trabajos tratan de solucionar el problema de endogeneidad analizando cambios en la independencia de los consejos que no se deban a los resultados pasados de la empresa. En este sentido, Duchin, Matsusaka y Ozbas (2010) se fijan en los cambios en el nivel de independencia de las empresas norteamericanas debidos a cambios en la regulación para analizar la relación entre independencia y resultados empresariales. Sus resultados son consistentes con los determinantes de la teoría óptima de independencia del consejo. Los costes de adquisición de información sobre la empresa para los consejeros externos son determinantes: si estos costes son bajos, a mayor independencia mejores resultados empresariales; en cambio, si son elevados, a mayor independencia peores resultados. Por tanto, podemos concluir que la investigación empírica sugiere que la independencia de los consejos aporta valor a los accionistas cuando esta es necesaria y que la teoría de la independencia óptima se está constituyendo como una guía válida para saber en qué circunstancias es bueno tener consejos independientes.

Finalmente, cabe destacar el trabajo de Nguyen y Nielsen (2010), que analiza el efecto de los fallecimientos inesperados de consejeros independientes sobre el valor de las acciones de la empresa. Los autores encuentran que en tales casos las acciones bajan de valor, y lo hacen más cuanto más importante es la función del consejero fallecido, y menos si el consejo cuenta con muchos consejeros independientes (lo cual es consistente con la existencia de un nivel de independencia óptimo) o hay alguna duda sobre la independencia del consejero fallecido (por ejemplo, en el caso de consejeros independientes que llevan demasiados años en el cargo). Un aspecto destacable de este trabajo es que demuestra que no solo importa que un consejero sea externo y que la empresa lo catalogue como consejero independiente: el mercado valora la independencia real de cada consejero.

4 Consejeros independientes en el mercado español

4.1 Cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno

En España, la normativa sobre gobierno corporativo comenzó con el Código Olivencia en 1998, que establecía 23 recomendaciones. Se trataba de una regulación voluntaria con el principio de cumplir o explicar, que en gran medida sigue vigente. En cuanto a la independencia del consejo de administración, la normativa se limitaba a sugerir que se incorporasen consejeros independientes en los consejos, que los consejeros externos fueran mayoría en el consejo y que la proporción entre consejeros independientes y dominicales respondiera a la proporción entre capital flotante y capital en manos de accionistas significativos. Además, aconsejaba incluir solo consejeros externos en las comisiones de control del consejo de administración. En resumen, se establecían dos tipos de recomendaciones, unas referentes a la presencia de consejeros independientes en el consejo de administración, y otras referentes a su función dentro del mismo. En 2003 el Código Aldama añadió la reco-

mendación de que un consejero independiente presidiera la comisión de auditoría, y en 2006 el CUBG introdujo un total de 58 recomendaciones, mucho más detalladas y en las que se concretaba más el papel de los consejeros independientes. En cuando a su presencia en el consejo, se establecía ya una proporción concreta, recomendándose que representara como mínimo un tercio. Respecto de su labor dentro del consejo, se asignó un papel especial de contrapoder a un consejero independiente cuando el CEO fuera además presidente del consejo, con las recomendaciones de que fuera la comisión de nombramientos la que propusiera a los independientes (tratando de alejarlos de la influencia de los consejeros ejecutivos, del CEO en particular) y que se los protegiera de ceses anticipados injustificados, y además se profundizó en las funciones que deben tener los consejeros independientes en las comisiones del consejo. También se introdujeron recomendaciones que trataban de preservar la independencia de los consejeros independientes, estableciéndose un límite al número de años en el cargo (doce) y estableciéndose una remuneración que no les hiciera perder su independencia. En cuanto a las comisiones, se amplió a las de nombramientos y retribuciones la recomendación de que las presidiera un consejero independiente, y que además hubiera en ellas mayoría de consejeros independientes. En 2013 se revisó el CUBG, se eliminaron las recomendaciones que se habían incorporado en las leyes y se pasó a 53 recomendaciones. Finalmente, en 2015 se publica el nuevo Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, que incorpora un total de 64 recomendaciones. Hay nuevas recomendaciones referentes a la responsabilidad social corporativa y otras que abordan aspectos problemáticos, como los incentivos pagados a ejecutivos que se demuestran incorrectos una vez depurada la información contable. Pero el aspecto más relevante de la regulación actual en términos de gobierno corporativo es su incorporación parcial a las leyes, como normas de obligado cumplimiento. La Ley de Sociedades de Capital incorpora un número sustancial de las anteriores recomendaciones. Tener un consejero independiente con poderes especiales para ejercer de contrapoder del CEO, cuando este sea a su vez presidente del consejo, ahora es una obligación establecida en la ley. Lo mismo que la propuesta de los consejeros independientes por parte de la comisión de nombramientos. La composición de las comisiones de auditoría y de nombramientos y retribuciones también está recogida en la ley, con un mínimo de dos consejeros independientes y la presidencia obligatoriamente en manos de uno de ellos. En cuanto a las recomendaciones referidas a los consejeros independientes, el código de buen gobierno de 2015 mantiene las vigentes hasta la fecha, y la principal variación consiste en un incremento del porcentaje recomendado de consejeros independientes en el consejo de administración: se pasa de recomendar un tercio o más a la mitad o más en sociedades de gran tamaño y de propiedad dispersa, mientras que en el resto se mantiene la recomendación en un tercio. En general, las recomendaciones siguen la tendencia de recomendar cada vez más relevancia de los consejeros independientes en la comisiones del consejo. Por ejemplo, ahora también se recomienda que exista una mayoría de independientes en la comisión de auditoría.

Finalmente, un último aspecto que cabe destacar en la normativa española sobre consejeros independientes hace referencia a la definición misma de consejero independiente. Los primeros códigos lo definían de una forma genérica. El CUBG de 2006 introdujo las definiciones vinculantes, una de las cuales se refería al consejero independiente. En ella se concretaban aspectos como el de que los consejeros no propuestos por la comisión de nombramientos no podían ser catalogados por las

empresas como independientes. Las sociedades, en definitiva, tenían libertad para fijar el nivel de independencia de su consejo, pero debían ceñirse a las definiciones vinculantes a la hora de catalogar a sus consejeros. Finalmente, esta definición se ha incorporado a la Ley de Sociedades de Capital, lo que fuerza a las sociedades a ceñirse a ella.

Durante el periodo previo a la incorporación de la normativa vinculante, los IAGC (Informes Anuales de Gobierno Corporativo) de las empresas cotizadas en el mercado español recogen el grado de cumplimiento voluntario de las recomendaciones de buen gobierno referentes a los consejeros independientes. La estandarización de los IAGC permite el tratamiento homogéneo de la información contenida en estos informes. El ejercicio 2007 es el primero en que el IAGC recoge el grado de cumplimiento de las recomendaciones del código de buen gobierno, y 2012 es el último año que consideramos en este trabajo.

La muestra está formada por todas las empresas cotizadas que han depositado el IAGC con el formato estandarizado en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En total consta de 744 observaciones, con 135 empresas en 2007, que se van reduciendo hasta las 116 en 2012.

Se han analizado las recomendaciones que hacen referencia a los consejeros independientes dentro de las 58 recomendaciones del CUBG de 2006 (el vigente en el periodo de análisis). En el panel B del cuadro 1 figura el número de la recomendación y una breve descripción de su contenido (para su contenido completo, véase el Código Unificado de Buen Gobierno en www.cnmv.es), agrupándose, al igual que en el código mismo, entre las referentes al consejo de administración, las referentes a los consejeros y las referentes a las comisiones del consejo. En el panel A figura el porcentaje medio de cumplimiento de las 58 recomendaciones del código, a lo largo de los años, y las empresas aparecen agrupadas por tamaños y por nivel de cumplimiento. Estas dos comparaciones se han elaborado a partir del primer y último cuartil de cada año dentro de las empresas ordenadas por capitalización bursátil y por grado de cumplimiento total de las 58 recomendaciones.

Este cuadro muestra el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006. En el panel A figura la media del porcentaje de cumplimiento de las 58 recomendaciones del código: porcentaje de recomendaciones que se cumplen totalmente, parcialmente, que no se cumplen y que las empresas indican que no les son aplicables. En el panel B figura el porcentaje de empresas que cumplen cada una de las recomendaciones relacionadas con los consejeros independientes. En los dos paneles aparece la información por años, por tamaño de la sociedad y por grado de cumplimiento medio de las recomendaciones. En estos dos casos se muestra el resultado para el primer y el último cuartil de las empresas, obtenidos para cada ejercicio. Datos referidos a 135 empresas en 2007; 130 en 2008; 124 en 2009; 120 en 2010; 119 en 2011, y 116 en 2012.

	Ejercicio				Cuartiles 1 y 4 por capitalización bursátil		Cuartiles 1 y 4 por cumplimiento medio		Total	
	2007	2009	2011	2012	Alta	Baja	Alto	Bajo		
Panel A: Porcentaje medio de										
Cumplimiento	72,8%	74,9%	78,0%	78,9%	80,3%	72,4%	88,0%	58,7%	75,8%	
Cumplimiento parcial	8,9%	8,3%	6,2%	5,7%	6,7%	7,1%	3,0%	13,2%	7,6%	
No cumple	10,1%	8,6%	7,6%	7,1%	6,8%	10,5%	3,2%	17,0%	8,5%	
No aplica	8,2%	8,2%	8,1%	8,3%	6,1%	10,0%	5,8%	11,1%	8,2%	
Panel B: Recomendaciones - % empresas con cumplimiento total										
CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN										
n.º 10	Mayoría de externos	91,9%	89,5%	89,1%	88,8%	98,4%	83,3%	98,5%	77,2%	89,7%
n.º 12	Proporcionalidad dominicales vs. independientes	79,3%	79,0%	78,2%	81,0%	80,6%	71,5%	96,6%	64,3%	79,7%
n.º 13	Independientes >= 1/3	54,8%	50,0%	56,3%	54,3%	63,4%	48,9%	80,0%	26,9%	53,6%
n.º 17	Independiente contrapoder si CEO=Presidente	25,9%	32,3%	35,3%	35,3%	38,2%	26,9%	49,3%	15,2%	32,1%
DE LOS CONSEJEROS										
n.º 27	Propuesta independientes por CNR	88,9%	91,9%	95,0%	95,7%	95,2%	90,9%	99,0%	73,7%	92,7%
n.º 29	Límite mandato independientes a 12 años	64,4%	70,2%	68,9%	66,4%	64,0%	75,8%	72,2%	46,8%	68,1%
n.º 31	Protección cese anticipado a independientes	85,2%	85,5%	89,1%	90,5%	83,3%	87,6%	92,7%	68,4%	86,7%
n.º 36	Límites remuneración variable a no ejecutivos	80,0%	81,5%	81,5%	82,8%	91,9%	68,8%	97,6%	52,6%	81,3%
n.º 37	Remuneración externos preservar independencia	96,3%	98,4%	98,3%	99,1%	100,0%	98,4%	100,0%	93,6%	98,3%
DE LAS COMISIONES										
n.º 44	C. Auditoria y CNR formadas solo por externos y presididas por independientes	44,4%	54,0%	62,2%	64,7%	55,9%	61,3%	84,4%	29,2%	55,8%
n.º 55	CNR, mayoría independientes	48,9%	51,6%	56,3%	56,9%	61,8%	59,1%	83,4%	33,3%	53,5%

Un primer aspecto destacable es la tendencia creciente a declarar que se cumplen las recomendaciones del código, pasándose del 72,8 % en 2007 al 78,9 % en 2012. Por lo demás, las empresas de capitalización alta cumplen más que las de capitalización baja, lo que sugiere que el código les resulta más difícil de adoptar a las empresas pequeñas, y que probablemente se adapte menos a sus características.

El grado de cumplimiento de las recomendaciones del código específicas para los consejeros independientes se mantiene estable a lo largo del periodo de análisis. Este resultado se constata para la estructura del consejo: la recomendación de que al menos un tercio del consejo esté formado por consejeros independientes (R13) y la

de que la mayoría del consejo esté formada por externos (R10), y es consistente con la existencia de empresas para las que el porcentaje óptimo de independencia es menor al tercio recomendado. Observamos que, en promedio, las empresas de mayor tamaño aceptan más las recomendaciones referentes a los consejeros independientes, a excepción del mandato limitado a doce años (R29), la protección ante el cese anticipado (R31) y la presidencia por parte de independientes y composición exclusiva de consejeros externos de las comisiones (R44). La correlación positiva entre el grado de cumplimiento de las recomendaciones referentes a los consejeros independientes y el grado de cumplimiento del total de las 58 recomendaciones es indicativo de su contribución al cumplimiento general de las recomendaciones.

Independencia: recomendaciones por sector y concentración de propiedad

CUADRO 2

Este cuadro muestra el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno de 2006. En el panel A figura la media del porcentaje de cumplimiento de las 58 recomendaciones del código: porcentaje de recomendaciones que se cumplen totalmente, parcialmente, que no se cumplen, y que las empresas indican que no les son aplicables. En el panel B figura el porcentaje de empresas que cumplen cada una de las recomendaciones relacionadas con los consejeros independientes. En los dos paneles aparece la información por sectores industriales y por cuartiles de empresas ordenadas por la propiedad del mayor accionista. Se muestra el resultado para el primer y último cuartil de las empresas, obtenidos para cada ejercicio. Datos referidos a 135 empresas en 2007; 130 en 2008; 124 en 2009; 120 en 2010, 119 en 2011, y 116 en 2012. Clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid.

	Sectores industriales						Cuartiles 1 y 4 por propiedad del primer accionista		
	Petróleo y energía	Materiales básicos, industria y construcción	Bienes de consumo	Servicios de consumo	Servicios financieros e inmobiliarios	Tecnología y comunicaciones	Propiedad concentrada	Propiedad dispersa	
Panel A: Porcentaje medio de									
Cumplimiento	77,6%	74,9%	71,3%	77,8%	77,8%	81,7%	77,2%	76,8%	
Cumplimiento parcial	8,1%	7,9%	8,6%	8,1%	6,1%	5,7%	7,1%	6,6%	
No cumple	7,0%	8,9%	10,4%	5,8%	8,7%	6,0%	7,1%	8,8%	
No aplica	7,3%	8,3%	9,7%	8,2%	7,4%	6,6%	8,6%	7,7%	
Panel B: Recomendaciones - % empresas con cumplimiento total									
CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN									
n.º 10	Mayoría de externos	94,0%	94,1%	81,1%	91,2%	88,6%	100,0%	85,6%	93,5%
n.º 12	Proporcionalidad dominicales vs. independientes	95,5%	81,1%	62,3%	96,1%	80,7%	76,9%	82,4%	79,3%
n.º 13	Independientes >= 1/3	74,6%	41,1%	50,3%	49,0%	57,4%	87,2%	55,6%	60,3%
n.º 17	Independiente contrapoder si CEO=Presidente	28,4%	41,1%	34,9%	18,6%	31,3%	23,1%	32,1%	29,3%
DE LOS CONSEJEROS									
n.º 27	Propuesta independientes por CNR	98,5%	87,6%	90,9%	95,1%	94,9%	100,0%	96,8%	90,8%
n.º 29	Límite mandato independientes a 12 años	88,1%	63,2%	57,7%	81,4%	65,3%	82,1%	72,2%	57,1%
n.º 31	Protección cese anticipado a independientes	98,5%	91,9%	74,3%	100,0%	79,0%	97,4%	81,8%	90,8%
n.º 36	Límites remuneración variable a no ejecutivos	85,1%	74,6%	80,0%	87,3%	84,1%	84,6%	86,6%	81,0%
n.º 37	Remuneración externos preservar independencia	98,5%	98,4%	98,9%	100,0%	96,0%	100,0%	95,7%	98,4%
DE LAS COMISIONES									
n.º 44	C. Auditoria y CNR formadas solo por externos y presididas por independientes	43,3%	62,7%	50,3%	58,8%	52,8%	74,4%	41,7%	65,8%
n.º 55	CNR, mayoría independientes	67,2%	43,8%	56,6%	35,3%	59,1%	84,6%	52,4%	68,5%

Los sectores de bienes de consumo y de materiales básicos, industria y construcción muestran un menor cumplimiento global de las 58 recomendaciones del código. También son los que registran un menor cumplimiento de las recomendaciones referentes a la independencia. Con este nivel de agregación sectorial tan grande, se detecta cierta evidencia consistente con diferencias estructurales entre sectores. La interpretación, a la luz de la teoría de independencia óptima, sería que existen asimetrías informativas entre consejeros internos y externos, o bien que la naturaleza de las actividades no requeriría niveles de independencia elevados. En cualquier caso, sería necesario un análisis mucho más profundo para poder ser concluyentes.

Respecto de la estructura de propiedad, se han calculado las medias para cuartiles de empresas ordenadas por la propiedad del mayor accionista como medida de concentración de la propiedad, la cual está estrechamente correlacionada con la propiedad de los tres mayores accionistas (91 %) y con la de los cinco mayores (83 %). El cuadro 2 recoge los porcentajes de cumplimiento para el primer y último cuartil de las empresas, donde el primer accionista cuenta con un porcentaje de propiedad medio del 69 % y del 8,9 % respectivamente. Es destacable que las empresas de propiedad concentrada y las de propiedad dispersa cumplen de forma similar las 58 recomendaciones. El cumplimiento de las recomendaciones referentes a la independencia mantiene el mismo patrón. Solo las referentes a la presencia y a la labor de los consejeros independientes en las comisiones del consejo (R44 y R55) tienen más aceptación en las empresas de propiedad dispersa. Curiosamente, en todas aquellas recomendaciones referentes a la presencia de consejeros independientes (R10, R13, R44 y R55), el cumplimiento es mayor entre las sociedades de propiedad dispersa. Esto es consistente con la teoría de la independencia óptima, que sugiere la necesidad de menos independencia en las empresas con propiedad concentrada.

Finalmente, cabe destacar la existencia de diferencias importantes en cuanto al grado de aceptación de las diferentes recomendaciones referidas a los consejeros independientes. Con mucha diferencia, la recomendación menos aceptada parece ser la que otorga poderes especiales a un consejero independiente cuando el CEO de la empresa también ocupa el cargo de presidente del consejo de administración (R17). Pero dado que en muchos casos el CEO no es presidente del consejo, esta recomendación no resulta aplicable en muchas empresas. Considerando solo aquellas en las que sí lo es, el porcentaje de cumplimiento asciende hasta el 54 %. La otra recomendación que destaca por su baja aceptación es la de que haya un tercio de consejeros independientes en el consejo (R13). Precisamente estas dos recomendaciones han sufrido un cambio fuerte en 2015: la primera pasa a ser obligatoria al haberse introducido en la Ley de Sociedades de Capital, y en la segunda se incrementa el grado de independencia recomendado desde un tercio a la mitad del consejo para las empresas grandes y de propiedad dispersa. Aunque esta última variación en la normativa se adapta a los datos de los cuadros 1 y 2, donde se ve que las empresas de propiedad concentrada y las sociedades pequeñas ya cumplían menos con esta recomendación sobre el porcentaje mínimo de independientes en el consejo de administración, y a estas no se les recomienda más independencia que antes. Las recomendaciones referentes a la presencia y al papel de los consejeros independientes en las comisiones del consejo de administración (R44 y R55) son las siguientes por abajo en cuanto al grado de aceptación. La Ley de Sociedades de Capital también ha convertido en obligatorio parte de su contenido.

Los cambios regulatorios hacia la obligatoriedad en el grado de independencia de que disfruta el CEO pueden no ser consistentes con los argumentos de la teoría de la independencia óptima. Si las empresas adoptan estructuras de gobierno consistentes con su grado de independencia óptimo, los cambios regulatorios las alejarán del grado óptimo y perjudicarán a los accionistas. Si, en cambio, las empresas tienen un problema de agencia no resuelto y el consejo de administración no aporta una solución sino que es parte del problema (Bebchuk y Fried, 2005), la intervención creará valor para los accionistas. Probablemente se darán ambos casos y conocer cuál prevalece requeriría más investigación sobre la independencia del consejo de administración en España.

4.2 La independencia de los consejeros independientes

Aunque las normas de gobierno corporativo establezcan grados obligatorios o voluntarios de independencia e introduzcan definiciones más o menos precisas de lo que se entiende por consejero independiente, las empresas tienen cierto grado de libertad para interpretar la norma o la recomendación. Se puede cumplir formalmente la definición de independencia que indica el código y contratar a consejeros que no actúan en la práctica como independientes. Por ejemplo, en Estados Unidos, Hwang y Kim (2009) y Fracassi y Tate (2012) analizan los vínculos sociales entre el CEO y los consejeros independientes en busca de afinidades, tales como que provengan de la misma región, que frecuenten los mismos clubes sociales o que hayan estudiado el mismo programa MBA. Y demuestran que estos lazos informales se traducen en menos control del CEO por parte del consejo y en detrimento de los intereses de los accionistas. Cohen, Frazzini y Malloy (2012) encuentran evidencia de que es habitual nombrar como consejeros independientes a antiguos analistas que publicaban previsiones erróneas y demasiado optimistas sobre la compañía. Las compañías que lo hacen destacan además por sus malas prácticas de gobierno corporativo. Sin embargo, en todos los casos analizados se cumplía formalmente con la definición de consejero independiente que establecía la norma.

Otra posibilidad consiste en que los consejeros independientes no cumplan con la definición recomendada o que se busquen recovecos en la norma para cumplirla solo en apariencia. En Italia, Santella, Paone y Drago (2006) y Santella, Drago y Paone (2007) encuentran que las empresas no publican la información suficiente para contrastar el cumplimiento de los criterios formales de independencia de sus consejeros independientes. En España, en Crespí-Cladera y Pascual-Fuster (2014), analizamos el contenido estandarizado de los IAGC en busca de elementos que puedan servir para valorar la independencia real de los consejeros catalogados como independientes por las empresas. A partir de las definiciones del manual para empresas cotizadas de la Bolsa de Nueva York, de la recomendación de 15 de febrero de 2005 de la Comisión Europea sobre el papel de los consejeros no ejecutivos, y del código de gobierno corporativo del Reino Unido de septiembre de 2012, además del Código Unificado de Buen Gobierno de España de 2006, definimos ocho criterios de independencia contrastables para cada consejero independiente. Observamos que es una práctica generalizada computar como consejeros independientes a consejeros que difícilmente se ajustan a estos ocho criterios, derivados de los estándares internacionales anteriormente mencionados. Y, sin embargo, en este trabajo no detectamos un efecto negativo de la presencia de consejeros no estrictamente independientes sobre las prácticas de gobierno corporativo. Posteriormente, en Pascual-Fuster y Crespí-

Cladera (2015), analizamos el papel de la teoría de la independencia óptima para explicar la presencia de este tipo de consejeros independientes y los resultados obtenidos indican que las empresas dan poca relevancia al cumplimiento de los requisitos formales de independencia. Tanto los consejeros independientes que cumplen los criterios analizados como los que no los cumplen responden a los determinantes de independencia óptima, como si, de alguna forma, todos contribuyeran a generarla en el consejo de administración. Las empresas que necesitan más independencia tienen más consejeros independientes de los dos tipos.

Presentamos a continuación, aplicando los mismos criterios, un análisis descriptivo actualizado de la evolución del cumplimiento de los criterios de independencia a lo largo de los años, cómo varía en función del tamaño de la empresa, de su sector industrial, del grado de cumplimiento de las 58 recomendaciones del CUBG y de la estructura de propiedad. Para este análisis hemos contado con la información contenida en los IAGC estandarizados, que publica la CNMV desde 2004. La muestra contiene un total de 1107 observaciones, comenzando por 118 empresas en 2004 y acabando con 116 en 2012.

Los criterios de independencia contrastados con la información contenida en los mismos informes de gobierno corporativo que publican las empresas son los siguientes:

1. Haber sido propuesto por la comisión de nombramientos del consejo de administración. Hay evidencia empírica que muestra cómo el CEO influye en el nombramiento de los consejeros independientes cuando no opera esta comisión (Shivdasani y Yermack, 1999).
2. Contar con una antigüedad en el cargo no superior a doce años. Es una recomendación del código de buen gobierno español de 2006, que se acaba de incorporar en la definición vinculante de consejero independiente.
3. No realizar operaciones mercantiles o financieras relevantes que supongan una transferencia de recursos u obligaciones con la sociedad donde se sirve como consejero independiente o con entidades de su grupo.
4. No ser consejero, directivo ni trabajador de una empresa que sea accionista significativo de la empresa donde se es consejero independiente.
5. No tener otras relaciones relevantes, diferentes de las anteriores, con accionistas significativos de la empresa donde se sirve como consejero independiente.
6. No ser consejero o ejecutivo en empresas subsidiarias o asociadas a la empresa donde se sirve como consejero independiente. En este caso, en España la definición vinculante de consejero independiente difiere de este criterio al admitir que los consejeros independientes ocupen cargos de consejeros no ejecutivos en las empresas del grupo.
7. No ser una persona jurídica. En España se admite que una empresa actúe como consejero siempre que esté representada en el consejo por una persona física.
8. No haber sido consejero ejecutivo de la empresa en los cuatro años anteriores.

El cuadro 3 muestra la estructura del consejo de administración, su tamaño y la concentración de poder del CEO, aspectos todos fundamentales para valorar la posición del CEO frente al consejo de administración y la independencia del consejo. Es evidente que la presidencia del consejo incrementa sustancialmente el poder del CEO, como lo hace también la presencia de ejecutivos. El tamaño del consejo es un factor adicional que afecta a la posición del CEO frente al consejo por su involucración en los problemas de coordinación y, por tanto, en su efectividad como órgano supervisor (Yermack, 1996). En el panel A del cuadro 3 se observa cómo es una práctica estable y mayoritaria a lo largo del tiempo acumular la presidencia del consejo y el puesto de CEO. El tamaño del consejo se mantiene estable alrededor de los once miembros, estabilidad que existe también en la tipología de consejeros. Los independientes suman alrededor de un tercio, los ejecutivos alrededor del veinte por ciento y los dominicales sobre el cuarenta por ciento.

Sin embargo, cuando distinguimos de entre los consejeros independientes aquellos que cumplen los ocho criterios formales de independencia analizados, observamos cambios a lo largo de los años. En 2004 eran minoría los consejeros independientes que cumplían todos los criterios analizados. En 2012, sin embargo, solo un 9,6 % de los consejeros se declara como independiente y no cumple alguno de los criterios de independencia analizados. Si diferenciamos las empresas por su capitalización (panel B del cuadro 4), se observa cómo en las grandes se declaran proporciones mayores de independientes, aunque la práctica de nombrar a independientes que no cumplen todos los criterios analizados es común a empresas grandes y pequeñas. Las empresas que cumplen un mayor número de recomendaciones del código declaran, en media, un porcentaje superior de consejeros independientes, si bien presentan un elevado porcentaje los mismos que no cumplen alguno de los criterios analizados (55 % de los declarados independientes). Las empresas con estructuras de propiedad poco concentrada, como era de esperar, declaran un mayor porcentaje de consejeros independientes, pero la mitad de los mismos no cumplen con los criterios analizados, alrededor de un cuarenta por ciento en las empresas de propiedad concentrada. Finalmente, en el panel C del cuadro 3 se muestran los datos a nivel sectorial, y vuelven a destacar los sectores de bienes de consumo y de materiales básicos, industria y construcción. En ellos, es más frecuente que el CEO también ocupe el cargo de presidente del consejo, los consejos son más pequeños y, además, hay una proporción mucho mayor de consejeros independientes que no cumple con alguno de los criterios de independencia analizados (52 % y 54 % respectivamente). Recuérdese que estos eran los sectores industriales con más problemas para alcanzar los estándares de independencia que establece el código de buen gobierno (cuadro 2).

Por tanto, la práctica de contar con consejeros independientes que no lo son en sentido estricto, según nuestra medida, es común a todo tipo de empresas: grandes, pequeñas, de propiedad concentrada y dispersa, y pertenecientes a todos los sectores industriales, e incluso se verifica entre las empresas que declaran cumplir en mayor medida las 58 recomendaciones del código.

Este cuadro muestra el porcentaje de empresas donde el CEO ocupa el cargo de presidente del consejo de administración, el número medio de miembros del consejo de administración y, sobre ese número, el porcentaje declarados como consejeros independientes por las empresas, el porcentaje que supera los ocho criterios de independencia analizados (definidos a partir de estándares internacionales) y el porcentaje que no los supera. Además, se muestra el porcentaje de consejeros ejecutivos, de dominicales y de los catalogados como «otros». El panel A contiene la evolución en el tiempo, y el panel B la comparación entre el primer y último cuartil de las empresas ordenadas por capitalización bursátil, por grado de cumplimiento de las 58 recomendaciones del código unificado y por la propiedad del primer accionista de la sociedad. Los cuartiles se obtienen para cada ejercicio. El panel C contiene los datos a nivel sectorial. Clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid. Datos referidos a 118 empresas en 2004; 119 en 2005; 126 en 2006; 135 en 2007; 130 en 2008; 124 en 2009; 120 en 2010; 119 en 2011, y 116 en 2012.

Panel A: Por años	Ejercicio					Total
	2004	2006	2008	2010	2012	
CEO-Presidente	51,7%	59,5%	62,3%	60,0%	53,4%	57,5%
N.º consejeros	10,9	10,9	11,3	11,3	10,9	11,1
Sobre el n.º total de consejeros						
% independientes declarados	33,2%	32,2%	32,4%	34,2%	35,9%	33,3%
% independientes que cumplen todos los criterios	8,3%	10,7%	18,8%	23,7%	26,3%	17,7%
% independientes que no cumplen algún criterio	24,8%	21,6%	13,6%	10,5%	9,6%	15,5%
% ejecutivos	21,1%	21,1%	19,3%	18,4%	18,0%	19,5%
% dominicales	42,5%	42,7%	43,4%	42,4%	39,8%	42,6%
% otros	3,2%	3,9%	5,0%	9,8%	5,4%	5,7%
Panel B: Por diferentes agrupaciones	Capitalización bursátil		Grado de cumplimiento 58 recomendaciones		Propiedad primer accionista	
	Alta	Baja	Alto	Bajo	Alta	Baja
Sobre el n.º total de consejeros						
% independientes declarados	39,2%	32,2%	37,0%	23,4%	29,7%	40,3%
% independientes que cumplen todos los criterios	23,1%	15,5%	16,6%	12,9%	17,6%	18,9%
% independientes que no cumplen algún criterio	16,2%	16,8%	20,4%	10,5%	12,1%	21,4%
Panel C: Por sectores industriales	Sector					
	Petróleo y energía	Materiales básicos, industria y construcción	Bienes de consumo	Servicios de consumo	Servicios financieros e inmobiliarios	Tecnología y comunicaciones
CEO-Presidente	51,6%	66,7%	59,5%	42,7%	58,4%	49,2%
N.º consejeros	13,6	10,8	9,4	11,6	11,6	11,8
Sobre el n.º total de consejeros						
% independientes declarados	39,9%	29,1%	33,0%	32,5%	32,8%	47,5%
% independientes que cumplen todos los criterios	29,3%	14,0%	15,2%	18,0%	17,4%	28,8%
% independientes que no cumplen algún criterio	10,6%	15,1%	17,8%	14,6%	15,5%	18,7%
% ejecutivos	12,7%	18,7%	21,9%	21,3%	20,1%	16,8%
% dominicales	43,9%	47,8%	40,9%	43,6%	39,9%	32,9%
% otros	3,6%	6,2%	5,3%	3,2%	8,1%	4,0%

En el cuadro 4 se muestra el porcentaje medio de consejeros independientes que las empresas declaran en sus IAGC y qué porcentaje de los mismos no cumple, uno a uno, los ocho criterios de independencia analizados. Los criterios de independencia que menos siguen las empresas son el de que los consejeros sean propuestos por la comisión de nombramientos, el de que la antigüedad no sea superior a los doce años y el de que no ostenten cargos en empresas del grupo. El primero de estos criterios apenas se cumplía en 2004, y sin embargo las empresas lo incorporaron en sus prácticas de gobierno, y en 2012 quedan pocos casos de consejeros independientes no propuestos por la comisión de nombramientos (panel A del cuadro 4). El criterio de antigüedad ha incrementado su relevancia a lo largo de los años analizados, con cada vez menor aceptación por parte de las empresas, pero la reciente regulación, con la obligatoriedad en la Ley de Sociedades de Capitales, presumiblemente corregirá esta presencia de consejeros independientes con más de doce años en el cargo. La existencia de consejeros independientes con cargos en empresas del grupo puede deberse a que la regulación acepta la posibilidad de que los consejeros independientes ocupen plazas de consejeros no ejecutivos en el grupo, si bien en el contexto internacional no se considera ortodoxo.

Si comparamos empresas de diferente tamaño (panel B del cuadro 4), vemos cómo el requisito de la comisión de nombramientos es especialmente relevante en las empresas pequeñas (un 39,1 % de los consejeros independientes no lo cumple), pero los otros dos criterios de independencia relevantes generan más independientes «dudosos» en las empresas grandes. Las empresas que se declaran más cumplidoras de las recomendaciones de buen gobierno son las que tienen un porcentaje mayor de independientes que no cumplen los criterios de nombramiento y de cargos en el grupo. Las empresas con estructuras de propiedad más dispersa, a las que las recomendaciones de independencia parecen adaptarse más, son las que más independientes calificados como no estrictos generan para los tres criterios de independencia más relevantes. Finalmente, en el panel C del cuadro 4 aparece la misma información pero a nivel sectorial. Hay diferencias en la generación de consejeros independientes menos estrictos debidas a cada criterio, pero bienes de consumo y materiales básicos, industria y construcción mantienen niveles altos en los criterios problemáticos. Destaca un elevado porcentaje de independientes poco estrictos debido a la realización de operaciones con la misma sociedad en el segundo.

Con este análisis vemos, desde otro punto de vista, las dificultades existentes para asumir unas prácticas mejores sobre consejeros independientes en determinados tipos de empresas. Destaca el límite de doce años, que además se ha incorporado a la legislación obligatoria, y los menores niveles de independencia que realmente muestran los consejos una vez se han reclasificado los consejeros independientes. De forma que una aplicación rigurosa de la nueva normativa, al recomendar una mayor presencia de consejeros independientes en el consejo de administración, implicará un esfuerzo mayor del que se podría prever. Las sociedades no solo se verán empujadas a subir el porcentaje de independientes en sus consejos, sino que además deberán sustituir a consejeros que antes catalogaban como independientes.

Este cuadro muestra la media del porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración tal como lo declaran las empresas y el porcentaje de los mismos que no cumplen los ocho criterios de independencia analizados. En el cuadro se indica el número del criterio y se ofrece una breve descripción del mismo. El panel A contiene la evolución en el tiempo, y el panel B la comparación entre el primer y último cuartil de las empresas ordenadas por capitalización bursátil, por grado de cumplimiento de las 58 recomendaciones del código unificado y por la propiedad del primer accionista de la sociedad. Los cuartiles se obtienen para cada ejercicio. El panel C contiene los datos a nivel sectorial. Clasificación sectorial de la Bolsa de Madrid. Datos referidos a 118 empresas en 2004; 119 en 2005; 126 en 2006; 135 en 2007; 130 en 2008; 124 en 2009; 120 en 2010; 119 en 2011, y 116 en 2012.

Panel A: Por años	Ejercicio					Total
	2004	2006	2008	2010	2012	
% independientes declarados	33,2%	32,2%	32,4%	34,2%	35,9%	33,3%
% que no cumplen, sobre el total de independientes declarados						
Los 8 criterios a la vez	74,9%	66,9%	42,1%	30,8%	26,6%	46,7%
1. Propuesta C. nombramientos	62,8%	50,3%	18,9%	4,2%	1,3%	25,4%
2. Antigüedad 12 años	12,0%	14,2%	14,3%	14,7%	14,9%	14,4%
3. Operaciones vinculadas	4,5%	7,0%	6,6%	5,8%	4,1%	5,7%
4. Relación con accionista significativo	2,0%	1,0%	0,8%	0,8%	0,7%	1,2%
5. Otras relaciones con accionista significativo	1,7%	0,9%	1,0%	0,5%	0,2%	0,9%
6. Cargo en empresas grupo	18,3%	14,4%	12,6%	11,6%	10,8%	13,0%
7. Persona jurídica	1,9%	2,8%	3,3%	3,7%	3,0%	2,9%
8. Antiguo ejecutivo	0,0%	0,5%	0,3%	0,5%	0,0%	0,3%
	Capitalización bursátil		Grado de cumplimiento 58 recomendaciones		Propiedad primer accionista	
Panel B: Por diferentes agrupaciones	Alta	Baja	Alto	Bajo	Alta	Baja
% independientes declarados	39,2%	32,2%	37,0%	23,4%	29,7%	40,3%
% que no cumplen, sobre el total de independientes declarados						
Los 8 criterios a la vez	41,2%	52,0%	55,0%	44,8%	40,8%	53,0%
1. Propuesta C. nombramientos	16,9%	39,1%	34,5%	22,7%	23,1%	25,2%
2. Antigüedad 12 años	13,4%	9,8%	13,1%	22,6%	10,3%	16,6%
3. Operaciones vinculadas	4,3%	2,0%	7,5%	1,9%	5,3%	5,8%
4. Relación con accionista significativo	0,6%	1,4%	1,3%	2,4%	2,5%	0,2%
5. Otras relaciones con accionista significativo	1,3%	0,3%	1,0%	2,1%	2,4%	0,5%
6. Cargo en empresas grupo	14,5%	11,9%	15,3%	7,6%	10,5%	19,3%
7. Persona jurídica	1,8%	5,0%	2,2%	9,6%	1,8%	2,2%
8. Antiguo ejecutivo	0,0%	0,4%	0,3%	0,3%	0,0%	0,6%
	Materiales básicos, industria y construcción		Bienes de consumo	Servicios de consumo	Servicios financieros e inmobiliarios	Tecnología y comunicaciones
Panel C: Por sectores industriales	Petróleo y energía					
% independientes declarados	39,9%	29,1%	33,0%	32,5%	32,8%	47,5%
% que no cumplen, sobre el total de independientes declarados						
Los 8 criterios a la vez	26,5%	51,9%	53,9%	44,8%	47,1%	39,4%
1. Propuesta C. nombramientos	13,8%	27,3%	29,3%	31,2%	22,9%	21,4%
2. Antigüedad 12 años	12,6%	17,6%	20,7%	11,0%	11,0%	3,8%
3. Operaciones vinculadas	1,5%	10,6%	2,2%	4,6%	6,7%	6,3%
4. Relación con accionista significativo	0,0%	2,1%	0,6%	1,7%	1,1%	1,3%
5. Otras relaciones con accionista significativo	1,0%	0,4%	0,3%	3,9%	0,5%	0,0%
6. Cargo en empresas grupo	7,1%	10,2%	16,6%	13,1%	14,6%	13,2%
7. Persona jurídica	2,1%	1,8%	5,0%	0,6%	4,0%	1,4%
8. Antiguo ejecutivo	0,0%	0,4%	0,3%	0,0%	0,1%	0,8%

5 Discusión y conclusiones

En este trabajo hemos planteado la aparente contradicción que hay entre los recientes avances en la investigación sobre la independencia de los consejos de administración y las derivas en la regulación, que tiende a exigir cada vez más independencia y de forma menos voluntaria. De particular interés resulta la literatura sobre la teoría de la independencia óptima, que es consistente con los resultados de la literatura empírica: la independencia se muestra beneficiosa para los intereses de los accionistas cuando es más necesaria, una vez tenidas en cuenta las características de las empresas. La revisión de la literatura sobre la relación entre independencia del consejo de administración y resultados empresariales presentada en la tercera sección pretende poner de relieve la complejidad de esta relación. Para entenderla mejor resulta útil tener en cuenta los determinantes de la teoría de la independencia óptima.

Una segunda parte del trabajo ha analizado, con los datos españoles, el grado de cumplimiento de las recomendaciones referentes a los consejeros independientes y el cumplimiento de una serie de requisitos de independencia formal de los consejeros que las empresas presentan como consejeros independientes. Los resultados de este análisis muestran cómo precisamente las recomendaciones con más problemas de cumplimiento son aquellas en las que la regulación se ha intensificado, ya sea demandándose más independencia o convirtiéndose las recomendaciones en normas de obligado cumplimiento. Subsiste, sin embargo, el problema de cómo una regulación más estricta de carácter general acabe incidiendo en la capacidad de cada empresa para alcanzar la composición óptima de su consejo: si algunas empresas ya estaban fijando sus niveles de independencia de acuerdo a los determinantes de la teoría de independencia óptima, esta nueva regulación podría situarlas fuera de su comportamiento óptimo. Será necesaria en el futuro más investigación para determinar si este efecto se produce en España. Por último, el análisis de la independencia formal de los consejeros presentados como independientes por las empresas revela que en España es una práctica habitual contar con consejeros independientes cuyo grado de independencia es menos estricto que el que se derivaría de criterios basados en estándares internacionales, aunque la diferencia tiende a reducirse con el paso del tiempo. Empresas de todos los tamaños, con accionistas de control y sin ellos, cumplidoras de las recomendaciones de buen gobierno y no cumplidoras, tienen consejeros de independencia no estricta, según la definición formal más exigente que hemos formulado, catalogados como independientes. Además, el problema se intensifica en las empresas de los sectores industriales, donde resulta más complicado asumir la normativa sobre consejeros independientes. Cabe preguntarse si esto es debido a diferencias estructurales entre sectores industriales en cuanto a las asimetrías informativas entre consejeros internos y externos, o a otros argumentos analizados en la teoría de la independencia óptima. En todo caso, un estricto cumplimiento de la nueva normativa sobre consejeros independientes representará un esfuerzo notable por parte de las empresas en los próximos años.

Referencias

ADAMS, Renée B. y Daniel FERREIRA (2007). «A theory of friendly boards», *Journal of Finance* 62 (1), 217-250.

- AGRAWAL, Anup y Charles R. KNOEBER (1996). «Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31 (3), 377-397.
- BEBCHUK, L. y Jesse M. FRIED (2005). «Pay without performance: Overview of the issues», *Journal of Applied Corporate Finance* 17 (4), 8-24.
- BHAGAT, Sanjai y Bernard BLACK (2002). «The non-correlation between board independence and long-term firm performance», *Journal of Corporation Law* 27 (2), 231-273.
- BOONE, Audra L., Laura CASARES FIELD, Jonathan M. KARPOFF y Charu G. RAHEJA (2007). «The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis», *Journal of Financial Economics* 85 (1), 66-101.
- BYRD, John W. y Kent A. Hickman (1992). «Do outside directors monitor managers?», *Journal of Financial Economics* 32 (2), 195-221.
- COHEN, Lauren, Andrea FRAZZINI y Christopher J. MALLOY (2012). «Hiring cheerleaders: Board appointments of 'independent' directors», *Management Science* 58 (6), 1039-1058.
- COLES, J, N. DANIEL y L. NAVEEN (2008). «Boards: Does one size fit all?», *Journal of Financial Economics* 87 (2), 329-356.
- COTTER, James F., Anil SHIVDASANI y Marc ZENNER (1997). «Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?», *Journal of Financial Economics* 43 (2), 195-218.
- CRESPI-CLADERA, Rafel y Bartolomé PASCUAL-FUSTER (2014). «Does the independence of independent directors matter?», *Journal of Corporate Finance* 28 (February 2005), 116-134.
- DUCHIN, Ran, John G. MATSUSAKA y Oguzhan OZBAS (2010). «When are outside directors effective?», *Journal of Financial Economics* 96 (2), 195-214.
- FAMA, Eugene F. y Michael C. JENSEN (1983). «Separation of ownership and control separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics* 26 (2), 301-325.
- FERRIS, Stephen P. y Xuemin (Sterling) YAN (2007). «Do independent directors and chairmen matter? The role of boards of directors in mutual fund governance», *Journal of Corporate Finance* 13 (2-3), 392-420.
- FRACASSI, Cesare y Geoffrey TATE (2012). «External networking and internal firm governance», *The Journal of Finance* 67 (1), 153-194.
- HARRIS, Milton y Artur RAVIV (2008). «A theory of board control and size», *Review of Financial Studies* 21 (4), 1797-1832.
- HERMALIN, Benjamin E. y Michael S. WEISBACH (1991). «The effects of board composition and direct incentives on firm performance», *Financial Management* 20 (4), 101-112.

- HERMALIN, Benjamin E. y Michael S. WEISBACH (1998). «Endogeneously chosen board of directors and their monitoring of the CEO», *American Economic Review* 88 (1), 96-118.
- HWANG, Byoung Hyoun y Seoyoung KIM (2009). «It pays to have friends», *Journal of Financial Economics* 93 (1), 138-158.
- JENSEN, M. C. (1976). «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», *American Economic Review* 76 (1), 323-329.
- KLEIN, April (1998). «Firm performance and board committee structure», *Journal of Law and Economics* 41 (1), 275-304.
- KUMAR, Praveen y K. SIVARAMAKRISHNAN (2008). «Who monitors the monitor? The effect of board independence on executive compensation and firm value», *Review of Financial Studies* 21 (3), 1371-1401.
- LEHN, Kenneth M., Sukesh PATRO y Mengxin ZHAO (2009). «Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000», *Financial Management* 38 (4), 747-780.
- LINCK, J., J. NETTER y T. YANG (2008). «The determinants of board structure», *Journal of Financial Economics* 87 (2), 308-328.
- MEHRAN, Hamid (1995). «Executive compensation structure, ownership and firm performance», *Journal of Financial Economics* 38, 163-184.
- NGUYEN, Bang Dang y Kasper Meisner NIELSEN (2010). «The value of independent directors: Evidence from sudden deaths», *Journal of Financial Economics* 98 (3), 550-567.
- PASCUAL-FUSTER, Bartolomé y Rafel CRESPI-CLADERA (2015). «Optimal board independence with non-strictly independent directors», SSRN Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=2536746>
- RAHEJA, Charu G. (2005). «Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40 (02), 283-306.
- SANTELLA, Paolo, Carlo DRAGO y Giulia PAONE (2007). «Who cares about director independence?», Munich Personal RePEc Archive, <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/2288/>
- SANTELLA, Paolo, Giulia PAONE y Carlo DRAGO (2006). «How independent are independent directors? The case of Italy», *German Working Papers in Law and Economics* 15.
- SHIVDASANI, Anil y David YERMACK (1999). «CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis», *The Journal of Finance* 54 (5), 1829-1853.
- SHLEIFER, Andrei y Robert W. VISHNY (1997). «A survey of corporate governance», *Journal of Finance* 52 (2), 737-783.

VILLALONGA, Belen y Raphael AMIT (2006). «How do family ownership, control and management affect firm value?», *Journal of Financial Economics* 80 (2), 385-417.

WINTOKI, M. Babajide, James S. LINCK y Jeffrey M. NETTER (2012). «Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance», *Journal of Financial Economics* 105 (3), 581-606.

YANG, Tina y Shan ZHAO (2014). «CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment», *Journal of Banking & Finance* 49, 534-552.

YERMACK, David (1996). «Higher market valuation of companies with a small board of directors», *Journal of Financial Economics* 40 (2), 185-211.

Cambio de auditor y compra de opinión: efectos del cambio de firma y del cambio de socio

Beatriz García Osma, Belén Gill-de-Albornoz y Elena de las Heras (*)

(*) Beatriz García Osma es profesora titular en el departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid; Belén Gill-de-Albornoz es profesora titular en el departamento de Finanzas y Contabilidad de la Universitat Jaume I e investigadora asociada del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), y Elena de las Heras es profesora contratada en el departamento de Contabilidad de la Universidad Autónoma de Madrid.

1 Introducción

Una de las dimensiones más controvertidas de la calidad de las auditorías se refiere a la rotación óptima del auditor. No existe acuerdo sobre si este aspecto debe regularse, ni sobre si, en su caso, es conveniente que sean las firmas de auditoría o los socios responsables y sus equipos quienes roten¹. La regulación a nivel internacional adopta soluciones diversas. En la Unión Europea, por ejemplo, se ha aprobado recientemente una norma de rotación obligatoria de la firma para entidades de interés público, fijándola en un máximo de diez años².

Regular la rotación a nivel del socio o hacerlo a nivel de la firma puede tener importantes consecuencias en la estructura del mercado de auditoría. Se han analizado fundamentalmente los efectos a nivel de la firma, con resultados poco concluyentes. Los beneficios de este tipo de rotación no están claros, y existen costes asociados a ella que quizás superen sus potenciales beneficios (Arruñada y Paz-Ares, 1997). Por eso, algunos organismos reguladores (General Accounting Office, 2003) consideran «más prudente» establecer la rotación a nivel del socio. Por ejemplo, la pérdida de competencia asociada a la rotación de la firma puede evitarse obligando solo a la rotación del socio. Sin embargo, los efectos económicos de la rotación a nivel del socio pueden ser diferentes cuando se comparan con los de la rotación de la firma (Bamber y Bamber, 2009). En consecuencia, tampoco hay consenso, ni teórico ni empírico, sobre los efectos que acarrearía regular la rotación obligatoria del socio.

En el presente trabajo se analizan las consecuencias de la rotación del auditor en España. En concreto, nos centramos en el fenómeno de la «compra de opinión». Las empresas que reciben informes con salvedades pueden tratar de cambiar de auditor para «comprar» una opinión limpia. Aunque algunos estudios previos ofrecen evidencia (indirecta) consistente con la existencia de este fenómeno de compra de opinión a nivel de la firma (así, por ejemplo, Chow y Rice, 1982 y Sánchez-Segura, 2003), los resultados de esta línea de investigación son poco concluyentes. En este trabajo se aporta evidencia sobre los efectos de la rotación del auditor en España, para lo que analizamos la relación de los cambios de la firma y del socio con los cambios en la opinión de la auditoría. Si existe compra de opinión, es esperable que

1 En adelante, nos referimos a la rotación del socio responsable y su equipo como rotación «del socio» o «a nivel del socio». Cuando rota la firma responsable del trabajo de auditoría, nos referimos a dicha rotación como «de la firma» o «a nivel de la firma».

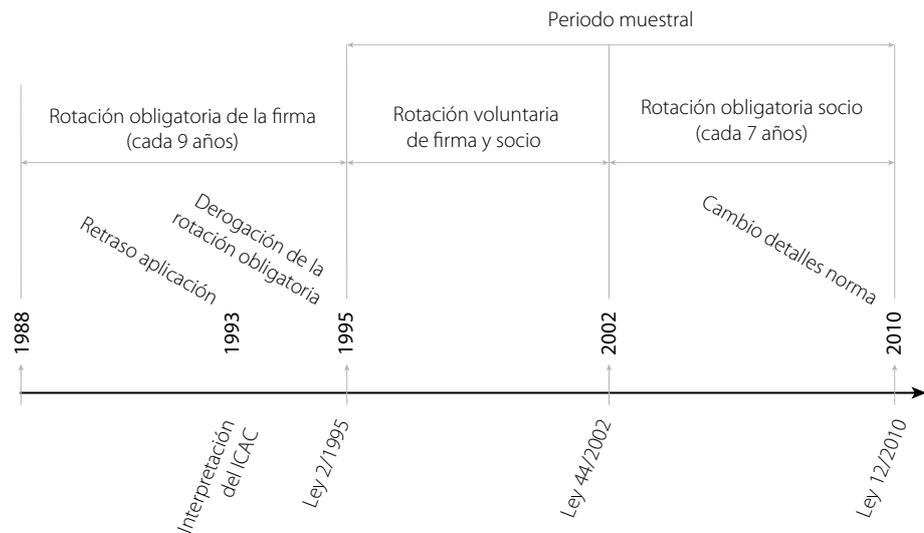
2 La última reforma del mercado de auditoría en la UE comenzó en 2010 con el documento titulado *Audit policy: Lessons from the crisis* (Comisión Europea, 2010). Este proceso ha resultado en la aprobación de la Directiva 2014/56/EC, que modifica la Directiva 2006/43/EC, y en el Reglamento n.º 537/2014, donde entre otras cuestiones se establece por primera vez a nivel Europeo la rotación obligatoria de la firma de auditoría.

los cambios de auditor estén asociados con mejoras en la opinión (donde la mejora en la opinión se define como pasar de recibir un informe con salvedades a recibir un informe limpio).

El estudio del caso español es de particular interés, puesto que el nuestro es uno de los pocos países del mundo en los que es posible identificar al socio responsable de la auditoría. Además, desde que la auditoría se reguló en España por primera vez en 1988, se han sucedido diversos contextos normativos en relación a la rotación del auditor, tal y como queda reflejado en el gráfico 1.

Regulación sobre rotación del auditor en España

GRÁFICO 1



La Ley 19/1988, de Auditoría de Cuentas, obligaba a la rotación de la firma cada nueve años (artículo 8.4); sin embargo, tras mucha controversia, la Ley 2/1995, de Sociedades de Responsabilidad Limitada, derogó esta norma y no llegó a producirse rotación obligatoria *de facto* (Carrera, Gómez-Aguilar, Humphrey y Ruiz-Barbadillo, 2007). Posteriormente, la rotación del auditor en España fue voluntaria, hasta que la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, estableció de nuevo la rotación obligatoria, pero esta vez a nivel de socio, que junto con su equipo de auditoría debía rotar cada siete años (artículo 51). La Ley 12/2010, que modificó la Ley 19/1998, cambió ligeramente la norma, estableciéndose que únicamente el socio y no el equipo estaba obligado a rotar cada siete años³. En el trabajo se contemplan, por lo tanto, dos periodos regulatorios claramente distintos: 1995-2002 y 2003-2010.

3 La nueva Ley de Auditoría (Ley 22/2015, de 20 de julio) ha modificado de nuevo las normas al recoger los requerimientos del Reglamento de la UE n.º 537/2014. Así, se incorpora la rotación obligatoria de la firma cada diez años. Esta norma también obliga a la rotación del socio y del equipo responsable de la auditoría cada cinco años (artículo 40).

2 La compra de opinión: hipótesis de trabajo

Los estados financieros son el resultado de una negociación entre empresa y auditor. Los errores detectados por el auditor pueden ser corregidos, mejorándose así la calidad de la información. Si los errores no se corrigen, el auditor debe informar de ellos en su informe, señalizando así tanto su competencia (al detectar problemas) como su independencia (al informar sobre ellos). En tal caso, el auditor emitirá un informe con salvedades.

Los informes de auditoría con salvedades tienen consecuencias negativas para la empresa (véase Kausar, Taffler y Tan, 2009), por lo que es razonable que se produzca un proceso de negociación entre empresa y auditor para tratar de lograr un informe limpio. Si no hay acuerdo, la empresa puede tratar de cambiar de auditor (véase Lennox, 1998). De producirse, la compra de opinión sería un caso evidente de pérdida de independencia del auditor. Por eso este fenómeno es una preocupación constante de los organismos reguladores (véanse Comisión Europea, 2010 y Public Company Accounting Oversight Board, 2011).

A pesar de la preocupación por parte de los reguladores, no hay evidencia clara de hasta qué punto las empresas logran comprar la opinión de los auditores. Diversos trabajos observan que existe una asociación positiva entre la recepción de un informe con salvedades y el cambio de auditor. Sin embargo, la compra de opinión no se acepta como explicación de dicha asociación. En el contexto norteamericano, ningún trabajo ha podido proporcionar evidencia de la existencia de una relación entre el cambio de auditor y la mejora de opinión, y por ejemplo DeFond y Subramanyam (1998) sugieren que los cambios de auditor tras un informe con salvedades reflejan tan solo diferencias en el nivel de conservadurismo de los auditores. En otros contextos, si bien tampoco existe evidencia directa de compra de opinión, los resultados sugieren que efectivamente esta se produce. Por ejemplo, Lennox (2000) aporta evidencia en el Reino Unido de que, tras un cambio de auditor, se reduce la probabilidad de recibir una peor opinión. Asimismo, se ha observado que en contextos en los que la protección al inversor es baja, como China o España, las empresas contratan a firmas de auditoría locales o pequeñas para evitar recibir una opinión con salvedades (véase, por ejemplo, Chan, Lin y Mo, 2006 y Gómez-Aguilar y Ruiz-Barbadillo, 2003).

En cualquier caso, la evidencia a nivel de la firma no puede extrapolarse directamente al caso de los cambios de socio, puesto que los incentivos para la compra de opinión tanto del cliente como del auditor son diferentes a este nivel. Desde el punto de vista del cliente, solicitar un cambio de socio dentro de una misma firma puede ser una opción a considerar, puesto que el cambio de socio es más opaco que el cambio de firma, y con ello se evitarían las consecuencias negativas de un cambio de firma. Incluso si no se busca activamente un cambio de socio, cuando este se produce por motivos varios (como pueden ser la jubilación del socio o la aplicación de la normativa internacional de rotación en el caso de empresas cotizadas en varios mercados), es posible que el cliente pueda influir en el proceso y aprovechar la oportunidad para buscar un socio más permisivo. Desde el punto de vista del auditor, el cambio de opinión asociado al cambio de socio parece poco probable, pero podría explicarse si la firma tiene una dependencia alta del cliente (Bamber y Bamber, 2009). Esa dependencia podría generar incentivos para que el nuevo socio tuviera una postura menos conservadora, y así retener al cliente.

La investigación sobre los efectos de la rotación del socio en la calidad de la auditoría es escasa y poco concluyente⁴. Esto se debe fundamentalmente a que son pocos los países en los que el socio firma el informe con su nombre. Los estudios que analizan datos a nivel del socio se han realizado en países como Australia o Taiwán, muy diferentes de los Estados miembros de la UE por lo que se refiere al marco legal, el gobierno corporativo o los sistemas contables. En nuestro estudio, examinamos el fenómeno de la compra de opinión a ambos niveles, el de la firma y el del socio. No son mutuamente excluyentes, por lo que podrían, en teoría, coexistir, si bien parece razonable pensar que los impedimentos a la compra de opinión serán mayores a nivel del socio. Primero porque es de esperar una cierta monitorización entre los socios dentro de las firmas. Y segundo porque la probabilidad de encontrar un socio dispuesto a cambiar de opinión dentro de una misma firma debe de ser menor que entre el resto de socios del mercado.

Si el cambio de auditor responde a un intento de compra de opinión, es esperable que esté asociado con un cambio en la opinión. En concreto, con una mejora en la opinión (que pasará de presentar salvedades a estar limpia). Por otro lado, el efecto contrario no debería observarse, y el cambio de auditor no debería estar asociado a un empeoramiento en la opinión (que pasaría de estar limpia a presentar salvedades). Por lo tanto, se plantean las siguientes hipótesis:

H1: *El cambio de auditor está positivamente asociado con la probabilidad de una mejora en la opinión de la auditoría.*

H2: *El cambio de auditor no está asociado con la probabilidad de un empeoramiento en la opinión de la auditoría.*

3 Muestra y análisis descriptivo

Para analizar la relación entre el cambio de auditor y el cambio de opinión hemos recopilado de los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores los datos de auditoría de las empresas españolas no financieras cotizadas entre 1990 y 2010. No obstante, los análisis se centran en el periodo 1995-2010, puesto que es necesario desechar los primeros años para calcular adecuadamente algunas de las variables del análisis. Disponemos de una muestra de 2176 observaciones empresa-año. Estas observaciones se clasifican en tres categorías excluyentes entre sí: (i) no cambia ni el socio ni la firma; (ii) cambia el socio pero no la firma, y (iii) cambia tanto al socio como la firma⁵. Como muestra el cuadro 1, el 20,5 % de las observaciones de la muestra presentan algún cambio de auditor, siendo más frecuente el cam-

4 Algunos estudios encuentran evidencia de que un cambio de socio aumenta la calidad de la auditoría (por ejemplo, Firth, Rui y Wu, 2012), mientras que otros concluyen lo contrario (así, Daugherty, Dickins, Hatfield y Higgs, 2012).

5 La cuarta categoría posible (se mantiene el socio y cambia la firma) no se considera. Solo observamos este caso cuando se producen fusiones entre firmas, como en la adquisición de Arthur Andersen por Deloitte en 2002 y en la fusión de PriceWaterhouse con Coopers & Lybrand en 1998. Estas observaciones no están incluidas en el presente análisis porque la rotación del auditor en estos casos se debe a motivos exógenos.

bio del socio que el de la firma: hay 122 casos de cambio de la firma y el socio (5,6 %), y 325 en los que rota solo el socio (14,9 %).

El cuadro 1 también ofrece evidencia descriptiva de la relación entre los cambios de auditor y los cambios de opinión. Si las empresas intentaran comprar opiniones limpias cambiando de auditor debería observarse una mayor proporción de informes con salvedades en el año previo en las categorías en las que hay cambio de auditor que en las que no lo hay. Esta evidencia solo se observa en el caso de la rotación de la firma. La proporción de opiniones con salvedades es del 20,3 % en el grupo sin cambios, mientras que el 34,4 % de las observaciones con cambio de la firma y del socio tenían una opinión con salvedades en el año previo al cambio. Estas diferencias son estadísticamente significativas. Sin embargo, la proporción de observaciones con salvedades en el año previo que se observa en el grupo con cambio solo del socio (un 17,5 %) no es significativamente distinta de la que se observa en la categoría en que no hay cambio de auditor. Estos resultados sugieren que entre las empresas que reciben un informe con salvedades es más probable que se realice un cambio de la firma que un cambio del socio.

Cambio de auditor y compra de opinión. Análisis descriptivo

CUADRO 1

Este cuadro muestra la proporción de empresas que reciben informes con salvedades en $t-1$ (columna 1) en cada categoría de cambio de auditor: (i) sin cambio; (ii) cambio solo del socio, y (iii) cambio del socio y de la firma. También se presenta para cada categoría la proporción de empresas que entre $t-1$ y t experimentan una mejora de opinión (columna 2), o un empeoramiento de opinión (columna 3). Las cuatro filas inferiores muestran los resultados de los tests de proporciones donde la hipótesis nula es que las proporciones en las categorías comparadas son iguales. La significatividad estadística se indica con * para p -value $< 0,10$; ** para p -value $< 0,05$, y *** para p -value $< 0,01$.

Categoría de cambio de auditor	N	Cambio de opinión entre $t-1$ y t		
		(1) Opinión con salvedades en $t-1$	(2) Mejora opinión	(3) Empeora opinión
Todas	2176	450	153	124
%		20,7 %	7,0 %	5,7 %
(i) Sin cambio	1729	351	117	94
%		20,3 %	6,8 %	5,4 %
(ii) Cambio solo del socio	325	57	19	19
%		17,5 %	5,8 %	5,8 %
(iii) Cambio del socio y de la firma	122	42	17	11
%		34,4 %	13,9 %	9,0 %
Tests diferencias proporciones (Z-statistics):				
(i) vs (iii)		-3,69***	-2,95***	-1,65*
(ii) vs (iii)		-3,83***	-2,79***	-1,19
(i) vs (ii)		1,14	0,61	-0,29

Los resultados de la columna 2 ofrecen evidencia inicial sobre el fenómeno de la compra de opinión. La proporción de mejoras de opinión en el grupo sin cambios es del 6,8 %, mientras que en el grupo con cambios de la firma es del 13,9 %, una diferencia estadísticamente significativa. Por su parte, en el grupo que cambia de socio este porcentaje es tan solo del 5,8 %, significativamente inferior al del grupo con

cambios de la firma y no significativamente distinto al del grupo sin cambios. Esta evidencia es consistente con la hipótesis de trabajo H1, pero solo para el caso de cambio de la firma, y no para el caso de cambio del socio. La columna 3 del cuadro 1 muestra la proporción de empeoramientos de opinión en cada grupo; esto es, casos que pasan de tener opiniones limpias a tener salvedades. En este caso, no se observan diferencias significativas entre los tres grupos.

4 Análisis de regresión: cambios de auditor y cambio de opinión

La decisión de cambiar de auditor puede estar relacionada con cambios en las características del cliente y/o del auditor, que a su vez expliquen el cambio en la opinión. Por ello, para obtener conclusiones válidas sobre la relación entre cambio de auditor y cambio de opinión es necesario realizar un análisis multivariante en el que se pueda controlar el efecto de otros factores sobre el cambio de opinión. En concreto, estimamos los modelos de regresión logística 1 y 2, donde la probabilidad de mejora y empeoramiento en la opinión se expresan, respectivamente, en función del cambio de auditor, tanto a nivel de la firma como del socio, y de una serie de características del cliente y del auditor.

$$Mejora_OP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cambio_Socio_{i,t} + \alpha_2 Cambio_Firma_{i,t} + \beta \sum \Delta Determinantes_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Empeora_OP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Cambio_Socio_{i,t} + \alpha_2 Cambio_Firma_{i,t} + \beta \sum \Delta Determinantes_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Las variables dependientes de los modelos 1 y 2 captan la dirección del cambio en la opinión del auditor. En concreto, *Mejora_OP_{i,t}* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa *i* recibe una opinión con salvedades en el año *t-1* y una opinión limpia en el año *t*, y 0 en caso contrario; y *Empeora_OP_{i,t}* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa *i* recibe una opinión limpia en el año *t-1* y una opinión con salvedades en el año *t*, y 0 en caso contrario. *Cambio_Socio_{i,t}* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa *i* cambia el socio pero no la firma en el año *t*, y 0 en caso contrario; y *Cambio_Firma_{i,t}* es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa *i* cambia el socio y la firma en el año *t*, y 0 en caso contrario. El grupo de referencia es por lo tanto el que no cambia ni de socio ni de firma. Un coeficiente α positivo en el modelo *Mejora_OP_{i,t}* sería consistente con la hipótesis H1. Un coeficiente α no significativo en el modelo *Empeora_OP_{i,t}* sería consistente con la hipótesis H2. Las variables que miden cambios en las características del cliente y factores relacionados con las características del auditor están recogidas en *Determinantes*. Todas las variables de control incorporadas se basan en trabajos de la línea de investigación sobre los determinantes de la opinión del auditor. El apéndice recoge la definición de todas las variables consideradas⁶.

6 Obviamos los detalles metodológicos de la estimación de los modelos. Los lectores interesados pueden solicitar la versión completa del trabajo a las autoras, en la que se proporcionan los detalles de la metodología empírica.

La información financiera de las empresas (obtenida de la base de datos SABI) y de los auditores (obtenida de los registros del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) no está disponible para toda la muestra de auditores descrita previamente. Por ello, el análisis de regresión se lleva a cabo en una muestra reducida, compuesta por 1374 observaciones empresa-año. El análisis descriptivo de esta muestra ofrece resultados similares a los presentados en el cuadro 1, lo que sugiere que es representativa de la muestra total.

La empresa media de la muestra tiene un activo de 3205 millones de euros y una rentabilidad sobre el activo (*RoA*) media de 4,7 %; el endeudamiento (*Leverage*) medio es el 52,9 %, y el ratio de liquidez (*Liquid*) medio es 1,719. En relación a las características del auditor: los socios de la muestra tienen amplia experiencia (*Age*), el 81,7 % de ellos está registrado en el Registro Oficial de Auditores de Cuentas (ROAC) desde 1991; el 4,7 % de las empresas son auditadas por un socio experto en la industria en la que opera el cliente (*PExper*), y el 88,1 % de la muestra es auditada por una firma de auditoría multinacional (*Big*); finalmente, la media de años de auditoría consecutiva del socio (*SAños*) es de 3,8 y en el caso de la firma (*FAños*) de 6,9 años.

El cuadro 2 presenta los resultados del análisis de regresión. Reportamos únicamente los coeficientes y los cocientes de probabilidades (*odd ratios*) de las variables experimentales, *Cambio_Firma* y *Cambio_Socio*⁷. Los cocientes *odds* indican el incremento o decremento en la probabilidad de un cambio en la opinión cuando la variable correspondiente pasa de 0 a 1, manteniéndose el resto de variables constantes.

Cambios de auditor y cambios de opinión. Análisis de regresión

CUADRO 2

Este cuadro muestra los resultados de la regresión logística que modeliza el cambio de opinión del auditor, bien *Mejora_OP* o bien *Empeora_OP*, sobre las variables de cambio de auditor (*Cambio_Socio* y *Cambio_Firma*) y otros determinantes relacionados con las características de la empresa y del auditor. La significatividad estadística se indica con * para p-value < 0,10; ** p-value < 0,05, y *** p-value < 0,01. El apéndice contiene la definición de todas las variables consideradas.

Variables	Mejora_OP		Empeora_OP	
	Coef.	Odds (Q1-Q3)	Coef.	Odds (Q1-Q3)
Constante	-2,154*** [-5,22]		-1,993*** [-4,01]	
<i>Cambio_Socio</i>	-0,663*** [-3,09]	0,52	-0,013 [-0,07]	0,99
<i>Cambio_Firma</i>	0,844*** [2,92]	2,33	0,339 [0,73]	1,40
<i>Determinantes</i>	Incluye		Incluye	
Wald c2	54,95***		31,71**	
Pseudo R ²	0,072		0,043	
N.º observaciones	1374		1374	

Los resultados confirman la evidencia observada en el cuadro 1. Por un lado, la probabilidad de una mejora de opinión está positiva y significativamente asociada al

7 Las tablas con los resultados completos están disponibles en la versión completa de este trabajo.

cambio de la firma de auditoría (el coeficiente de *Cambio_Firma* es positivo y estadísticamente significativo en el modelo en el que la variable dependiente es *Mejora_OP*); mientras que en el caso de cambios del socio se observa el resultado opuesto (el coeficiente de *Cambio_Socio* es negativo y significativo). Cuando se produce un cambio del socio, el nuevo socio es menos propenso que la media a dar una opinión sin salvedades cuando el socio anterior había emitido un informe con salvedades. Por otro lado, ni el cambio del socio ni el cambio de la firma están significativamente asociados a un empeoramiento en la opinión (los coeficientes de *Cambio_Socio* y *Cambio_Firma* no son significativamente distintos de cero en el modelo en que la variable dependiente es *Empeora_OP*). Los resultados de las variables de control (no presentados) son consistentes con los observados en trabajos previos.

5 Otros análisis

Intentos de compra de opinión a nivel de socio

La evidencia presentada sugiere que las rotaciones de socio no dan lugar a compra de opinión. Aun así, es posible que la intención de algunos clientes al solicitar un cambio del socio sí sea la de conseguir un cambio de opinión. Para tratar de entender si se producen intentos de compra de opinión a nivel del socio, modelizamos la probabilidad de que cambie la firma (*Cambio_Firma*) en función de un cambio previo del socio, condicionado a que no haya cambios de opinión. Los resultados de este análisis revelan que la probabilidad de que se produzca una rotación de la firma es significativamente mayor cuando se ha producido un cambio del socio en los tres años anteriores y dicho cambio no ha ido acompañado de un cambio en la opinión. Cuando se analiza esta evidencia por tipos de opinión se aprecia que es la submuestra en la que la opinión tiene salvedades la que determina este resultado. Esto sugiere que las empresas tratan de comprar la opinión cambiando de socio, y que cuando esto falla, cambian de firma.

Rotación de socio obligatoria versus voluntaria

Un último análisis llevado a cabo se centra en la relación entre el cambio de socio y el cambio de opinión distinguiendo entre cambios de socio voluntarios y obligatorios. En la muestra identificamos setenta cambios de socio obligatorios, que tienen lugar tras la promulgación de la Ley 44/2002. Se observa que la rotación obligatoria del socio está vinculada a una mayor probabilidad de mejora de opinión que la rotación voluntaria. Estos resultados, sin embargo, deben ser interpretados con cierta cautela, dado el número reducido de rotaciones de carácter obligatorio analizadas.

6 Conclusión

Este trabajo presenta evidencia empírica del fenómeno de compra de opinión, a nivel de la firma y del socio. Para ello, se analiza la relación entre el cambio de auditor y los cambios en la opinión de auditoría. Los resultados revelan que los cambios de

la firma de auditoría están asociados con mayor probabilidad de mejoras en la opinión (recibir un informe limpio cuando el auditor saliente había emitido salvedades), lo que sugiere la existencia de compra de opinión. En cambio, a nivel del socio los cambios de auditor están asociados a menor probabilidad de mejoras en la opinión. Los nuevos socios son más conservadores y menos propensos a firmar un informe limpio cuando el informe del socio saliente tenía salvedades.

En general, estos resultados confirman la tesis de que la evidencia a nivel de la firma no puede extrapolarse al nivel del socio. Se observan efectos opuestos. Este resultado es de especial trascendencia para los organismos reguladores, que en muchas ocasiones consideran la rotación a nivel del socio como medida alternativa a la rotación de la firma, confiando en evitar los costes esperados de esta última y a la vez mantener sus beneficios. Además, los resultados son consistentes con la tesis de que los efectos a nivel del socio son de segundo orden cuando se comparan con los efectos a nivel de la firma, puesto que los efectos del cambio de firma son económicamente mayores en todos nuestros modelos.

Los análisis adicionales sugieren que: (1) los cambios de firma están asociados a intentos fallidos de compra de opinión a nivel del socio, y (2) la rotación obligatoria del socio está asociada a una mayor probabilidad de mejora en la opinión que la rotación no obligatoria, lo que sugiere que en un contexto de rotación obligatoria del socio los incentivos de las empresas y/o los auditores para incurrir en compra de opinión a nivel del socio son mayores que en un contexto de rotación voluntaria. No obstante, este resultado debe considerarse con cautela, dado que el número de cambios de socio obligatorios identificados en la muestra es reducido.

Referencias

ARRUÑADA, B. y C. PAZ-ARES (1997). «Mandatory rotation of company auditors: A critical examination», *International Review of Law and Economics* 17 (1), 31-61.

BAMBER, E. M. y L. S. BAMBER (2009). «Discussion of: Mandatory audit-partner rotation, audit quality and market perception: Evidence from Taiwan», *Contemporary Accounting Research* 26 (2), 393-492.

CARRERA, N., N. GÓMEZ-AGUILAR, C. HUMPHREY y E. RUIZ-BARBADILLO (2007). «Mandatory audit firm rotation in Spain: A policy that was never applied», *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 20 (5), 671-701.

CHAN, H. K., K. Z. LIN y P. L. MO (2006). «A political-economic analysis of auditor reporting and auditor switches», *Review of Accounting Studies* 11 (1), 21-48.

CHOW, C. W. y J. RICE (1982). «Qualified audit opinions and auditor switching», *The Accounting Review* 57 (2), 326-335.

Comisión Europea (CE, 2006). Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council of 17 May 2006 on statutory audits of annual accounts and consolidated accounts, amending Council Directives 78/660/EEC and 83/349/EEC and repealing Council Directive 84/253/EEC. Bruselas, Boletín Oficial de la Unión Europea L157/87.

Comisión Europea (CE, 2010). *Audit policy: Lessons from the crisis*. Bruselas, Green Paper, octubre de 2013.

DAUGHERTY, B., D. DICKINS, R. HATFIELD y J. HIGGS (2012). «An examination of partner perceptions of partner rotation: Direct and indirect consequences to audit quality», *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 31 (1), 97-114.

DECHOW, P. M. e I. DICHEV (2002). «The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors», *The Accounting Review* 77 (Supplement), 35-39.

DEFOND, M. L. y K. SUBRAMANYAM (1998). «Auditor changes and discretionary accruals», *Journal of Accounting and Economics* 25 (1), 35-68.

FIRTH, M., O. M. RUI y X. WU (2012). «How do various forms of auditor rotation affect audit quality? Evidence from China», *The International Journal of Accounting* 47 (1), 109-138.

General Accounting Office (GAO, 2003). *Public accounting firms: Required study on the potential effects of mandatory audit firm rotation*. Washington D. C.: Report GAO-04-216.

GÓMEZ-AGUILAR, N. y E. RUIZ-BARBADILLO (2003). «Do Spanish firms change auditor to avoid a qualified report?», *International Journal of Auditing* 7, 37-53.

KAUSAR, A., R. TAFFLER y C. TAN (2009). «The going-concern market anomaly», *Journal of Accounting Research* 47 (1), 213-239.

LENNOX, C. S. (1998). «Audit quality and auditor switching: Some lessons for policy makers», working paper, Bristol University.

LENNOX, C. S. (2000). «Do companies successfully engage in opinion-shopping? Evidence from the UK», *Journal of Accounting and Economics* 29, 321-337.

Ley 19/1988 de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Ley 2/1995 de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada.

Ley 44/2002 de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Ley 12/2010 de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988 de Auditoría de Cuentas.

Ley 22/2015 de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas.

Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB, 2011). *Concept release on auditor independence and audit firm rotation*. PCAOB Release No. 2011-006. 16 de agosto de 2011.

SÁNCHEZ-SEGURA, A. (2003). «Salvedades y cambio de auditor», *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 32 (119), 983-1012.

Apéndice: Definición de las variables incluidas en los modelos de regresión

VARIABLES DEPENDIENTES:

Mejora_OP Variable dicotómica: 1 si mejora la opinión, o en caso contrario.

Empeora_OP Variable dicotómica: 1 si empeora la opinión, o en caso contrario.

VARIABLES EXPERIMENTALES:

Cambio_Socio Variable dicotómica: 1 si cambia el socio pero no la firma, o en caso contrario.

Cambio_Firma Variable dicotómica: 1 si cambian el socio y la firma, o en caso contrario.

OTROS DETERMINANTES:

$\Delta|DDI|$ Cambio entre $t-1$ y t en el valor absoluto ajustes por devengo anormales según el modelo de Dechow y Dichev (2002).

$\Delta Size$ Cambio entre $t-1$ y t en el logaritmo del activo total.

$\Delta Leverage$ Cambio entre $t-1$ y t en el ratio deuda total sobre activo total.

ΔRoa Cambio entre $t-1$ y t en la rentabilidad económica (Roa), calculada como beneficio neto sobre activo total medio.

$\Delta Liquid$ Cambio entre $t-1$ y t en el ratio de liquidez, calculado como activo corriente sobre pasivo corriente.

$\Delta Invest$ Cambio entre $t-1$ y t en el ratio activo corriente menos deudores e inventario sobre activo total.

Age Variable dicotómica: 1 si el socio es un auditor experimentado, o en caso contrario. Un auditor se considera experimentado si está registrado en el ROAC desde su creación en 1991.

Lag_Age Primer retardo de la variable Age.

PExper Variable dicotómica: 1 si el socio es un experto en la industria en la que opera la empresa, o en caso contrario. Un socio es experto si audita más de una empresa en dicha industria y es el socio que audita una mayor proporción de dicha industria, medido por las ventas de las empresas que audita.

Lag_PExper Primer retardo de la variable PExper.

Big Variable dicotómica: 1 si el auditor es una gran firma de auditoría, o en caso contrario.

Lag_Big Primer retardo de la variable Big.

Lag_SAños Primer retardo de la variable SAños, que mide el número de años del socio auditando ese cliente.

Lag_FAños Primer retardo de la variable FAños, que mide el número de años de la firma auditando ese cliente.

Do210 Variable dicotómica: 1 en los años 2002 a 2010, durante los que existe una norma de rotación obligatoria a nivel de socio, o en otros años.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2015 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- Ley 34/2015, de 21 de septiembre, de modificación parcial de la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria.

Los objetivos esenciales que persiguen las modificaciones incorporadas por esta ley para mejorar y adaptar la regulación del sistema tributario español son los siguientes:

- Reforzar la seguridad jurídica tanto de los obligados tributarios como de la Administración Tributaria y reducir la litigiosidad en esta materia, para lo que es fundamental lograr una regulación más precisa, clara y sistemática de todos aquellos procedimientos a través de los cuales se aplica y gestiona el sistema tributario.
- Prevenir el fraude fiscal, incentivando el cumplimiento voluntario de las obligaciones tributarias.
- Incrementar la eficacia de la actuación administrativa en la aplicación de los tributos, logrando un mejor aprovechamiento de los recursos a disposición de la Administración.

Llama la atención que en esta ley, en coherencia con la eliminación de los periodos de interrupción justificada del plazo del procedimiento inspector y su sustitución por periodos de suspensión, se adapta la terminología en la disposición adicional tercera (efectos de determinados incumplimientos relativos a las instituciones de inversión colectiva) de la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad, para los supuestos en los que la Comisión Nacional del Mercado de Valores deba pronunciarse sobre la suspensión o revocación de la autorización concedida a una institución de inversión colectiva.

Otros aspectos regulados:

- Se explicita en la norma la facultad de los órganos de la Administración Tributaria que tengan atribuida la iniciativa para la elaboración de disposiciones en el orden tributario de dictar disposiciones interpretativas con carácter vinculante en la aplicación de los tributos, facultad ya contenida implícitamente en la función que la normativa vigente les atribuye y que ahora se refleja expresamente en la ley.
- La modificación del bloque normativo regulador de las reclamaciones económico administrativas persigue dos objetivos básicos: la agilización de la actuación de los Tribunales y la reducción de la litigiosidad.

- Se introduce un nuevo título en la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria, a través del cual se adapta la misma a la normativa comunitaria en materia de ayudas de Estado ilegales e incompatibles.
- **Ley 39/2015, de 1 de octubre**, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Esta ley tiene por objeto regular los requisitos de validez y eficacia de los actos administrativos, el procedimiento administrativo común a todas las administraciones públicas, incluyendo el sancionador y el de reclamación de responsabilidad de las administraciones públicas, así como los principios a los que se ha de ajustar el ejercicio de la iniciativa legislativa y la potestad reglamentaria. Pretende implantar una administración totalmente electrónica, interconectada y transparente, mejorando la agilidad de los procedimientos administrativos y reduciendo los tiempos de tramitación. En este sentido, la CNMV deberá adecuarse al nuevo procedimiento administrativo electrónico, ya que gran parte de los sujetos incluidos en el ámbito de la supervisión, inspección y sanción de la CNMV establecido por el artículo 233 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y, consecuentemente, gran parte de los sujetos de los procedimientos administrativos tramitados por la CNMV tienen la condición de sujetos obligados a relacionarse electrónicamente con la administración en virtud de lo dispuesto en el artículo 14.2 de esta ley.

En cuanto a la regulación de la tramitación del procedimiento administrativo común, destacan la posibilidad de tramitación simplificada cuando concurren las condiciones previstas en la ley; la consideración de los sábados como día inhábil en el cómputo de los plazos; los nuevos supuestos de posibilidad y de obligatoriedad de suspensión del plazo máximo legal para resolver un procedimiento, o las causas de inadmisión de los recursos administrativos.

Por último, se establecen por primera vez en una ley las bases con arreglo a las cuales se ha de desenvolver la iniciativa legislativa y la potestad reglamentaria de las administraciones públicas, con el objeto de asegurar su ejercicio de acuerdo con los principios de buena regulación, garantizar la audiencia y participación de los ciudadanos en la elaboración de las normas y lograr la predictibilidad y evaluación pública del ordenamiento, como corolario del derecho constitucional a la seguridad jurídica.

Se derogan las siguientes normas:

- a) Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.
- b) Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos.
- c) Artículos 4 a 7 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible.
- d) Real Decreto 429/1993, de 26 de marzo, por el que se aprueba el Reglamento de los procedimientos de las Administraciones Públicas en materia de responsabilidad patrimonial.

- e) Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del Procedimiento para el Ejercicio de la Potestad Sancionadora.
- f) Real Decreto 772/1999, de 7 de mayo, por el que se regula la presentación de solicitudes, escritos y comunicaciones ante la Administración General del Estado, la expedición de copias de documentos y devolución de originales y el régimen de las oficinas de registro.
- g) Artículos 2.3, 10, 13, 14, 15, 16, 26, 27, 28, 29.1.a, 29.1.d, 31, 32, 33, 35, 36, 39, 48, 50, apartados 1, 2 y 4 de la disposición adicional primera, disposición adicional tercera, disposición transitoria primera, disposición transitoria segunda, disposición transitoria tercera y disposición transitoria cuarta del Real Decreto 1671/2009, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos.

La entrada en vigor se producirá un año después de su publicación en el Boletín Oficial del Estado. No obstante, las previsiones relativas al registro electrónico de apoderamientos, registro electrónico, registro de empleados públicos habilitados, punto de acceso general electrónico de la administración y archivo único electrónico producirán efectos a los dos años de la entrada en vigor de la ley.

- **Ley 40/2015, de 1 de octubre**, de Régimen Jurídico del Sector Público.

Esta ley establece y regula las bases del régimen jurídico de las administraciones públicas, los principios del sistema de responsabilidad de las administraciones públicas y de la potestad sancionadora, así como la organización y funcionamiento de la Administración General del Estado y de su sector público institucional para el desarrollo de sus actividades.

Se derogan:

- a) Artículo 87 de la Ley 7/1985, de 2 de abril, Reguladora de las Bases del Régimen Local.
- b) Artículo 110 del texto refundido de las disposiciones legales vigentes en materia de Régimen Local aprobado por el Real Decreto Legislativo 781/1986, de 18 de abril.
- c) Ley 6/1997, de 14 de abril, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado.
- d) Artículos 44, 45 y 46 de la Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones.
- e) Ley 28/2006, de 18 de julio, de Agencias estatales para la mejora de los servicios públicos.
- f) Artículos 12, 13, 14 y 15 y disposición adicional sexta de la Ley 15/2014, de 16 de septiembre, de racionalización del sector público y otras medidas de reforma administrativa.

- g) Artículo 6.1.f, disposición adicional tercera, disposición transitoria segunda y disposición transitoria cuarta del Real Decreto 1671/2009, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 11/2007, de 22 de junio, de acceso electrónico de los ciudadanos a los servicios públicos.
- h) Artículos 37, 38, 39 y 40 del Decreto de 17 de junio de 1955 por el que se aprueba el Reglamento de Servicios de las Corporaciones locales.

Hasta que, de acuerdo con lo previsto en la disposición adicional cuarta, concluya el plazo de adaptación de las agencias existentes en el sector público estatal, se mantendrá en vigor la Ley 28/2006, de 18 de julio.

Esta ley incorpora una modificación de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria¹, quedando redactado su artículo 2 en los siguientes términos:

Artículo 2. Sector público estatal.

1.º A los efectos de esta ley forman parte del sector público estatal:

- a) La Administración General del Estado.
- b) El sector público institucional estatal.

2.º Integran el sector público institucional estatal las siguientes entidades:

- a) Los organismos públicos vinculados o dependientes de la Administración General del Estado; los cuales se clasifican en:

1 También modifica el artículo 3 que queda redactado como sigue:

Artículo 3. Sector público administrativo, empresarial y fundacional.

A los efectos de esta ley, el sector público estatal se divide en los siguientes:

1. El sector público administrativo, integrado por:

- a) La Administración General del Estado, los organismos autónomos, las autoridades administrativas independientes, las universidades públicas no transferidas y las entidades gestoras, servicios comunes y las mutuas colaboradoras con la Seguridad Social, así como sus centros mancomunados, así como las entidades del apartado 3 del artículo anterior.
- b) Cualesquiera organismos y entidades de derecho público vinculados o dependientes de la Administración General del Estado, los consorcios y los fondos sin personalidad jurídica, que cumplan alguna de las dos características siguientes:
 - 1.ª Que su actividad principal no consista en la producción en régimen de mercado de bienes y servicios destinados al consumo individual o colectivo, o que efectúen operaciones de redistribución de la renta y de la riqueza nacional, en todo caso sin ánimo de lucro.
 - 2.ª Que no se financien mayoritariamente con ingresos comerciales, entendiéndose como tales a los efectos de esta ley los ingresos, cualquiera que sea su naturaleza, obtenidos como contrapartida de las entregas de bienes o prestaciones de servicios.

2. El sector público empresarial, integrado por:

- a) Las entidades públicas empresariales.
- b) Las sociedades mercantiles estatales.
- c) Cualesquiera organismos y entidades de derecho público vinculados o dependientes de la Administración General del Estado, los consorcios y los fondos sin personalidad jurídica no incluidos en el sector público administrativo.

3. El sector público fundacional, integrado por las fundaciones del sector público estatal.

- 1.º Organismos autónomos.
- 2.º Entidades públicas empresariales.
 - b) Las autoridades administrativas independientes.
 - c) Las sociedades mercantiles estatales.
 - d) Los consorcios adscritos a la Administración General del Estado.
 - e) Las fundaciones del sector público adscritas a la Administración General del Estado.
 - f) Los fondos sin personalidad jurídica.
 - g) Las universidades públicas no transferidas.
 - h) Las entidades gestoras, servicios comunes y las mutuas colaboradoras con la Seguridad Social en su función pública de colaboración en la gestión de la Seguridad Social, así como sus centros mancomunados.
 - i) Cualesquiera organismos y entidades de derecho público vinculados o dependientes de la Administración General del Estado.
- 3.º Los órganos con dotación diferenciada en los Presupuestos Generales del Estado que, careciendo de personalidad jurídica, no están integrados en la Administración General del Estado, forman parte del sector público estatal, regulándose su régimen económico-financiero por esta ley, sin perjuicio de las especialidades que se establezcan en sus normas de creación, organización y funcionamiento. No obstante, su régimen de contabilidad y de control quedará sometido en todo caso a lo establecido en dichas normas, sin que les sea aplicable en dichas materias lo establecido en esta ley.

Sin perjuicio de lo anterior, esta ley no será de aplicación a las Cortes Generales, que gozan de autonomía presupuestaria de acuerdo con lo establecido en el artículo 72 de la Constitución; no obstante, se mantendrá la coordinación necesaria para la elaboración del Proyecto de Ley de Presupuestos Generales del Estado.

Se establece la siguiente entrada en vigor:

1. La presente ley entrará en vigor al año de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, a excepción del punto cuatro de la disposición final quinta, de modificación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, de los puntos uno a once de la disposición final novena, de modificación del Texto Refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre, y la disposición final decimosegunda, de restitución o compensación a los partidos políticos de bienes y derechos incautados en aplicación de la normativa sobre responsabilidades políticas, que entrarán en vigor a los veinte días de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, y el punto doce de la misma

disposición final novena, que lo hará a los seis meses de la citada publicación en el Boletín Oficial del Estado.

2. No obstante, entrarán en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado la disposición final primera, de modificación de la Ley 23/1982, de 16 de junio, reguladora del Patrimonio Nacional, la disposición final segunda, de modificación del Real Decreto Ley 12/1995, de 28 de diciembre, sobre medidas urgentes en materia presupuestaria, tributaria y financiera, los puntos uno a tres de la disposición final quinta, de modificación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, la disposición final séptima, de modificación de la Ley 38/2003, de 17 de noviembre, General de Subvenciones, y la disposición final undécima, de modificación de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.
 3. La disposición final décima de modificación de la disposición adicional décimo tercera de la Ley 17/2012, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2013, entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, sin perjuicio de que los apartados Uno, primer y segundo párrafo; Dos; Tres, párrafos primero y segundo; Cuatro; Cinco, párrafos primero a cuarto, y Seis tendrán efecto a partir del 1 de enero de 2013, y de lo dispuesto en el apartado Siete².
- **Orden HAP/2046/2015, de 1 de octubre**, por la que se modifica la Orden de 4 de junio de 1998, por la que se regulan determinados aspectos de la gestión recaudatoria de las tasas que constituyen derechos de la Hacienda Pública.

El objeto de esta norma es establecer las medidas necesarias para fomentar el pago de las tasas directamente en las oficinas administrativas, mediante tarjetas de crédito o débito, y adaptar el contenido de la Orden Ministerial de 4 de junio de 1998 al nuevo sistema de codificación e identificación de cuentas bancarias.

- **Real Decreto 877/2015, de 2 de octubre**, de desarrollo de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, por el que se regula el fondo de reserva que deben constituir determinadas fundaciones bancarias;

2 La disposición final tercera incluye una modificación de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno. La disposición final quinta incluye una modificación de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. La Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, se modifica, quedando el apartado 1 del artículo 3 redactado como sigue: «Para solicitar la declaración de concurso están legitimados el deudor, cualquiera de sus acreedores y el mediador concursal cuando se trate del procedimiento regulado en el título X de esta ley. Si el deudor fuera persona jurídica, será competente para decidir sobre la solicitud el órgano de administración o de liquidación». Además, se modifican los artículos 34 ter, el apartado 2 del artículo 34 cuáter, el punto 6.º del apartado 1 del artículo 90.

La disposición final sexta incluye una modificación de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas.

La disposición final octava incorpora una modificación de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria. Se modifica la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

La disposición final novena modifica el Texto Refundido de la Ley de Contratos del Sector Público, aprobado por el Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre.

se modifica el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, y se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Este real decreto se dicta en desarrollo de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, por el que se regula el fondo de reserva que deben constituir determinadas fundaciones bancarias; modifica el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, y modifica también el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

En concreto, el Real Decreto 877/2015 modifica el artículo 15 del Reglamento de la Ley de Auditoría de Cuentas para concretar el concepto de «entidad de interés público» a efectos de la normativa sobre auditoría de cuentas, pasando a tener dicha condición las siguientes entidades:

- a) Las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, así como las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores o en el mercado alternativo bursátil pertenecientes al segmento de empresas en expansión.
- b) Las empresas de servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva que, durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, tengan como mínimo cinco mil clientes, en el primer caso, o cinco mil partícipes o accionistas, en el segundo caso, y las sociedades gestoras que administren dichas instituciones.
- c) Los fondos de pensiones que, durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos tengan como mínimo diez mil partícipes y las sociedades gestoras que administren dichos fondos.
- d) Las fundaciones bancarias, las entidades de pago y las entidades de dinero electrónico.
- e) Aquellas entidades distintas de las mencionadas en los párrafos anteriores cuyo importe neto de la cifra de negocios y plantilla media durante dos ejercicios consecutivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, sea superior a dos mil millones de euros y a cuatro mil empleados, respectivamente.
- f) Los grupos de sociedades en los que la sociedad dominante sea una de las entidades contempladas en las letras anteriores.

Las entidades mencionadas en las letras b, c y e perderán la consideración de entidades de interés público si dejan de reunir durante dos ejercicios consecu-

tivos, a la fecha de cierre de cada uno de ellos, los requisitos establecidos en dichos apartados. En este sentido, la disposición transitoria segunda establece que, a efectos de determinar el cumplimiento durante dos ejercicios consecutivos de los requisitos a que se refieren dichas letras, se tendrán en cuenta los nuevos parámetros correspondientes al último ejercicio social cuyo cierre se haya producido con anterioridad a la entrada en vigor de este real decreto así como al inmediatamente anterior.

Por su parte, y sin perjuicio de su condición de entidad de interés público, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones mencionados en los apartados b y c no estarán obligados a tener comisión de auditoría.

Además, este real decreto modifica el reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, con dos objetivos. En primer lugar, para flexibilizar el coeficiente de liquidez de las IIC de carácter financiero, de tal forma que se sustituye el requisito mínimo del tres por ciento de su patrimonio en activos líquidos por un coeficiente mínimo del uno por ciento y la obligación de que las IIC dispongan de un nivel suficiente de activos convertibles en efectivo diariamente que les permita atender los reembolsos en los plazos establecidos en la normativa. Y en segundo lugar, se modifica el artículo 132, con la finalidad de explicitar en la norma los principios a los que remite la disposición vigente en la actualidad y que son los establecidos en el artículo 16 de la Directiva 2006/73/CE, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha directiva.

- **Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre**, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

En esta norma se desarrollan principalmente dos importantes reformas en los mercados de valores españoles. Por un lado, se desarrollan y concretan los elementos sobre los que se asienta el nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores y, por otro, se completa la trasposición a nuestro ordenamiento de la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, relativa a los requisitos de transparencia e información sobre los emisores.

El título I se ocupa de la representación de valores negociables por medio de anotaciones en cuenta (manteniendo, en esencia, el mismo régimen jurídico vigente establecido en el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero) y clarifica la estructura y funcionamiento del sistema de registro de valores, que se articula en dos niveles, conformando el llamado «sistema de doble escalón». El primer escalón se encuentra en un registro central gestionado por el depositario central de valores, mientras que el segundo está compuesto por los llamados «registros de detalle», que gestionan las entidades participantes en dicho depositario.

En el título II se abordan las cuestiones relativas a la liquidación de valores y al régimen jurídico de las infraestructuras de mercados, es decir, las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores. Destaca en este título lo dispuesto en su capítulo IV, que desarrolla el nuevo artículo 44 septies de la Ley 24/1988, de 28 de julio, en relación con el sistema específico de información para la supervisión de la compensación, liquidación y registro de valores. Este sistema de información, denominado «interfaz de poscontratación», será gestionado por el depositario central de valores y contará con la información proporcionada por todos los participantes en el proceso de poscontratación, tales como centros de negociación, entidades de contrapartida central, etcétera. Su objetivo último es permitir la trazabilidad de las operaciones, el control de los riesgos y garantías, la correcta aplicación de los dos niveles de registro y la correcta liquidación de las operaciones. Será un elemento vital para que la CNMV pueda supervisar el adecuado funcionamiento de todas las fases de poscontratación, toda vez que desaparecerán las referencias de registro como elemento de control.

Con carácter general, se prevé la entrada en vigor del Real Decreto 878/2015, en estos aspectos, el 3 de febrero de 2016. No obstante lo anterior, la disposición adicional primera establece que las distintas infraestructuras comprobarán, con anterioridad a la fecha de entrada en funcionamiento del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores, que sus miembros y entidades participantes reúnen los requisitos establecidos para realizar las tareas que en cada caso les corresponden de acuerdo con lo dispuesto en este real decreto y la normativa interna de las citadas infraestructuras. Por tanto, serán las infraestructuras las responsables de hacer pública, coordinadamente, la fecha de comienzo del nuevo sistema de compensación, liquidación y registro de valores. La disposición adicional segunda establece que estas modificaciones no serán de aplicación a los valores de renta fija admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación ni a la deuda pública negociada en el mercado a que se refiere el capítulo III del título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, hasta la fecha y en los términos que determine el Ministro de Economía y Competitividad.

En cuanto a la segunda de las grandes novedades de esta norma, las disposiciones finales primera y segunda completan la trasposición a la legislación española de la Directiva 2013/50/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, relativa a los requisitos de transparencia e información sobre los emisores cuyos valores se admiten a cotización en un mercado regulado, reformando el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, y el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores están admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. Esta directiva revisó, entre otras cuestiones, la periodicidad y el contenido de los informes que deben elaborar los emisores de valores y estableció la necesidad de computar en las participaciones significativas la titularidad de instrumentos financieros con un efecto económico similar al de la tenencia de acciones. A consecuencia de lo anterior, este real decreto incorpora ciertas novedades en cuanto a los plazos para la publicación de determinados informes financie-

ros, el cómputo de los derechos de voto en determinados supuestos en los que se utilizan instrumentos financieros derivados y la adaptación de la definición de «emisor».

Especialmente relevantes son las novedades en régimen de información sobre participaciones significativas, por las que se modifica el artículo 28 del Real Decreto 1362/2007 y se introduce un nuevo artículo, 28 bis. Así, la obligación de notificar se aplicará no solo a toda persona que adquiera o transmita (a) instrumentos financieros que, a su vencimiento, confieran el derecho incondicional o la facultad discrecional de adquirir, exclusivamente por iniciativa propia de dicho tenedor y según acuerdo formal, acciones ya emitidas que atribuyan derechos de voto —obligación ya existente—, sino también a quien adquiera o transmita (b) «instrumentos financieros que no estén incluidos en la letra a) anterior pero que estén referenciados a acciones mencionadas en la misma y que tengan un efecto económico similar al de dichos instrumentos financieros, con independencia de si dan o no derecho a su liquidación mediante entrega física de los valores subyacentes», cuando la proporción de derecho de voto alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales establecidos en el artículo 23.1 del Real Decreto 1362/2007 (3 %, 5 %, 10 %, etc.).

A estos efectos se considerarán instrumentos financieros los valores negociables, los contratos de opciones, los futuros, las permutas financieras (*swaps*), los acuerdos de tipos de interés a plazo, los contratos por diferencias y cualquier otro contrato o acuerdo de efectos económicos similares que pueda liquidarse mediante entrega física de los valores subyacentes o en efectivo, así como aquellos otros que pueda determinar el Ministerio de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa, la CNMV.

El referido artículo 28.2 incorpora una regla de cálculo específica para calcular el número de derechos de voto afectados en el caso de instrumentos financieros que prevean exclusivamente la liquidación en efectivo; para el detalle de cómo realizar el cálculo, el real decreto se remite el Reglamento Delegado (UE) 2015/761, de 17 de diciembre de 2014.

Además, el nuevo artículo 28 bis introducido en el Real Decreto 1362/2007 incorpora una norma general de agregación, de tal forma que la obligación de notificación se aplicará también a toda persona que posea, adquiera, transmita o tenga la posibilidad de ejercer los derechos de voto asociados o atribuidos por las acciones y otros instrumentos financieros referidos en sus artículos 23, 24 y 28, cuando la proporción de derechos de voto agregada alcance, supere o se reduzca por debajo de los porcentajes establecidos. Finalmente, se establece que los derechos de voto que ya hayan sido notificados de conformidad con el artículo 28 se notificarán de nuevo cuando la persona obligada haya adquirido las acciones subyacentes y, como resultado de esa adquisición, el número total de derechos de voto asociados a las acciones emitidas por el mismo emisor alcance el umbral de notificación.

Estas novedades en el régimen de información sobre participaciones significativas entraron en vigor el 27 de noviembre de 2015. La disposición transitoria cuarta establece un plazo de quince días desde dicha entrada en vigor para que

aquellas personas que sean sujetos obligados a notificar participaciones significativas de conformidad con la nueva normativa realicen las comunicaciones pertinentes.

- **Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.

De acuerdo con esta norma, quedan derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en la misma y en el texto refundido que aprueba y, en particular, las siguientes:

- a) El Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores.
- b) La disposición adicional cuarta y la disposición transitoria segunda de la Ley 12/2001, de 9 de julio, de medidas urgentes de reforma del mercado de trabajo para el incremento del empleo y la mejora de su calidad.
- c) La disposición adicional séptima y la disposición transitoria segunda de la Ley 43/2006, de 29 de diciembre, para la mejora del crecimiento y del empleo.
- d) Las disposiciones adicionales primera y tercera y las disposiciones transitorias primera, segunda y duodécima de la Ley 35/2010, de 17 de septiembre, de medidas urgentes para la reforma del mercado de trabajo.
- e) El artículo 5, la disposición adicional quinta y las disposiciones transitorias primera y segunda del Real Decreto Ley 10/2011, de 26 de agosto, de medidas urgentes para la promoción del empleo de los jóvenes, el fomento de la estabilidad en el empleo y el mantenimiento del programa de requalificación profesional de las personas que agoten su protección por desempleo.
- f) El artículo 17, las disposiciones adicionales sexta y novena, las disposiciones transitorias quinta y sexta, el apartado 1 de la disposición transitoria novena y las disposiciones transitorias décima y decimoquinta de la Ley 3/2012, de 6 de julio, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral.
- g) La disposición transitoria séptima del Real Decreto Ley 20/2012, de 13 de julio, de medidas para garantizar la estabilidad presupuestaria y de fomento de la competitividad.
- h) La disposición adicional sexta del Real Decreto Ley 5/2013, de 15 de marzo, de medidas para favorecer la continuidad de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad y promover el envejecimiento activo.
- i) La disposición transitoria única del Real Decreto Ley 16/2013, de 20 de diciembre, de medidas para favorecer la contratación estable y mejorar la empleabilidad de los trabajadores.

- j) La disposición transitoria segunda de la Ley 1/2014, de 28 de febrero, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.

Al no establecerse de forma expresa otra fecha, el nuevo Estatuto de los Trabajadores entrará en vigor, conforme a lo establecido en el artículo 2 del Código Civil, a los veinte días de su publicación en el Boletín Oficial del Estado, es decir, el 13 de noviembre de 2015.

- **Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

En la disposición adicional única de este real decreto se señala que con el objeto de facilitar la aplicación del presente texto refundido se publicará en la página web de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera (www.tesoro.es), con efectos meramente informativos, una tabla de correspondencias con los preceptos de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Se derogan las siguientes disposiciones:

- a) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- b) Disposiciones adicionales tercera y decimocuarta y disposiciones transitorias primera, segunda, quinta y sexta de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- c) Disposición adicional tercera de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.
- d) Disposiciones adicionales primera, segunda, tercera y cuarta y disposiciones transitorias primera, segunda y sexta de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.
- e) Disposición adicional tercera de la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.
- f) Disposición adicional de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- g) Disposiciones finales primera, segunda y cuarta de la Ley 32/2011, de 4 de octubre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- h) Disposición adicional décimo tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.
- i) Disposición transitoria novena de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

- j) Disposiciones transitorias sexta y séptima de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

Este real decreto legislativo y el texto refundido que aprueba entraron en vigor a los veinte días de su publicación en el Boletín Oficial del Estado. No obstante, el apartado 2 de la disposición adicional única de este real decreto legislativo entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado (tabla de correspondencias).

- **Ley Orgánica 16/2015, de 27 de octubre**, sobre privilegios e inmunidades de los Estados extranjeros, las Organizaciones Internacionales con sede u oficina en España y las Conferencias y Reuniones internacionales celebradas en España.

Esta ley tiene por objeto regular las inmunidades ante los órganos jurisdiccionales españoles y, en su caso, los privilegios aplicables a:

- a) los Estados extranjeros y sus bienes;
- b) los jefes de Estado y de Gobierno y ministros de Asuntos Exteriores extranjeros, durante el ejercicio de su cargo y una vez finalizado el mismo;
- c) los buques de guerra y buques y aeronaves de Estado;
- d) las Fuerzas Armadas visitantes;
- e) las organizaciones internacionales con sede u oficina en España y sus bienes, y
- f) las conferencias y reuniones internacionales celebradas en España.

Esta ley orgánica entró en vigor a los veinte días de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

- **Orden ECC/2314/2015, de 20 de octubre**, por la que se determina la fecha de entrada en funcionamiento del Fichero de Titularidades Financieras.

Esta disposición establece que el 6 de mayo de 2016 entrará en funcionamiento el Fichero de Titularidades Financieras (FTF), en el que se almacenarán los datos sobre todas las operaciones de apertura o cancelación de cuentas corrientes, cuentas de ahorro, cuentas de valores y depósitos a plazo.

Con esta orden se cumple el mandato de la disposición transitoria primera del Real Decreto 304/2014, de 5 de mayo, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo y se establece que, con anterioridad a esa fecha de entrada en funcionamiento del FTF, el SEPBLAC comunicará a las entidades de crédito cuáles de estas deberán hacer la captura inicial y declarar las cuentas corrientes, cuentas de ahorro, cuentas de valores y depósitos a plazo vigentes, de forma que, a partir del 6 de mayo de 2016, las comunicaciones mensuales

de las entidades se limitarán a las nuevas aperturas y cancelaciones de cuentas y depósitos que se produzcan, así como a las modificaciones sobre los datos ya obrantes en el fichero.

- **Circular 4/2015, de 28 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades de Entidades de Capital Riesgo, y la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Entidades de Capital Riesgo.

Esta circular tiene por objeto actualizar la información recabada mediante los estados reservados establecidos en la Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital Riesgo, y en la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Entidades de Capital Riesgo a las modificaciones introducidas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre. Además, se incorporan las novedades introducidas por el Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva y que afectan a SGIIC.

En primer lugar, y en lo referente a los estados reservados de la Circular 7/2008 en cuanto a las SGEIC, las modificaciones están motivadas por la ampliación de servicios de inversión que este tipo de entidades pueden prestar, por la exigencia de realizar aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones y por la nueva definición de recursos propios. Adicionalmente, se incrementa la periodicidad de envío de información periódica, que pasa a ser semestral, con el objetivo de disponer de la información reservada con igual periodicidad para todas las entidades gestoras.

Asimismo, y resultando de aplicación a SGIIC y SGEIC, se establece la obligación de informar sobre el número de reclamaciones recibidas y tramitadas por los servicios de atención al cliente, en línea con las directrices conjuntas de ESMA, EBA e EIOPA sobre la gestión de reclamaciones de usuarios de servicios financieros.

En segundo lugar, y en lo relativo a la Circular 11/2008, se incrementa el desglose de la información reservada en consonancia con la ampliación del conjunto de activos admitidos para el cumplimiento de los coeficientes legales. Asimismo, se incorporan al ámbito de aplicación de dicha circular las nuevas entidades definidas en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, y se establecen nuevos estados reservados para SICC autogestionadas.

- **Circular 5/2015, de 28 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2008, de 30 de enero, sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados relativa a los informes financieros semestrales, las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, los informes financieros trimestrales.

La presente circular modifica determinados aspectos de los modelos de notificación de información pública periódica aprobados por la Circular CNMV 1/2008. En concreto:

- a) La ampliación del plazo para presentar el primer informe semestral de dos a tres meses.
- b) La supresión de la obligación de publicar y difundir información sobre las nuevas emisiones de deuda.
- c) La adaptación de los modelos aplicables a las entidades de crédito (anexo II) a los nuevos modelos previstos por la Circular 5/2014, de 28 de noviembre, de Banco de España.
- d) La introducción de desgloses adicionales de información en el anexo II para proporcionar una mayor transparencia e información a los inversores. Estos desgloses se refieren a la solvencia, calidad crediticia de la cartera de préstamos y partidas a cobrar, operaciones refinanciadas o reestructuradas y exposición inmobiliaria.
- e) La incorporación del nuevo detalle, exigido por la modificación en la NIC 1, de la partida de «otro resultado global» en dos componentes, la parte reciclable y la no reciclable.

Esta circular entra en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial de Estado. No obstante, la información financiera semestral deberá presentarse ajustada a lo dispuesto en los anexos I, II y III de la presente circular para aquellos periodos que comiencen a partir del 1 de enero de 2016.

- **Real Decreto Legislativo 5/2015, de 30 de octubre**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público.

Este estatuto tiene por objeto establecer las bases del régimen estatutario de los funcionarios públicos incluidos en su ámbito de aplicación. Asimismo, tiene por objeto determinar las normas aplicables al personal laboral al servicio de las administraciones públicas.

La disposición adicional cuarta dispone la aplicación de este estatuto a las autoridades administrativas independientes de ámbito estatal, estableciendo que se aplicará a las autoridades administrativas independientes del ámbito estatal, Entidades de Derecho Público reguladas en los artículos 109 y 110 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, en la forma prevista en sus leyes de creación.

La entrada en vigor de este real decreto legislativo y del texto refundido que aprueba es el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado. No obstante, la entrada en vigor de la duración prevista para el permiso de paternidad en el artículo 49.c del texto refundido se producirá en los términos previstos en la disposición transitoria sexta de dicho texto refundido. Por último, la entrada en vigor tanto del apartado 2 del artículo 50 como de la disposi-

ción adicional decimosexta del texto refundido se ha producido el 1 de enero de 2016.

- **Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre**, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros.

Esta orden ministerial tiene por objeto garantizar un adecuado nivel de protección al cliente o potencial cliente de productos financieros mediante el establecimiento de un sistema normalizado de información y clasificación que le advierta sobre su nivel de riesgo y le permita elegir los que mejor se adecuen a sus necesidades y preferencias de ahorro e inversión. Con tal finalidad, las entidades entregarán a sus clientes o potenciales clientes un indicador de riesgo y, en su caso, unas alertas por liquidez y complejidad.

La presente orden entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

- **Real Decreto 1012/2015, de 6 de noviembre**, por el que se desarrolla la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por el que se modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito.

El objetivo principal de este real decreto es desarrollar, desde un punto de vista organizativo, la regulación aprobada en los últimos años para afrontar aquellas situaciones de potencial dificultad en la que se pueden encontrar las entidades de crédito y las empresas de servicio de inversión, concluyendo la transposición de la Directiva 2014/59/UE, de 15 de mayo de 2014, que traspuso parcialmente la citada Ley 11/2015. Para ello, concreta los criterios y medidas necesarias para el cumplimiento de los principios que inspiran la Directiva 2014/59/UE:

- a) Instaurar una fase preventiva que asegure que se dan las condiciones requeridas para que, si una entidad debe ser liquidada, su resolución se haga de manera ordenada.
- b) Articular un procedimiento especial, ágil y eficaz, que permita acometer la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión y se aplique en lugar de la legislación concursal cuando razones de interés público y de protección de la estabilidad financiera lo exijan.
- c) Garantizar la debida separación entre las funciones de supervisión y de resolución, con el fin de evitar el conflicto de intereses en que podría incurrir la autoridad supervisora por desempeñar al mismo tiempo las facultades de resolución.
- d) Asegurar que la absorción de las pérdidas de la resolución la realizan los accionistas y acreedores de la entidad, y no los recursos públicos.

Este real decreto regula, entre otros aspectos, la valoración de las entidades con carácter previo a la adopción de cualquier medida de resolución, el contenido

de los planes de recuperación, los criterios para su evaluación por el órgano competente, el contenido de los planes de resolución, las obligaciones procedimentales, las reglas sobre el funcionamiento de los instrumentos de resolución, los aspectos relativos a la amortización y conversión de los instrumentos de capital y recapitalización interna, las reglas para determinar las condiciones de utilización de los mecanismos de financiación con los que cuenta el FROB para la financiación de las medidas de resolución, el papel del FROB y los acuerdos de reconocimiento de las acciones de resolución con terceros países.

Asimismo, este real decreto modifica el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, sobre fondos de garantía de depósitos de entidades de crédito, con el fin de desarrollar los nuevos artículos que la Ley 11/2015, de 18 de junio, introdujo en el Real Decreto Ley 16/2011, de 14 de octubre, por el que se crea el Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito. De esta forma se completa la trasposición de la Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, relativa a los sistemas de garantía de depósitos.

El presente real decreto entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado. No obstante, las normas sobre recapitalización interna contenidas en el capítulo VI han entrado en vigor el 1 de enero de 2016.

- **Orden ECC/2402/2015, de 11 de noviembre**, por la que se crea el Órgano Centralizado de Prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo del Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y de Bienes Muebles.

Esta disposición tiene como finalidad intensificar y potenciar la colaboración de las profesiones colegiadas con las autoridades judiciales, policiales y administrativas. Colaboración impuesta a raíz de la inclusión de los registradores (registradores de la propiedad, mercantiles y de bienes muebles de España) en una nueva categoría de sujetos obligados conforme a la promulgación de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo.

De este modo se alcanza un doble objetivo:

- a) Facilitar el cumplimiento por parte de los sujetos individuales de la normativa preventiva.
- b) Beneficiar la homogeneidad de las medidas aplicadas por el colectivo para dar cumplimiento a las previsiones establecidas en las leyes y reglamentos que regulan la prevención del blanqueo de capitales y financiación del terrorismo.

Esta orden dispone su entrada en vigor a los cuatro meses de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

- **Circular 6/2015, de 17 de noviembre**, del Banco de España, a las cajas de ahorros y fundaciones bancarias, sobre determinados aspectos de los informes de

remuneraciones y gobierno corporativo de las cajas de ahorros que no emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores y sobre las obligaciones de las fundaciones bancarias derivadas de sus participaciones en entidades de crédito.

La presente circular establece:

- a) La adaptación, para las cajas de ahorros que no emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores (artículo 31 de la Ley 26/2013), de los modelos e impresos establecidos en las circulares de la CNMV 4/2013, de 12 de junio, esto es, de los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, que se incluyen como anejos 1 y 2 de esta circular.
 - b) La determinación del contenido mínimo y otros aspectos relacionados con las obligaciones derivadas de la elaboración del protocolo de gestión y del plan financiero (artículos 43 y 44 de la Ley 26/2013).
 - c) La determinación de la reducción de valor que se aplicará a los activos en los que debe mantenerse invertido el fondo de reserva en función de la liquidez y de la pérdida de valor estimada que se pudiera producir en el momento de la venta o permuta (artículo 5 del Real Decreto 877/2015).
- **Real Decreto 1060/2015, de 20 de noviembre**, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Este real decreto tiene por objeto desarrollar la regulación de la actividad aseguradora y reaseguradora privada efectuada por la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades aseguradoras y reaseguradoras, así como completar la transposición al ordenamiento jurídico nacional de la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2009, sobre el acceso a la actividad de seguro y de reaseguro y su ejercicio (Directiva Solvencia II), con el fin de proteger los derechos de los tomadores, asegurados y beneficiarios, y de promover la transparencia y el desarrollo de la actividad aseguradora.

Se destaca que en el artículo 16 se dispone la colaboración entre autoridades supervisoras para la evaluación de la adquisición de participaciones significativas en entidades aseguradoras y reaseguradoras y en la disposición transitoria séptima se establece una medida sobre la inversión en valores negociables u otros instrumentos financieros basados en préstamos empaquetados, de forma que solo se hayan de aplicar los requisitos contemplados en el nuevo régimen de solvencia los instrumentos emitidos antes del 1 de enero de 2011.

Este real decreto entra en vigor el 1 de enero de 2016. No obstante lo anterior, el apartado dos de la disposición final cuarta entrará en vigor el 1 de julio de 2016; y la disposición adicional decimoséptima, el día siguiente a su publicación.

- **Orden ECC/2575/2015, de 30 de noviembre**, por la que se determina el contenido, la estructura y los requisitos de publicación del informe anual de gobierno corporativo, y se establecen las obligaciones de contabilidad de las fundaciones bancarias.

El contenido de esta orden es doble, trata del informe anual de gobierno corporativo de las fundaciones bancarias, regulando, en primer término, su contenido y estructura conforme al principio de transparencia informativa, la responsabilidad por su elaboración, la información que debe contener sobre la estructura, composición y funcionamiento de los órganos de gobierno, la determinación de la política de nombramientos, las referencias a la política de inversión en la entidad de crédito participada, la política de remuneraciones y gastos reembolsados, las operaciones vinculadas, la política de conflictos de intereses y la actividad de la obra social desarrollada. Después, la orden regula los requisitos de remisión y publicación de dicho informe.

En segundo lugar, establece las normas y modelos de información financiera aplicables a las fundaciones bancarias, fijando sus obligaciones contables y sus modelos de los estados financieros de carácter público.

Además, su disposición adicional primera establece lo siguiente: «La disposición final segunda de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, queda redactada como sigue:

»Disposición final segunda. Habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

»La Comisión Nacional del Mercado de Valores queda habilitada para detallar mediante circular el contenido y estructura de los informes de gobierno corporativo y de remuneraciones de conformidad con lo previsto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2012, de 2 de julio, y en esta orden ministerial, a cuyos efectos podrá establecer modelos o impresos con arreglo a los cuales las diferentes entidades deberán hacer públicos los mismos».

- **Circular 6/2015, de 15 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2015, de 23 de junio, sobre datos e información estadística de las infraestructuras de mercado.

Uno de los grandes ejes en los que se basa la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores introducida, entre otros, por el Real De-

creto 878/2015 es la eliminación del actual sistema de registro de valores de renta variable basado en las referencias de registro para pasar a un sistema basado exclusivamente en saldos de valores, estableciéndose procedimientos alternativos de control. Esto lleva aparejado, por un lado, que una parte importante de los ficheros que se están recibiendo en la CNMV de las infraestructuras de los mercados no vayan a recibirse en el futuro y, por otro lado, que sea necesario incluir los ficheros basados en la nueva operativa y nuevos procedimientos que surgen con la implantación de la primera fase de la reforma que afectará a todas las operaciones de renta variable. En consecuencia, esta norma sustituye el anexo de la Circular 1/2015 sobre datos e información estadística de las infraestructuras de mercado por el anexo de la presente circular, que incluye el listado de los registros, bases de datos internos o estadísticos y documentos que han de ser capturados y guardados por las entidades comprendidas en los apartados 1.º y 2.º del artículo 233.1.a del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, para ser puestos a disposición de la CNMV.

La presente circular entró en vigor el 3 de febrero de 2016.

- **Circular 7/2015, de 22 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 5/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, y la Circular 4/2013, de 12 de junio, que establece los modelos de informe anual de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas y de los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

La aprobación tanto de la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, como del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, por acuerdo del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del 18 de febrero de 2015, ha hecho necesario modificar los modelos de informe anual de gobierno corporativo incluidos en la Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que establece los modelos de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. La modificación afecta fundamentalmente al anexo I de la Circular 5/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En esta circular se detalla el contenido y estructura de los informes anuales de gobierno corporativo previstos en los artículos 5, 6 y 7 de la Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores, modificada por la Orden ECC/2575/2015, de 30 de noviembre, a cuyo efecto la CNMV podrá establecer

modelos o impresos con arreglo a los cuales las diferentes entidades deberán hacer públicos dichos informes anuales.

Se deroga el apartado B, Política de Remuneraciones Prevista para Ejercicios Futuros, del modelo anexo I —informe anual sobre remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas— de la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La presente circular entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado y resultará de aplicación a los informes anuales de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y de otras entidades —distintas de las cajas de ahorros— que emitan valores que se negocien en mercados oficiales de valores y a los informes anuales de remuneraciones de los consejeros de sociedades anónimas cotizadas que las entidades deban presentar correspondientes a los ejercicios cerrados a partir del 31 de diciembre de 2015, inclusive.

- **Circular 8/2015, de 22 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos y sus vínculos estrechos, de operaciones del emisor sobre acciones propias y otros modelos.

Esta circular tiene por objeto adaptar los modelos de notificación de derechos de voto incluidos hasta ahora en la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos, a las nuevas obligaciones de comunicación establecidas en el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, en la redacción dada por el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, que, entre otros aspectos, incorpora a nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifica la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE.

Se deroga la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de

participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias y otros modelos.

La presente circular entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el Boletín Oficial del Estado. Los sujetos obligados deberán utilizar los nuevos modelos aprobados por esta circular para las notificaciones que tengan que presentar a partir del día 31 de marzo de 2016.

Normativa europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2015/2205 de la Comisión, de 6 de agosto de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación.**

Este reglamento tiene por objeto establecer las categorías de derivados extra-bursátiles de tipos de interés que deben estar sujetas a la obligación de compensación de acuerdo con el procedimiento establecido en el Reglamento (UE) n.º 648/2012 y la fecha a partir de la cual surte efecto dicha obligación.

- **Directrices sobre medidas alternativas de rendimiento, de 1 de octubre de 2015 European Securities Market Authority (ESMA).**

Estas directrices son de aplicación en relación con las medidas alternativas del rendimiento desglosadas por los emisores o personas responsables de los folletos cuando publican información regulada y folletos (y suplementos) y tienen por finalidad promover la utilidad y transparencia de dichas medidas. El cumplimiento de estas directrices mejorará la comparabilidad, fiabilidad y/o comprensibilidad de las medidas alternativas del rendimiento.

- **Directrices sobre la aplicación de las obligaciones simplificadas con arreglo al artículo 4, apartado 5, de la Directiva 2014/59/UE, de 16 de octubre de 2015 European Banking Authority (EBA).**

Las presentes directrices, a las que hace referencia el artículo 4, apartado 5, de la Directiva 2014/59/UE, especifican los criterios para la evaluación, de acuerdo con el artículo 4, apartado 1, de dicha directiva, de los posibles efectos negativos de la inviabilidad de una entidad, y su ulterior liquidación con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios, en los mercados financieros, en otras entidades y en las condiciones de financiación, a los efectos de determinar si procede aplicar las obligaciones simplificadas a la entidad en cuestión. Los resultados de la evaluación realizada por una autoridad competente o autoridad de resolución, en relación con la elegibilidad de una entidad o clase de entidades para la aplicación de las obligaciones simplificadas, podrán comunicarse a la entidad afectada con sujeción a los requisitos de secreto profesional aplicables en el Estado miembro correspondiente.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	39	49	52	23	21	24	19	6
Ampliaciones de capital	39	47	47	21	18	23	19	6
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	6	0	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	19	17	7	5	8	8	3
De las cuales dividendo elección	9	12	12	7	4	5	6	3
Ampliaciones de capital por conversión ³	14	11	11	6	7	4	4	1
De contrapartida no monetaria ⁴	4	4	5	3	1	2	1	1
Con derecho de suscripción preferente	6	5	12	1	5	6	3	1
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	11	6	3	4	4	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	4	6	2	3	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	145	147	115	33	31	27	24	7
Ampliaciones de capital	145	140	103	29	25	25	24	7
Ofertas públicas de suscripción de valores	5	8	0	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	38	37	28	7	5	8	8	3
De las cuales dividendo elección	20	28	22	7	4	5	6	3
Ampliaciones de capital por conversión ³	50	43	31	9	11	5	6	1
De contrapartida no monetaria ⁴	17	9	7	3	1	2	1	1
Con derecho de suscripción preferente	6	5	15	1	5	6	3	1
Sin negociación de derechos de suscripción	29	38	22	9	3	4	6	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	7	12	4	6	2	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	39.126,2	32.762,4	37.067,4	15.719,6	11.728,8	4.458,9	5.160,0	628,2
Ampliaciones de capital	39.126,2	27.875,5	28.735,8	11.015,9	8.941,2	3.618,6	5.160,0	628,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	1.742,8	2.951,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	9.932,8	12.650,8	9.627,8	2.843,6	2.647,2	1.387,9	2.749,1	475,2
De las cuales dividendo elección	9.869,4	12.573,8	9.627,8	2.843,6	2.647,2	1.387,9	2.749,1	475,2
Ampliaciones de capital por conversión ³	7.478,8	3.757,9	2.162,5	412,1	269,2	465,6	1.015,7	0,1
De contrapartida no monetaria ⁴	231,6	2.814,5	367,0	242,4	1,3	123,2	0,1	0,0
Con derecho de suscripción preferente	11.463,1	2.790,8	7.932,6	6,2	5.683,2	1.196,1	1.047,1	89,0
Sin negociación de derechos de suscripción	8.277,1	2.909,9	8.645,9	7.511,5	340,4	445,9	348,0	64,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	4.886,9	8.331,6	4.703,7	2.787,6	840,3	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	20.135,9	4.768,5	4.253,4	1.742,7	1.129,0	812,8	568,9	103,5
Ampliaciones de capital	20.135,9	4.472,6	3.153,3	965,4	1.071,5	547,5	568,9	103,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	988,2	626,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.458,6	1.258,2	946,6	241,2	172,2	262,9	270,3	47,5
De las cuales dividendo elección	1.208,3	1.110,0	785,8	241,2	171,8	111,2	261,7	47,5
Ampliaciones de capital por conversión ³	3.721,0	819,7	107,0	12,7	11,4	19,5	63,5	0,0
De contrapartida no monetaria ⁴	60,3	311,0	146,6	94,4	0,0	52,2	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	8.021,7	1.185,7	1.190,7	6,2	860,1	191,9	132,4	36,8
Sin negociación de derechos de suscripción	5.886,0	271,3	762,3	610,9	27,7	20,9	102,8	19,2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	295,9	1.100,2	777,2	57,6	265,3	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵								
Número de emisores	7	9	16	5	2	3	7	1
Número de emisiones	14	15	18	6	2	3	7	1
Importe efectivo (millones de euros)	45,7	130,1	177,8	8,6	6,9	28,5	133,8	3,5
Ampliaciones de capital	45,7	130,1	177,8	8,6	6,9	28,5	133,8	3,5
De ellas, mediante OPS	1,8	5,0	21,6	0,0	5,0	3,8	12,9	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

2 Datos disponibles: enero de 2016.

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

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	123	129	129	129	132	132	129	129
Sin Nuevo mercado	123	129	129	129	132	132	129	129
Nuevo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Empresas extranjeras	7	8	7	8	8	7	7	7
Segundo mercado	7	6	5	5	5	5	5	5
Madrid	2	2	2	2	2	2	2	2
Barcelona	5	4	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros ex SICAV	23	20	18	20	19	19	18	18
Madrid	11	9	8	9	9	9	8	8
Barcelona	13	12	10	12	11	11	10	10
Bilbao	7	7	6	7	7	7	6	6
Valencia	4	4	3	4	4	4	3	3
Corros SICAV	0	0	0	0	0	0	0	0
MAB	3.066	3.269	3.429	3.295	3.343	3.388	3.429	3.429
Latibex	26	26	21	24	24	24	21	21

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: enero de 2016.

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

CUADRO 1.3

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	705.162,3	735.317,8	766.335,7	873.326,5	831.537,6	746.606,4	766.335,7	706.403,1
Sin Nuevo mercado	705.162,3	735.317,8	766.335,7	873.326,5	831.537,6	746.606,4	766.335,7	706.403,1
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras ⁴	141.142,4	132.861,1	141.695,3	165.865,1	155.748,9	131.710,8	141.695,3	128.200,9
Ibex 35	430.932,9	479.378,5	477.521,1	552.490,4	524.207,8	468.078,9	477.521,1	441.444,9
Segundo mercado	67,5	30,2	20,6	18,8	21,1	23,3	20,6	19,7
Madrid	18,3	15,8	20,6	18,8	21,1	23,3	20,6	19,7
Barcelona	49,3	14,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	2.906,2	2.466,6	1.040,3	2.647,5	1.094,0	1.088,6	1.040,3	1.092,6
Madrid	519,4	376,5	296,9	364,1	353,1	342,2	296,9	353,2
Barcelona	2.749,5	2.356,5	887,7	2.492,0	945,3	970,4	887,7	1.219,5
Bilbao	183,6	162,5	943,3	243,3	1.086,5	963,8	943,3	10.608,1
Valencia	342,5	326,4	150,0	219,7	218,0	219,4	150,0	130,4
Corros SICAV ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB ⁵	32.171,2	34.306,0	37.258,5	36.936,9	37.432,7	35.380,9	37.258,5	35.491,8
Latibex	270.926,9	286.229,2	116.573,4	217.888,1	287.640,4	170.167,1	116.573,4	146.368,3

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: enero de 2016.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	693.168,0	864.443,5	938.396,7	254.754,3	253.265,5	217.212,0	213.164,9	73.110,4
Sin Nuevo mercado	693.168,0	864.443,5	938.396,7	254.754,3	253.265,5	217.212,0	213.164,9	73.110,4
Nuevo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Empresas extranjeras	5.640,5	14.508,9	12.417,7	3.730,2	6.520,4	1.181,3	985,7	327,0
Segundo mercado	1,7	0,7	13,8	0,5	9,7	3,4	0,2	0,0
Madrid	1,4	0,5	13,7	0,5	9,7	3,4	0,1	0,0
Barcelona	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros ex SICAV	51,4	92,5	246,1	16,5	203,3	2,6	23,7	0,6
Madrid	7,3	32,6	19,4	6,5	1,1	0,8	11,0	0,5
Barcelona	44,1	45,2	219,1	7,2	202,2	1,7	8,0	0,0
Bilbao	0,1	14,3	7,5	2,8	0,0	0,0	4,7	0,0
Valencia	0,0	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
Corros SICAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	5.896,3	7.723,3	6.441,7	1.944,0	1.621,4	1.156,0	1.720,3	409,4
Latibex	367,3	373,1	258,7	85,4	67,6	59,3	46,4	16,3

1 Datos disponibles: enero de 2016.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	668.553,2	831.962,6	903.397,2	235.615,5	245.715,4	214.071,9	207.994,4	71.725,5
Órdenes	346.049,6	453.294,9	475.210,0	138.080,4	123.180,8	113.392,9	100.555,9	32.968,5
Aplicaciones	56.565,3	73.056,9	96.187,7	23.217,1	25.477,2	24.336,6	23.156,8	8.965,4
Bloques	265.938,3	305.610,8	331.999,5	74.318,1	97.057,4	76.342,4	84.281,7	29.791,6
Fuera de hora	7.654,7	7.568,8	3.137,9	1.750,5	941,4	361,1	84,8	29.791,6
Autorizadas	4.839,9	7.808,9	14.885,5	11.316,1	1.219,3	1.090,0	1.260,1	853,9
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	326,5	175,3	4.360,1	13,8	3.183,0	173,6	989,7	0,0
OPV	396,1	6.143,4	4.266,8	4.266,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	379,7	410,9	203,6	0,0	190,0	13,6	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	7.083,5	6.954,1	5.964,2	1.254,5	1.420,5	956,8	2.332,4	63,0
Operaciones de cobertura	3.934,4	3.419,5	2.181,4	537,0	596,0	545,0	503,4	113,4

1 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds*).

2 Datos disponibles: enero de 2016.

Operaciones de crédito

CUADRO 1.6

Millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
CONTRATACIÓN								
Préstamo de valores ²	464.521,5	599.051,5	691.486,7	161.106,1	201.952,7	167.537,8	160.890,1	60.835,9
Crédito de valores para su venta ³	326,8	357,9	178,2	108,0	63,2	7,0	0,0	0,0
Crédito para compra de valores ³	34,1	16,2	6,4	2,4	3,7	0,3	0,0	0,0
SALDO VIVO								
Préstamo de valores ²	43.398,9	61.076,1	79.952,8	74.304,7	76.628,8	74.169,5	79.952,8	75.906,6
Crédito de valores para su venta ³	7,3	6,4	0,0	17,4	9,4	0,0	0,0	0,0
Crédito para compra de valores ³	0,6	0,4	0,0	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: enero de 2016.

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

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.7

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	49	46	49	17	18	14	29	12
Cédulas hipotecarias	12	13	13	8	5	6	8	5
Cédulas territoriales	5	3	3	1	2	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	11	16	16	9	8	7	10	5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	1	1	0	0	0	1	0
Bonos de titulización	18	13	16	1	5	2	9	1
Pagarés de empresa	20	18	16	6	3	2	5	4
De titulización	0	1	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	20	17	15	5	3	2	5	3
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	297	662	416	92	127	77	120	26
Cédulas hipotecarias	40	27	34	9	9	8	8	5
Cédulas territoriales	6	3	6	1	3	1	1	0
Bonos y obligaciones no convertibles	170	578	319	74	103	62	80	15
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	8	1	1	0	0	0	1	0
Bonos de titulización	53	35	40	2	9	4	25	2
Pagarés de empresa ²	20	18	16	6	3	2	5	4
De titulización	0	1	1	1	0	0	0	1
Resto de pagarés	20	17	15	5	3	2	5	3
Otras emisiones de renta fija	0	0	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	138.838,6	130.258,4	136.907,3	36.632,8	31.006,2	22.019,4	47.248,9	6.442,3
Cédulas hipotecarias	24.799,7	23.838,0	31.375,0	8.300,0	8.025,0	8.050,0	7.000,0	3.250,0
Cédulas territoriales	8.115,0	1.853,3	10.400,0	3.500,0	3.500,0	3.000,0	400,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	32.536,9	41.154,7	39.399,9	13.900,7	3.761,2	2.494,5	19.243,6	580,9
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	803,3	750,0	53,2	0,0	0,0	0,0	53,2	0,0
Bonos de titulización	28.592,9	29.008,0	28.369,6	3.000,0	11.773,3	1.950,0	11.646,3	750,0
Tramo nacional	24.980,1	26.972,1	25.147,2	3.000,0	9.506,5	1.950,0	10.690,7	750,0
Tramo internacional	3.612,8	2.035,9	3.222,4	0,0	2.266,8	0,0	955,6	0,0
Pagarés de empresa ³	43.990,8	33.654,4	27.309,6	7.932,2	3.946,7	6.524,9	8.905,8	1.861,4
De titulización	1.410,0	620,0	2.420,0	940,0	480,0	400,0	600,0	0,0
Resto de pagarés	42.580,8	33.034,4	24.889,6	6.992,2	3.466,7	6.124,9	8.305,8	1.861,4
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	4.776,0	7.999,3	5.254,2	660,0	1.810,0	741,6	2.042,6	472,0
Emisiones aseguradas	193,0	195,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: enero de 2016.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.8

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
Total	130.467,7	114.956,4	145.890,9	56.856,7	29.662,7	29.008,1	30.363,5	21.160,0
Pagarés	45.228,6	33.493,1	27.455,3	7.533,0	4.530,8	6.229,7	9.161,8	1.980,7
Bonos y obligaciones	22.414,4	25.712,5	47.616,4	39.523,8	3.273,1	2.679,1	2.140,5	16.929,3
Cédulas hipotecarias	25.399,7	24.438,0	31.375,0	6.300,0	10.025,0	8.050,0	7.000,0	1.500,0
Cédulas territoriales	8.115,0	1.853,3	10.400,0	3.500,0	500,0	6.000,0	400,0	0,0
Bonos de titulización	29.309,9	29.459,5	29.044,2	0,0	11.333,8	6.049,3	11.661,1	750,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: enero de 2016.

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	493	465	388	443	417	419	388	386
Renta fija privada	492	464	387	442	416	418	387	385
Pagarés	30	19	16	17	16	16	16	14
Bonos y obligaciones	91	79	64	76	73	73	64	64
Cédulas hipotecarias	48	49	44	47	45	44	44	43
Cédulas territoriales	12	9	9	9	10	9	9	9
Bonos de titulación	341	329	278	316	297	299	278	277
Participaciones preferentes	34	23	13	16	13	13	13	13
Bonos matador	9	9	7	9	9	9	7	7
Deuda Pública	1	1	1	1	1	1	1	1
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	5.060	3.345	2.723	2.857	2.777	2.732	2.723	2.731
Renta fija privada	4.907	3.192	2.531	2.694	2.615	2.537	2.531	2.536
Pagarés	2.529	1.130	392	456	399	380	392	384
Bonos y obligaciones	558	495	882	786	822	826	882	904
Cédulas hipotecarias	328	283	238	256	244	241	238	233
Cédulas territoriales	52	39	32	34	35	31	32	31
Bonos de titulación	1.334	1.188	966	1.120	1.084	1.034	966	961
Participaciones preferentes	94	47	16	33	22	16	16	16
Bonos matador	12	10	7	9	9	9	7	7
Deuda Pública	153	153	193	163	162	195	193	195
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	141	141	181	151	150	183	181	183
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	1.442.270,2	1.374.947,5	1.386.289,8	1.374.947,5	1.381.434,3	1.390.566,9	1.386.289,8	1.388.862,5
Renta fija privada	708.601,8	581.825,3	534.088,9	581.825,3	575.524,0	563.727,9	534.088,9	538.355,5
Pagarés	28.816,3	20.361,6	15.172,9	20.361,6	15.993,3	15.827,3	15.172,9	14.689,5
Bonos y obligaciones	132.076,6	74.076,5	74.082,2	74.076,5	96.235,04	95.543,4	74.082,2	89.359,4
Cédulas hipotecarias	246.967,9	208.314,2	194.072,7	208.314,2	195.042,2	194.646,4	194.072,7	184.647,7
Cédulas territoriales	29.793,5	24.671,3	27.586,3	24.671,3	28.171,3	22.971,3	27.586,3	27.336,3
Bonos de titulación	269.176,8	253.045,1	222.100,4	253.045,1	238.823,6	233.535,7	222.100,4	221.248,1
Participaciones preferentes	1.076,2	782,1	627,4	782,1	684,2	629,6	627,4	627,4
Bonos matador	694,6	574,4	447,1	574,4	574,4	574,4	447,1	447,1
Deuda Pública	733.668,3	793.122,3	852.200,9	793.122,3	805.910,3	826.838,9	852.200,9	850.507,0
Letras del Tesoro	89.174,4	77.926,1	82.435,4	77.926,1	77.345,3	78.127,0	82.435,4	82.024,0
Bonos y Obligaciones del Estado	644.493,9	715.196,2	769.765,5	715.196,2	728.565,0	748.711,9	769.765,5	768.483,0

1 Datos disponibles: enero de 2016.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.10

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Importes nominales en millones de euros								
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	1.400.757,7	1.118.963,7	521.853,7	157.221,6	174.511,7	84.989,0	105.131,4	12.719,3
Renta fija privada	1.400.601,6	1.118.719,6	521.590,4	157.106,4	174.451,0	84.955,1	105.077,8	12.713,5
Pagarés	112.559,8	48.817,3	31.346,2	8.732,7	7.591,7	6.905,2	8.116,7	1.619,9
Bonos y obligaciones	295.191,7	269.659,8	78.120,5	33.521,9	24.757,5	6.498,2	13.342,8	987,2
Cédulas hipotecarias	341.674,0	376.273,3	187.201,7	64.085,0	52.685,2	31.768,1	38.663,4	8.149,8
Cédulas territoriales	86.758,6	82.023,2	46.711,4	6.355,8	20.787,2	8.038,4	11.530,0	25,1
Bonos de titulación	538.064,8	341.827,8	177.844,1	44.392,1	68.590,5	31.713,2	33.148,4	1.926,8
Participaciones preferentes	26.256,0	97,7	295,5	16,6	12,9	8,0	258,0	4,7
Bonos matador	96,7	20,5	71,1	2,4	26,1	24,0	18,5	0,1
Deuda Pública	156,1	244,1	263,3	115,2	60,7	33,8	53,6	5,8
Letras del Tesoro	11,6	30,7	30,2	13,4	8,4	8,4	0,0	0,0
Bonos y Obligaciones del Estado	144,4	213,4	233,1	101,8	52,3	25,4	53,6	5,8
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	1.400.757,6	1.118.963,7	521.853,7	157.221,6	174.511,7	84.989,0	105.131,4	12.719,3
Simple	290.633,0	396.341,0	239.086,8	78.416,1	64.054,0	42.729,2	53.887,6	9.794,5
Repo	69.063,3	29.800,4	7.144,5	4.671,4	3.205,6	3.132,4	3.881,8	875,8
Simultánea	1.041.061,3	692.822,2	267.875,7	74.134,2	107.252,1	39.127,3	47.362,0	2.049,0

1 Datos disponibles: enero de 2016.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.11

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Total	275.939,0	262.527,8	193.694,8	49.901,5	51.803,8	40.629,2	51.360,3	9.276,3
Sociedades no financieras	45.351,7	30.843,4	22.747,1	8.496,7	6.768,9	1.640,2	5.841,2	910,5
Instituciones financieras	163.671,3	132.114,5	95.467,1	25.238,1	30.071,1	20.437,7	19.720,2	4.677,1
Entidades de crédito	97.674,3	87.475,6	74.196,0	20.653,8	23.260,4	16.223,5	14.058,2	3.004,9
IIC, seguros y fondos de pensiones	59.371,8	34.205,9	8.835,4	2.066,5	2.074,0	1.228,4	3.466,4	689,5
Otras entidades financieras	6.625,2	10.433,1	12.435,7	2.517,8	4.736,6	2.985,7	2.195,6	982,7
Administraciones públicas	2.438,8	5.067,3	10.414,4	2.313,0	2.374,3	4.684,8	1.042,3	420,1
Hogares e ISFLSH ²	8.598,4	2.861,8	1.575,2	441,3	286,7	527,4	319,8	124,2
Resto del mundo	55.878,8	91.640,7	63.491,1	13.412,4	12.302,8	13.339,1	24.436,8	3.144,4

1 Datos disponibles: enero de 2016.

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

Admisión a bolsa¹

CUADRO 1.12

IMPORTES NOMINALES (millones de euros)	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
Total	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	779,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	2	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: enero de 2016.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.13

NÚMERO DE EMISORES	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Total	40	28	20	27	24	23	20	19
Emisores privados	27	17	10	16	13	12	10	9
Sociedades no financieras	2	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	25	17	10	16	13	12	10	9
Administraciones públicas ²	13	11	10	11	11	11	10	10
Comunidades autónomas	3	3	2	3	3	3	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	197	165	103	148	133	115	103	97
Emisores privados	89	65	43	58	52	47	43	37
Sociedades no financieras	2	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	87	65	43	58	52	47	43	37
Administraciones públicas ²	108	100	60	90	81	68	60	60
Comunidades autónomas	64	56	25	45	37	29	25	24
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	25.284,5	16.800,4	11.702,2	16.311,6	14.650,0	12.614,9	11.702,2	11.133,8
Emisores privados	8.317,5	3.401,2	1.383,3	3.286,7	3.082,8	2.406,9	1.383,3	1.223,6
Sociedades no financieras	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	8.315,5	3.401,2	1.383,3	3.286,7	3.082,8	2.406,9	1.383,3	1.223,6
Administraciones públicas ²	16.967,0	13.399,2	10.319,0	13.024,9	11.567,2	10.208,0	10.319,0	9.910,3
Comunidades autónomas	15.716,3	12.227,2	9.320,2	11.826,8	10.491,6	9.156,3	9.320,2	8.911,7

1 Datos disponibles: enero de 2016.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

Bolsa de valores. Contratación por mercado

CUADRO 1.14

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado electrónico	1.592,6	861,2	19,3	7,9	5,8	4,2	1,4	0,0
Corros	3.388,3	5.534,0	2.050,2	371,9	166,9	787,7	723,7	156,3
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	3.197,4	5.527,0	2.050,2	371,9	166,9	787,7	723,7	156,3
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	190,9	7,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda anotada	137,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda comunidades autónomas	41.062,2	42.677,2	22.169,0	8.695,0	8.408,1	2.809,4	2.256,4	187,8

1 Datos disponibles: enero de 2016.

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

CUADRO 1.15

Importes nominales en millones de euros	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Total	64.011,0	103.044,0	101.555,0	25.001,0	19.846,0	23.871,0	32.837,0	8.929,0
Simples	64.011,0	103.044,0	101.555,0	25.001,0	19.846,0	23.871,0	32.837,0	8.929,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: enero de 2016.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.16

Número de contratos	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Sobre deuda	13.667	4.690	8.012	3.161	3.035	1.200	616	103
Futuro sobre bono nocional ²	13.667	4.690	8.012	3.161	3.035	1.200	616	103
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	6.416.073	7.728.494	8.007.732	2.049.373	2.061.268	2.011.131	1.885.960	719.471
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.578.607	6.924.068	7.384.896	1.862.228	1.909.834	1.869.745	1.743.089	667.828
Futuro mini sobre Ibex 35	198.736	304.891	318.129	85.381	81.209	79.730	71.809	29.206
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	3.520	23.939	32.499	12.672	1.775	4.731	13.321	6.135
Opción call mini	308.084	302.255	162.739	59.843	41.718	32.010	29.168	8.424
Opción put mini	327.126	173.342	109.469	29.249	26.732	24.915	28.573	7.878
Sobre acciones ⁵	35.884.393	27.697.961	21.058.013	6.240.356	5.207.461	4.271.600	5.338.597	1.308.767
Futuros	14.927.659	12.740.105	10.054.830	3.659.690	2.616.035	1.709.635	2.069.470	624.455
Futuros sobre dividendos de acciones	66.650	236.151	292.840	57.328	75.637	61.935	97.940	49.211
Opción call	10.534.741	5.773.662	4.286.044	1.180.078	1.114.025	975.618	1.016.324	395.242
Opción put	10.355.343	8.948.043	6.424.299	1.343.260	1.401.764	1.524.412	2.154.863	239.859
Pro-memoria: actividad de MEFF en Eurex								
Sobre deuda ⁶	167.827	172.883	149.378	40.474	55.580	24.938	28.388	10.558
Sobre índices ⁷	111.924	56.356	49.119	15.169	15.682	9.983	8.285	3.662

1 Datos disponibles: enero de 2016.

2 Nominal del contrato: 100 mil euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

6 Futuros sobre Bund, Bobl, Schatz, Bon, Btp, Bts, Bux y Oat

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

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.17

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS²								
Importe de las primas (millones de euros)	3.621,2	3.644,2	3.479,1	1.115,3	574,7	735,6	1.053,4	249,7
Sobre acciones	2.211,8	1.770,9	1.807,3	606,1	295,8	321,9	583,5	124,9
Sobre índices	1.122,6	1.697,3	1.486,1	428,5	242,9	389,1	425,7	115,8
Otros ³	286,8	176,0	185,6	80,7	36,1	24,6	44,2	9,1
Número de emisiones	8.347	8.574	9.059	2.834	1.611	1.792	2.822	547
Número de emisores	7	6	7	6	4	5	6	3
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: enero de 2016.

2 Incluye expedientes de emisión y de admisión.

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

Bolsa de valores. Contratación de warrants y ETF

CUADRO 1.18

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	752,7	817,7	1.095,9	335,2	304,4	247,8	208,5	64,1
Sobre acciones nacionales	379,4	379,8	303,6	96,9	82,7	60,2	63,8	19,6
Sobre acciones extranjeras	86,3	51,2	66,7	22,6	18,7	12,9	12,5	3,1
Sobre índices	255,4	364,3	692,0	202,6	193,1	167,9	128,4	39,9
Otros ²	31,6	22,4	33,6	13,2	9,9	6,7	3,7	1,4
Número de emisiones ³	7.299	7.612	7.530	3.463	3.277	2.934	2.635	1.412
Número de emisores ³	8	8	9	7	7	8	9	8
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,0	1,7	1,1	0,1	0,0	0,6	0,5	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.736,0	9.849,5	12.633,8	3.159,8	3.263,8	3.577,9	2.632,2	766,6
Número de fondos	72	70	58	70	69	69	58	58
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	382,0	436,1	436	520	550	486	485	n. d.

1 Datos disponibles: enero de 2016.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 Solo incluye el patrimonio de los ETF nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

1.3.3 Derivados no financieros

Negociación en MFAO¹

CUADRO 1.19

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ²
Número de contratos								
Sobre aceite de oliva								
Futuro sobre aceite virgen lampante ³	88.605	38.964	0	0	0	0	0	0

1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva.

2 Datos disponibles: enero de 2016.

3 Nominal del contrato: 1.000 kg.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	41	40	39	40	38	38	38	39
Sucursales	20	22	25	22	21	21	22	25
Representantes	6.269	6.096	5.819	6.096	6.116	6.268	6.354	5.819
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	41	38	39	38	37	37	39	39
Sucursales	11	21	21	21	19	19	21	21
Representantes	520	462	468	462	466	473	470	468
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	5	5	3	5	5	4	4	3
Sucursales	5	5	9	5	5	5	5	9
Representantes	1	1	0	1	1	1	1	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	126	143	154	143	143	149	150	154
Sucursales	9	11	11	11	11	12	11	11
ENTIDADES DE CRÉDITO¹								
Entidades nacionales	141	137	134	137	137	134	134	134

¹ Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
Total	3.104	3.102	3.183	3.102	3.105	3.130	3.151	3.183
Empresas de servicios de inversión	2.650	2.641	2.723	2.641	2.643	2.671	2.691	2.723
Comunitarias	2.647	2.639	2.720	2.639	2.640	2.668	2.688	2.720
Con sucursal	38	39	42	39	40	40	42	42
En libre prestación de servicios	2.609	2.600	2.678	2.600	2.600	2.628	2.646	2.678
Extracomunitarias	3	2	3	2	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	2	3	2	3	3	3	3
Entidades de crédito¹	454	461	460	461	462	459	460	460
Comunitarias	444	452	451	452	453	450	451	451
Con sucursal	52	54	53	54	54	54	53	53
En libre prestación de servicios	392	398	398	398	399	396	398	398
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	10	9	9	9	9	9	9	9
Con sucursal	8	6	6	6	6	6	6	6
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3

¹ Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
RENDA FIJA								
Total	10.492.026,8	9.264.859,8	5.365.817,4	1.720.211,4	1.711.077,5	1.405.666,4	1.134.941,3	1.114.132,2
Sociedades de valores	5.217.059,4	4.989.059,9	3.774.816,3	1.099.864,3	1.189.914,6	1.021.811,5	799.467,0	763.623,2
Mercados organizados nacionales	2.597.608,6	2.372.515,0	1.909.130,4	557.762,8	625.586,4	546.559,9	401.189,0	335.795,1
Otros mercados nacionales	2.310.403,7	2.388.868,8	1.689.702,4	500.531,5	504.753,7	437.936,6	359.034,3	387.977,8
Mercados extranjeros	309.047,1	227.676,1	175.983,6	41.570,0	59.574,5	37.315,0	39.243,7	39.850,4
Agencias de valores	5.274.967,4	4.275.799,9	1.591.001,2	620.347,1	521.162,9	383.854,9	335.474,3	350.509,1
Mercados organizados nacionales	69.066,6	89.472,6	14.160,0	13.397,9	4.233,9	3.241,3	4.423,8	2.261,0
Otros mercados nacionales	5.007.723,4	3.955.091,6	1.402.106,3	559.943,7	454.161,1	340.405,4	299.276,2	308.263,6
Mercados extranjeros	198.177,4	231.235,7	174.734,8	47.005,5	62.767,9	40.208,2	31.774,3	39.984,4
RENDA VARIABLE								
Total	692.872,0	940.623,2	1.020.289,7	287.804,5	280.029,2	261.073,4	213.264,9	265.922,1
Sociedades de valores	650.094,9	875.037,7	914.649,2	261.305,9	269.822,4	241.888,9	193.200,2	209.737,6
Mercados organizados nacionales	590.027,1	814.349,4	855.883,2	245.637,5	254.159,7	225.587,1	180.329,1	195.807,3
Otros mercados nacionales	2.585,4	2.828,5	3.327,8	802,2	1.022,7	898,3	590,4	816,3
Mercados extranjeros	57.482,4	57.859,8	55.438,2	14.866,2	14.640,0	15.403,5	12.280,7	13.114,0
Agencias de valores	42.777,1	65.585,5	105.640,5	26.498,6	10.206,8	19.184,5	20.064,7	56.184,5
Mercados organizados nacionales	14.677,2	16.726,7	14.207,3	4.430,9	4.028,0	3.753,5	3.349,1	3.076,7
Otros mercados nacionales	9.140,4	14.009,1	13.769,0	6.198,7	1.512,5	2.816,7	2.973,6	6.466,2
Mercados extranjeros	18.959,5	34.849,7	77.664,0	15.869,0	4.666,3	12.614,3	13.741,9	46.641,5

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1, 2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
Total	6.316.221,8	10.095.572,3	12.104.474,1	3.919.675,7	2.779.120,5	3.038.237,6	3.222.631,1	3.064.484,9
Sociedades de valores	6.110.753,4	9.918.555,0	11.958.716,1	3.877.282,8	2.757.477,2	2.998.514,6	3.182.974,1	3.019.750,2
Mercados organizados nacionales	2.410.367,9	4.625.999,8	6.215.223,3	1.746.550,0	1.485.199,0	1.549.034,6	1.659.817,4	1.521.172,3
Mercados organizados extranjeros	3.423.638,5	4.913.770,3	5.386.722,4	2.043.274,0	1.213.448,6	1.389.688,8	1.432.185,7	1.351.399,3
Mercados no organizados	276.747,0	378.784,9	356.770,5	87.458,8	58.829,6	59.791,2	90.971,1	147.178,6
Agencias de valores	205.468,4	177.017,3	145.758,0	42.392,9	21.643,3	39.723,0	39.657,0	44.734,7
Mercados organizados nacionales	4.668,8	6.881,8	7.510,9	1.081,6	1.268,2	1.285,3	2.115,4	2.842,0
Mercados organizados extranjeros	29.584,9	37.016,8	27.846,8	14.028,2	4.247,1	5.970,4	7.148,0	10.481,3
Mercados no organizados	171.214,7	133.118,7	110.400,4	27.283,1	16.128,0	32.467,3	30.393,6	31.411,5

¹ El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS								
Total	11.380	13.483	13.713	13.483	14.074	14.474	14.896	13.713
Sociedades de valores. Total	4.001	4.741	5.711	4.741	4.847	4.975	5.168	5.711
IIC ²	59	63	60	63	62	65	65	60
Otras ³	3.942	4.678	5.651	4.678	4.785	4.910	5.103	5.651
Agencias de valores. Total	3.699	4.484	5.681	4.484	4.950	5.354	5.534	5.681
IIC ²	57	63	95	63	63	66	70	95
Otras ³	3.642	4.421	5.586	4.421	4.887	5.288	5.464	5.586
Sociedades gestoras de cartera. Total	3.680	4.258	2.321	4.258	4.277	4.145	4.194	2.321
IIC ²	12	5	1	5	5	1	1	1
Otras ³	3.668	4.253	2.320	4.253	4.272	4.144	4.193	2.320
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total	10.692.140	11.661.203	9.201.678	11.661.203	12.419.967	12.187.689	12.092.945	9.201.678
Sociedades de valores. Total	4.171.331	4.905.630	5.406.804	4.905.630	5.168.610	5.125.196	5.039.779	5.406.804
IIC ²	1.160.986	1.371.924	1.546.293	1.371.924	1.503.201	1.498.082	1.466.505	1.546.293
Otras ³	3.010.345	3.533.706	3.860.511	3.533.706	3.665.409	3.627.114	3.573.274	3.860.511
Agencias de valores. Total	2.284.773	1.935.646	2.565.132	1.935.646	2.196.350	2.168.348	2.230.847	2.565.132
IIC ²	610.839	846.244	1.448.260	846.244	1.060.456	1.061.598	1.155.605	1.448.260
Otras ³	1.673.934	1.089.403	1.116.872	1.089.403	1.135.894	1.106.750	1.075.242	1.116.872
Sociedades gestoras de cartera. Total	4.236.036	4.819.927	1.229.742	4.819.927	5.055.007	4.894.145	4.822.320	1.229.742
IIC ²	195.735	118.847	15.729	118.847	125.495	17.339	15.322	15.729
Otras ³	4.040.301	4.701.080	1.214.013	4.701.080	4.929.512	4.876.806	4.806.998	1.214.013

1 Datos a final de periodo.

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

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

Asesoramiento financiero. Número de contratos^{1,2}

CUADRO 2.6

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total	11.730	12.761	14.566	12.761	12.641	12.886	13.562	14.566
Sociedades de valores. Total ³	3.074	3.437	1.180	3.437	1.210	1.198	1.202	1.180
Clientes minoristas	3.041	3.409	1.159	3.409	1.178	1.173	1.177	1.159
Clientes profesionales	10	11	9	11	15	11	11	9
Agencias de valores. Total ³	6.919	7.511	11.456	7.511	9.634	9.832	10.507	11.456
Clientes minoristas	6.617	7.322	11.247	7.322	9.425	9.624	10.298	11.247
Clientes profesionales	279	169	176	169	179	177	177	176
Sociedades gestoras de cartera. Total ³	1.737	1.813	1.930	1.813	1.797	1.856	1.853	1.930
Clientes minoristas	1.732	1.805	1.928	1.805	1.793	1.855	1.852	1.928
Clientes profesionales	5	8	2	8	4	1	1	2

1 Datos a final de periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Incluye clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

Miles de euros ¹	2013	2014	2015	2014	2015			
				IV	I	II	III	IV
I. Margen de intereses	67.333	74.177	55.570	74.177	7.985	19.859	39.104	55.570
II. Comisiones netas	387.216	445.317	422.542	445.317	118.547	229.613	326.720	422.542
Comisiones percibidas	565.787	633.263	614.705	633.263	170.459	327.200	474.430	614.705
Tramitación y ejecución de órdenes	347.522	342.462	322.857	342.462	95.029	175.630	249.783	322.857
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.824	21.414	11.556	21.414	239	6.594	10.659	11.556
Depósito y anotación de valores	17.987	22.347	24.358	22.347	5.934	12.211	18.355	24.358
Gestión de carteras	15.581	21.046	22.541	21.046	6.276	11.744	16.133	22.541
Diseño y asesoramiento	18.597	19.502	2.930	19.502	3.772	1.779	2.575	2.930
Búsqueda y colocación de paquetes	8.659	4.367	1.497	4.367	55	744	1.420	1.497
Operaciones de crédito al mercado	22	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	51.766	62.948	73.889	62.948	17.379	36.225	54.906	73.889
Otras	100.829	139.177	155.077	139.177	41.775	82.274	120.599	155.077
Comisiones satisfechas	178.571	187.946	192.163	187.946	51.912	97.587	147.710	192.163
III. Resultado de inversiones financieras	256.110	222.077	215.861	222.077	55.799	114.846	186.154	215.861
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-138.467	-96.425	-128.200	-96.425	-23.775	-56.310	-117.105	-128.200
V. Margen bruto	572.192	645.146	565.773	645.146	158.556	308.008	434.873	565.773
VI. Resultado de explotación	185.040	265.509	186.771	265.509	61.578	109.895	151.869	186.771
VII. Resultado de actividades continuadas	140.805	192.467	141.291	192.467	50.560	93.159	128.364	141.291
VIII. Resultado neto del ejercicio	140.805	192.467	141.291	192.467	50.560	93.159	128.364	141.291

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

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Total	192.753	200.010	137.327	200.010	37.798	77.953	108.105	137.327
Activos monetarios y deuda pública	17.163	12.342	9.327	12.342	3.325	5.422	7.259	9.327
Otros valores de renta fija	55.096	31.631	24.795	31.631	9.454	14.995	21.497	24.795
Cartera interior	42.328	23.038	8.990	23.038	3.936	6.725	9.417	8.990
Cartera exterior	12.768	8.593	15.805	8.593	5.518	8.270	12.080	15.805
Renta variable	17.869	800.035	112.943	800.035	160.100	143.100	52.417	112.943
Cartera interior	44.517	112.635	18.141	112.635	7.922	14.208	12.172	18.141
Cartera exterior	-26.648	687.400	94.802	687.400	152.178	128.892	40.245	94.802
Derivados	207.347	-565.800	109.668	-565.800	-111.864	-34.258	135.442	109.668
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	1.378	345	-248	345	-32	-96	-165	-248
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.405	1.205	1.605	1.205	388	329	895	1.605
Diferencias de cambio netas	-149.034	-110.807	-142.545	-110.807	-27.423	-63.866	-127.967	-142.545
Otros productos y cargas de explotación	10.565	14.384	14.344	14.384	3.648	7.555	10.862	14.344
Otras operaciones	28.964	16.675	7.438	16.675	202	4.772	7.865	7.438
MARGEN DE INTERESES								
Total	67.333	74.177	55.570	74.177	7.986	19.860	39.103	55.570
Activos monetarios y deuda pública	4.356	2.123	2.156	2.123	399	725	1.056	2.156
Otros valores de renta fija	4.572	3.371	2.731	3.371	802	1.391	2.083	2.731
Cartera interior	3.149	2.147	1.534	2.147	518	807	1.188	1.534
Cartera exterior	1.423	1.224	1.197	1.224	284	584	895	1.197
Renta variable	40.163	63.460	43.826	63.460	6.458	16.619	33.847	43.826
Cartera interior	14.672	28.679	3.622	28.679	33	1.799	2.557	3.622
Cartera exterior	25.491	34.781	40.204	34.781	6.425	14.820	31.290	40.204
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	1.378	345	-248	345	-32	-96	-165	-248
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.405	1.205	1.605	1.205	388	329	895	1.605
Otras operaciones	13.459	3.673	5.500	3.673	-29	892	1.387	5.500
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	256.109	222.077	215.861	222.077	55.797	114.846	186.154	215.861
Activos monetarios y deuda pública	12.807	10.219	7.171	10.219	2.926	4.697	6.203	7.171
Otros valores de renta fija	50.524	28.260	22.064	28.260	8.652	13.604	19.414	22.064
Cartera interior	39.179	20.891	7.456	20.891	3.418	5.918	8.229	7.456
Cartera exterior	11.345	7.369	14.608	7.369	5.234	7.686	11.185	14.608
Renta variable	-22.294	736.575	69.117	736.575	153.642	126.481	18.570	69.117
Cartera interior	29.845	83.956	14.519	83.956	7.889	12.409	9.615	14.519
Cartera exterior	-52.139	652.619	54.598	652.619	145.753	114.072	8.955	54.598
Derivados	207.347	-565.800	109.668	-565.800	-111.864	-34.258	135.442	109.668
Otras operaciones	7.725	12.823	7.841	12.823	2.441	4.322	6.525	7.841
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-130.689	-96.244	-134.104	-96.244	-25.985	-56.753	-117.152	-134.104
Diferencias de cambio netas	-149.034	-110.807	-142.545	-110.807	-27.423	-63.866	-127.967	-142.545
Otros productos y cargas de explotación	10.565	14.384	14.344	14.384	3.648	7.555	10.862	14.344
Otras operaciones	7.780	179	-5.903	179	-2.210	-442	-47	-5.903

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2013	2014	2015	2014	2015			
				IV	I	II	III	IV
I. Margen de intereses	1.799	1.119	884	1.119	175	448	633	884
II. Comisiones netas	110.422	120.634	113.904	120.634	31.049	57.929	83.955	113.904
Comisiones percibidas	130.738	147.137	135.320	147.137	35.222	68.206	99.357	135.320
Tramitación y ejecución de órdenes	40.196	41.745	322.857	41.745	9.993	17.922	25.069	322.857
Colocación y aseguramiento de emisiones	4.715	8.129	3.829	8.129	1.183	1.891	2.296	3.829
Depósito y anotación de valores	505	567	521	567	113	226	361	521
Gestión de carteras	16.267	15.062	10.711	15.062	2.246	4.640	7.362	10.711
Diseño y asesoramiento	5.894	7.576	7.636	7.576	2.507	4.319	5.262	7.636
Búsqueda y colocación de paquetes	55	0	216	0	0	186	186	216
Operaciones de crédito al mercado	11	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	35.823	46.565	53.169	46.565	12.883	26.577	39.519	53.169
Otras	27.272	27.493	27.393	27.493	6.297	12.445	19.302	27.393
Comisiones satisfechas	20.316	26.503	21.416	26.503	4.173	10.277	15.402	21.416
III. Resultado de inversiones financieras	5	775	592	775	885	731	319	592
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-1.633	1.102	1.197	1.102	445	1.633	1.236	1.197
V. Margen bruto	110.593	123.626	116.577	123.626	32.554	60.741	86.143	116.577
VI. Resultado de explotación	18.422	24.366	22.148	24.366	9.096	15.871	19.100	22.148
VII. Resultado de actividades continuadas	14.321	19.922	17.266	19.922	8.381	15.058	18.113	17.266
VIII. Resultado neto del ejercicio	14.321	19.922	17.266	19.922	8.381	15.058	18.113	17.266

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera

CUADRO 2.10

Miles de euros ¹	2013	2014	2015	2014	2015			
				IV	I	II	III	IV
I. Margen de intereses	667	574	399	574	134	226	325	399
II. Comisiones netas	9.362	11.104	8.526	11.104	2.519	4.944	7.362	8.526
Comisiones percibidas	18.603	15.411	13.064	15.411	3.766	7.594	10.982	13.064
Gestión de carteras	17.028	13.572	11.150	13.572	3.248	6.290	8.902	11.150
Diseño y asesoramiento	1.575	849	371	849	105	193	370	371
Comercialización de IIC	0	0	0	0	0	0	0	0
Otras	0	990	1.544	990	413	1.110	1.709	1.544
Comisiones satisfechas	9.241	4.307	4.538	4.307	1.247	2.650	3.620	4.538
III. Resultado de inversiones financieras	9	-6	-28	-6	31	15	-25	-28
IV. Diferencias de cambio netas y otros								
productos y cargas de explotación	-32	-237	-234	-237	35	-123	-270	-234
V. Margen bruto	10.006	11.435	8.663	11.435	2.719	5.062	7.392	8.663
VI. Resultado de explotación	3.554	5.860	3.331	5.860	1.223	2.219	3.213	3.331
VII. Resultado de actividades continuadas	2.472	4.135	2.335	4.135	890	1.574	2.254	2.335
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.472	4.135	2.335	4.135	890	1.574	2.254	2.335

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

	2013	2014	2015	2014		2015		
				IV	I	II	III	IV
TOTAL								
Ratio de capital total ³	-	40,33	44,36	40,33	39,75	42,64	45,53	44,36
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.033.669	1.061.974	1.109.837	1.061.974	1.088.868	1.146.047	1.158.626	1.109.837
% exceso ⁴	322,58	404,13	454,50	404,13	396,92	433,02	469,13	454,50
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	34	16	14	16	15	12	10	14
>100- ≤300%	22	24	22	24	22	25	25	22
>300- ≤500%	17	12	13	12	12	13	14	13
>500%	14	21	21	21	23	21	22	21
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	40,89	46,13	40,89	40,15	43,20	46,41	46,13
Exceso de recursos propios (miles de euros)	960.624	987.211	1.055.636	987.211	1.008.633	1.061.408	1.077.568	1.055.636
% exceso ⁴	367,43	411,10	476,59	411,10	401,89	440,01	480,09	476,59
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	9	5	4	5	5	4	3	4
>100- ≤300%	11	14	12	14	12	11	11	12
>300- ≤500%	13	6	8	6	7	9	9	8
>500%	8	14	14	14	14	14	15	14
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	-	24,34	25,58	24,34	24,58	26,65	26,06	25,58
Exceso de recursos propios (miles de euros)	62.199	42.132	48.197	42.132	44.473	50.698	47.091	48.197
% exceso ⁴	164,46	204,19	219,78	204,19	207,29	233,09	225,71	219,78
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	22	11	10	11	10	8	7	10
>100- ≤300%	10	8	9	8	8	12	12	9
>300- ≤500%	3	6	5	6	5	4	5	5
>500%	6	4	6	4	6	5	5	6
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Ratio de capital total ³	-	137,98	71,26	137,98	158,32	168,49	171,65	71,26
Exceso de recursos propios (miles de euros)	10.846	32.631	6.004	32.631	35.762	33.941	33.967	6.004
% exceso ⁴	51,21	1.624,71	791,04	1.624,71	1.879,04	2.005,97	2.045,58	791,04
Nº entidades según porcentaje del exceso								
≤100%	3	0	0	0	0	0	0	0
>100- ≤300%	1	2	1	2	2	2	2	1
>300- ≤500%	1	0	0	0	0	0	0	0
>500%	0	3	1	3	3	2	2	1

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) Nº 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014 solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la CNMV, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 El ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicho ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) Nº 575/2013.
- 4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Media (%) ²	16,49	22,83	15,34	22,83	18,99	18,02	16,20	15,34
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	11	21	11	12	12	19	21
0-≤15%	37	30	23	30	22	23	24	23
>15-≤45%	22	23	22	23	28	26	21	22
>45-≤75%	9	11	5	11	7	6	5	5
>75%	6	8	9	8	11	12	12	9
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ²	16,39	23,04	14,85	23,04	17,84	17,03	15,50	14,85
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	5	4	9	4	6	7	7	9
0-≤15%	15	18	14	18	14	13	13	14
>15-≤45%	16	11	10	11	12	13	13	10
>45-≤75%	4	5	4	5	3	1	1	4
>75%	1	2	2	2	3	4	4	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ²	19,34	22,18	21,52	22,18	37,62	34,48	27,87	21,52
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	8	7	12	7	6	5	11	12
0-≤15%	18	11	8	11	7	8	9	8
>15-≤45%	5	8	11	8	13	11	8	11
>45-≤75%	5	6	1	6	3	5	3	1
>75%	5	6	7	6	8	8	8	7
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Media (%) ²	11,41	16,95	24,49	16,95	12,59	11,93	11,67	24,49
Nº entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	0	0	0	1	0
0-≤15%	4	1	1	1	1	2	2	1
>15-≤45%	1	4	1	4	3	2	0	1
>45-≤75%	0	0	0	0	1	0	1	0
>75%	0	0	0	0	0	0	0	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes

CUADRO 2.13

	2013	2014	2015	2013	2014	II	2015
				II	I		
Miles de euros							
PATRIMONIOS ASESORADOS¹							
Total	17.630.081	21.391.510	n.d	17.630.081	14.456.415	21.391.510	n.d
Clientes minoristas	4.991.653	5.719.292	n.d	4.991.653	5.488.399	5.719.292	n.d
Clientes profesionales	3.947.782	4.828.459	n.d	3.947.782	4.465.564	4.828.459	n.d
Otros	8.690.646	10.843.759	n.d	8.690.646	4.502.452	10.843.759	n.d
INGRESOS POR COMISIONES²							
Total	33.272	47.767	55.536	33.272	21.513	47.767	55.536
Comisiones percibidas	33.066	47.188	54.595	33.066	21.071	47.188	54.595
Otros ingresos	206	579	941	206	442	579	941
PATRIMONIO NETO							
Total	21.498	26.538	24.675	21.498	22.915	26.538	24.675
Capital social	5.156	5.576	5.878	5.156	5.230	5.576	5.878
Reservas y remanentes	9.453	8.993	7.434	9.453	9.899	8.993	7.434
Resultado del ejercicio ²	6.890	11.969	11.292	6.890	7.787	11.969	11.292

1 Datos a final de periodo. Periodicidad semestral hasta diciembre 2014, a partir de 2015 periodicidad anual (Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores).

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

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2013	2014	2015	2015				2016
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	5.129	5.232	5.180	5.244	5.218	5.197	5.180	5.168
Fondos de inversión	2.043	1.949	1.760	1.923	1.857	1.805	1.760	1.756
Sociedades de inversión	3.035	3.228	3.372	3.266	3.308	3.340	3.372	3.364
IIC de IIC de inversión libre	22	18	11	18	15	14	11	11
IIC de inversión libre	29	37	37	37	38	38	37	37
Total IIC inmobiliarias	16	11	9	10	9	9	9	9
Fondos de inversión inmobiliaria	6	4	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	10	7	6	7	6	6	6	6
Total IIC extranjeras comercializadas en España	782	805	880	836	851	859	880	890
Fondos extranjeros comercializados en España	409	405	425	414	417	421	425	425
Sociedades extranjeras comercializadas en España	373	400	455	422	434	438	455	465
SGIIC	96	96	96	97	97	98	96	97
Depositarias IIC	77	70	65	68	67	67	65	62

1 Datos disponibles: enero 2016.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2013	2014	2015	2014	2015			
				IV	I	II	III	IV ²
Total IIC de carácter financiero	5.463.820	6.859.555	8.164.054	6.859.555	7.495.987	7.859.163	7.971.499	8.164.054
Fondos de inversión	5.050.556	6.409.344	7.680.124	6.409.345	7.039.404	7.395.550	7.502.559	7.680.124
Sociedades de inversión	413.264	450.211	483.930	450.211	456.583	463.613	468.940	483.930
Total IIC inmobiliarias	6.773	4.866	4.501	4.866	4.739	4.592	4.495	4.501
Fondos de inversión inmobiliaria	5.750	4.021	3.918	4.021	3.897	3.909	3.912	3.918
Sociedades de inversión inmobiliaria	1.023	845	583	845	842	683	583	583
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	1.067.708	1.317.674	1.643.776	1.317.674	1.328.282	1.413.140	1.520.804	1.643.776
Fondos extranjeros comercializados en España	204.067	230.104	298.733	230.104	260.013	267.824	279.236	298.733
Sociedades extranjeras comercializadas en España	863.641	1.087.570	1.345.043	1.087.570	1.068.269	1.145.316	1.241.568	1.345.043

1 Al agregar los datos se eliminan los partícipes/accionistas repetidos, es decir, un partícipe que lo es de varios compartimentos de la misma IIC solo se contabiliza una vez. Por este motivo, los datos de partícipes pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7.

2 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

3 No se incluyen datos de los ETF.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015			
				IV	I	II	III	IV
Total IIC de carácter financiero	184.300,9	230.205,7	255.677,0	230.205,7	253.792,1	256.455,1	251.566,9	255.677,0
Fondos de inversión ²	156.680,1	198.718,8	222.144,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	218.773,8	222.144,6
Sociedades de inversión	27.620,8	31.486,9	33.532,4	31.486,9	34.681,6	34.397,1	32.793,1	33.532,4
Total IIC inmobiliarias	4.536,2	1.226,3	1.093,1	1.226,3	1.227,3	1.106,9	1.140,9	1.093,1
Fondos de inversión inmobiliaria	3.682,6	419,8	391,0	419,8	417,9	419,5	420,3	391,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	853,7	806,5	702,1	806,5	809,4	687,3	720,5	702,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	54.727,2	78.904,3	108.091,6	78.904,3	95.322,6	100.881	85.462,1	108.091,6
Fondos extranjeros comercializados en España	8.523,2	11.166,0	15.305,1	11.166,0	13.187,9	13.917	12.225,2	15.305,1
Sociedades extranjeras comercializadas en España	46.204,0	67.738,3	92.786,5	67.738,3	82.134,7	86.965	73.236,9	92.786,5

1 Datos disponibles provisionales de IIC extranjeras comercializadas en España.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2015, del orden de 5.169 millones de euros.

3 No se incluyen datos de los ETF.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.4

Millones de euros	2013	2014	2015	2014		2015		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	156.680,1	198.718,8	222.144,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	218.773,8	222.144,6
Cartera de inversiones financieras	149.343,3	187.693,9	204.797,4	187.693,9	203.840,3	204.654,1	200.475,4	204.797,4
Cartera interior	108.312,7	114.644,5	93.870,3	114.644,5	112.393,7	101.724,4	96.089,1	93.870,3
Valores representativos de deuda	79.480,4	79.694,4	58.488,4	79.694,4	75.800,1	64.583,0	59.171,7	58.488,4
Instrumentos de patrimonio	5.367,4	8.448,0	8.757,1	8.448,0	9.716,7	9.525,6	8.560,3	8.757,1
Instituciones de inversión colectiva	4.498,1	6.065,3	5.698,5	6.065,3	6.512,8	7.069,5	7.382,1	5.698,5
Depósitos en EECC	18.443,7	19.927,4	20.482,9	19.927,4	19.578,8	19.918,9	20.590,5	20.482,9
Derivados	523,0	495,4	433,7	495,4	773,5	617,4	374,1	433,7
Otros	0,0	14,0	9,7	14,0	11,7	10,0	10,5	9,7
Cartera exterior	41.029,5	73.048,3	110.920,3	73.048,3	91.445,0	102.928,1	104.384,4	110.920,3
Valores representativos de deuda	20.312,8	38.582,2	48.505,7	38.582,2	45.230,0	46.368,7	47.112,2	48.505,7
Instrumentos de patrimonio	11.034,2	13.042,9	18.654,5	13.042,9	16.424,7	17.038,7	17.057,5	18.654,5
Instituciones de inversión colectiva	9.286,0	20.863,9	43.365,7	20.863,9	28.679,6	38.557,6	39.628,6	43.365,7
Depósitos en EECC	45,6	243,3	104,1	243,3	177,1	158,7	141,3	104,1
Derivados	350,9	310,6	285,6	310,6	927,8	799,0	439,3	285,6
Otros	0,0	5,4	4,8	5,4	5,8	5,5	5,4	4,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,2	1,2	6,8	1,2	1,6	1,6	1,9	6,8
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	7.062,3	10.895,0	16.594,5	10.895,0	15.628,2	16.630,4	17.474,3	16.594,5
Neto deudores/acreedores	274,4	129,9	752,7	129,9	-358,0	773,5	824,2	752,7

1 No se incluye información de la inversión libre, puesto que la Circular 3/2008 concede a estas entidades un plazo distinto para el envío a la CNMV de su información reservada.

2 Datos provisionales.

Distribución del patrimonio social de las sociedades de inversión de carácter financiero

CUADRO 3.5

Millones de euros	2013	2014	2015	2014		2015		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	27.620,8	31.486,9	33.532,4	31.486,9	34.681,6	34.397,1	32.793,1	33.532,4
Cartera de inversiones financieras	26.105,6	29.080,6	30.040,4	29.080,6	31.634,5	30.742,8	28.923,1	30.040,4
Cartera interior	12.118,9	11.063,7	9.426,6	11.063,7	11.262,7	10.244,7	9.545,9	9.426,6
Valores representativos de deuda	6.304,3	5.115,9	3.665,0	5.115,9	4.793,3	3.934,6	3.804,6	3.665,0
Instrumentos de patrimonio	3.005,5	3.324,4	3.090,7	3.324,4	3.606,8	3.461,4	3.161,8	3.090,7
Instituciones de inversión colectiva	1.134,9	1.433,0	1.418,4	1.433,0	1.645,1	1.623,3	1.464,0	1.418,4
Depósitos en EECC	1.645,4	1.169,3	1.226,3	1.169,3	1.189,9	1.199,2	1.096,2	1.226,3
Derivados	1,4	-10,8	-7,4	-10,8	-7,2	-7,9	-14,0	-7,4
Otros	27,4	31,9	33,7	31,9	34,7	34,2	33,3	33,7
Cartera exterior	13.985,1	18.015,2	20.611,2	18.015,2	20.370,2	20.496,4	19.375,1	20.611,2
Valores representativos de deuda	2.613,7	3.897,1	4.474,4	3.897,1	4.481,9	4.421,7	4.381,2	4.474,4
Instrumentos de patrimonio	5.085,5	6.227,7	7.026,6	6.227,7	6.830,3	6.826,7	6.414,7	7.026,6
Instituciones de inversión colectiva	6.119,8	7.784,2	9.090,2	7.784,2	8.979,4	9.198,1	8.562,4	9.090,2
Depósitos en EECC	5,5	2,3	6,2	2,3	3,5	12,3	10,3	6,2
Derivados	152,5	94,4	8,3	94,4	67,0	29,8	0,1	8,3
Otros	8,1	9,5	5,5	9,5	8,1	7,8	6,4	5,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,5	1,7	2,7	1,7	1,5	1,7	2,1	2,7
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Tesorería	1.302,0	2.197,7	3.211,3	2.197,7	2.836,5	3.435,2	3.462,6	3.211,3
Neto deudores/acreedores	213,1	208,5	280,6	208,5	210,5	219,0	407,3	280,6

1 Datos provisionales.

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	2.045	1.951	1.804	1.951	1.936	1.862	1.846	1.804
Renta fija ³	384	359	319	359	358	359	350	319
Renta fija mixta ⁴	122	123	132	123	122	126	128	132
Renta variable mixta ⁵	128	131	142	131	132	132	134	142
Renta variable euro	108	103	109	103	110	109	108	109
Renta variable internacional	193	191	200	191	193	196	195	200
Garantizado renta fija	374	280	186	280	261	226	202	186
Garantizado renta variable ⁶	308	273	205	273	263	225	215	205
Fondos globales	162	162	178	162	168	172	176	178
De gestión pasiva	169	227	213	227	233	221	218	213
Retorno absoluto	97	102	97	102	96	96	97	97
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.050.719	6.409.806	7.682.947	6.409.806	7.050.828	7.396.161	7.505.825	7.682.947
Renta fija ³	1.508.009	1.941.567	2.203.847	1.941.567	2.092.925	2.113.775	2.135.489	2.203.847
Renta fija mixta ⁴	240.676	603.099	1.130.190	603.099	813.223	1.047.453	1.093.235	1.130.190
Renta variable mixta ⁵	182.223	377.265	612.276	377.265	465.249	559.016	588.211	612.276
Renta variable euro	293.193	381.822	422.469	381.822	410.761	423.996	410.777	422.469
Renta variable internacional	457.606	705.055	1.041.517	705.055	843.867	955.135	988.191	1.041.517
Garantizado renta fija	1.002.458	669.448	423.409	669.448	610.911	498.140	453.383	423.409
Garantizado renta variable ⁶	608.051	557.030	417.843	557.030	508.952	438.262	419.718	417.843
Fondos globales	128.741	223.670	381.590	223.670	305.397	371.784	396.176	381.590
De gestión pasiva	441.705	686.526	554.698	686.526	667.088	584.270	574.816	554.698
Retorno absoluto	188.057	264.324	479.182	264.324	332.455	404.330	429.512	479.182
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	218.773,8	222.144,6
Renta fija ³	55.058,9	70.330,9	65.583,8	70.330,9	72.059,6	67.600,0	66.979,3	65.583,8
Renta fija mixta ⁴	8.138,0	24.314,3	44.791,8	24.314,3	34.217,4	42.820,0	43.536,3	44.791,8
Renta variable mixta ⁵	6.312,4	13.570,4	21.502,9	13.570,4	17.038,9	20.056,7	20.138,7	21.502,9
Renta variable euro	8.632,8	8.401,5	9.092,9	8.401,5	9.621,1	9.377,7	8.535,9	9.092,9
Renta variable internacional	8.849,0	12.266,4	17.143,2	12.266,4	15.479,0	16.320,9	15.545,7	17.143,2
Garantizado renta fija	31.481,2	20.417,0	12.375,6	20.417,0	18.271,9	14.702,3	13.437,4	12.375,6
Garantizado renta variable ⁶	12.503,8	12.196,4	9.966,6	12.196,4	11.751,0	9.996,9	9.567,6	9.966,6
Fondos globales	4.528,1	6.886,3	12.683,3	6.886,3	9.685,5	11.587,0	11.743,2	12.683,3
De gestión pasiva	16.515,9	23.837,5	17.731,1	23.837,5	22.688,0	19.608,4	18.636,8	17.731,1
Retorno absoluto	4.659,9	6.498,1	11.228,1	6.498,1	8.298,0	9.988,1	10.595,6	11.228,1

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

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

3 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo.

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

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

6 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía Parcial.

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

CUADRO 3.7

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	5.050.719	6.409.806	7.682.947	6.409.806	7.050.828	7.396.161	7.505.825	7.682.947
Personas físicas	4.906.380	6.235.148	7.494.162	6.235.148	6.865.393	7.206.805	7.317.375	7.494.162
Residentes	4.848.184	6.170.201	7.422.330	6.170.201	6.797.383	7.136.999	7.246.672	7.422.330
No residentes	58.196	64.947	71.832	64.947	68.010	69.806	70.703	71.832
Personas jurídicas	144.339	174.658	188.785	174.658	185.435	189.356	188.450	188.785
Entidades de crédito	521	493	532	493	525	615	606	532
Otros agentes residentes	143.083	173.351	187.395	173.351	184.104	187.916	187.003	187.395
Entidades no residentes	735	814	858	814	806	825	841	858
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	218.773,8	222.144,6
Personas físicas	125.957,2	159.423,5	181.868,0	159.423,5	176.300,1	179.160,5	177.186,3	181.868,0
Residentes	124.175,3	157.135,2	179.232,4	157.135,2	173.789,0	176.579,9	174.631,0	179.232,4
No residentes	1.781,9	2.288,3	2.635,6	2.288,3	2.511,1	2.580,6	2.555,3	2.635,6
Personas jurídicas	30.722,9	39.295,4	40.276,6	39.295,4	42.810,4	42.897,5	41.587,6	40.276,6
Entidades de crédito	547,6	459,8	483,0	459,8	528,7	524,2	492,5	483,0
Otros agentes residentes	29.743,3	38.245,2	39.071,0	38.245,2	41.577,4	41.739,8	40.378,2	39.071,0
Entidades no residentes	431,9	590,4	722,6	590,4	704,3	633,4	716,9	722,6

Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo^{1, 2}

CUADRO 3.8

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	91.115,7	136.161,2	159.036,2	36.813,3	48.382,7	47.749,4	29.322,7	33.581,4
Renta fija	50.154,7	65.698,5	66.789,7	19.129,1	19.411,7	17.262,1	12.821,2	17.294,7
Renta fija mixta	4.569,8	21.675,7	36.441,2	6.775,7	12.631,5	13.267,9	5.307,6	5.234,2
Renta variable mixta	3.021,8	8.991,2	13.771,0	2.545,1	4.174,2	4.940,3	2.434,2	2.222,3
Renta variable euro	4.082,8	6.702,0	6.719,9	1.578,5	1.653,5	2.125,5	1.639,6	1.301,3
Renta variable internacional	3.697,4	5.843,2	11.236,2	1.768,3	3.177,2	3.274,7	2.274,9	2.509,4
Garantizado renta fija	5.964,0	847,8	562,4	294,2	207,8	41,7	251,4	61,5
Garantizado renta variable	1.937,5	3.684,6	1.993,2	879,5	174,8	281,9	428,3	1.108,2
Fondos globales	2.175,2	3.752,9	9.636,1	1.210,5	3.355,6	3.008,5	1.635,8	1.636,2
De gestión pasiva	13.627,5	15.081,3	3.350,5	1.516,9	1.118,2	530,3	894,4	807,6
Retorno absoluto	1.885,0	3.884,4	8.363,0	1.115,7	2.478,2	3.016,5	1.462,2	1.406,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	66.982,7	100.188,5	135.569,6	30.504,8	34.975,3	40.183,3	27.182,6	33.228,4
Renta fija	36.371,6	52.205,8	72.141,1	15.905,3	18.334,6	21.188,9	13.745,3	18.872,3
Renta fija mixta	2.510,5	5.963,7	15.273,7	2.392,6	3.630,1	3.932,0	3.443,5	4.268,1
Renta variable mixta	1.139,9	2.423,5	5.617,2	975,0	1.507,4	1.392,1	1.245,9	1.471,8
Renta variable euro	2.352,5	4.517,1	6.251,0	1.592,1	1.750,8	1.893,6	1.526,9	1.079,7
Renta variable internacional	2.797,2	5.311,4	7.175,7	1.890,2	1.736,9	2.005,2	1.544,0	1.889,6
Garantizado renta fija	10.433,2	11.301,4	7.369,8	2.614,2	2.035,2	2.971,4	1.478,7	884,5
Garantizado renta variable	4.007,7	4.594,1	4.593,0	1.155,9	1.096,4	1.708,4	780,3	1.007,9
Fondos globales	1.327,8	1.570,6	3.830,8	553,0	1.002,8	863,3	979,7	985,0
De gestión pasiva	4.089,3	10.110,4	9.614,7	2.644,4	3.040,3	3.046,3	1.589,9	1.938,2
Retorno absoluto	1.952,8	2.190,5	3.551,6	782,3	840,8	1.182,1	709,7	819,0

1 Datos estimados.

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	24.086,2	35.794,5	22.763,6	6.279,3	12.863,8	7.536,9	2.128,4	234,5
Renta fija	13.405,0	13.821,0	-4.816,1	3.287,8	1.021,4	-3.551,5	-629,0	-1.657,0
Renta fija mixta	2.369,7	15.689,2	20.903,0	4.349,2	9.002,9	9.509,7	1.552,8	837,6
Renta variable mixta	2.673,3	6.842,3	8.227,3	1.834,0	2.666,8	3.533,3	1.150,2	877,0
Renta variable euro	1.733,5	-338,3	467,2	-14,2	-96,1	229,2	112,5	221,6
Renta variable internacional	865,9	2.715,6	4.110,2	-131,7	1.440,3	1.317,1	733,0	619,8
Garantizado renta fija	-6.717,5	-11.761,5	-8.093,5	-2.675,0	-2.243,4	-3.467,1	-1.309,5	-1.073,5
Garantizado renta variable	-2.689,1	-651,7	-2.396,4	-236,9	-936,0	-1.462,9	-287,5	290,0
Fondos globales	-176,7	2.110,3	5.787,9	591,4	2.308,8	2.111,3	692,8	675,0
De gestión pasiva	12.675,2	5.632,0	-6.274,9	-1.129,4	-1.932,5	-2.516,0	-695,7	-1.130,7
Retorno absoluto	-53,2	1.735,6	4.802,6	404,1	1.631,6	1.833,8	750,2	587,0
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	8.566,5	6.260,3	680,1	240,0	7.535,3	-4.589,2	-5.402,5	3.136,5
Renta fija	990,0	1.451,7	69,3	201,9	707,5	-908,0	8,3	261,5
Renta fija mixta	267,6	487,2	-425,2	48,1	900,2	-906,9	-836,6	418,1
Renta variable mixta	459,3	415,5	-294,8	67,5	801,8	-515,6	-1.068,3	487,3
Renta variable euro	1.629,1	107,0	224,2	-277,9	1.315,7	-472,6	-954,3	335,4
Renta variable internacional	1.368,1	701,7	766,6	246,1	1.772,2	-475,2	-1.508,2	977,8
Garantizado renta fija	1.754,3	697,3	52,1	-30,2	98,3	-102,5	44,6	11,7
Garantizado renta variable	779,8	344,5	166,6	-63,9	490,6	-291,2	-141,8	109,0
Fondos globales	346,2	248,0	9,3	39,4	490,5	-209,7	-536,7	265,2
De gestión pasiva	861,0	1.704,8	185,5	-4,6	790,1	-563,7	-265,9	225,0
Retorno absoluto	111,1	102,7	-72,7	13,6	168,3	-143,8	-142,6	45,4

¹ A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	7,37	4,84	1,54	0,39	3,94	-1,81	-2,18	1,71
Renta fija	2,96	3,20	0,85	0,49	1,19	-1,11	0,19	0,59
Renta fija mixta	5,20	5,16	1,06	0,53	3,49	-1,98	-1,61	1,25
Renta variable mixta	11,84	6,46	0,83	0,90	5,78	-2,41	-4,85	2,65
Renta variable euro	28,36	4,00	3,52	-2,86	15,38	-4,44	-9,84	4,14
Renta variable internacional	21,47	8,38	7,25	2,59	13,47	-2,46	-8,81	6,26
Garantizado renta fija	5,80	3,52	1,20	0,09	0,75	-0,43	0,56	0,32
Garantizado renta variable	7,34	4,08	2,01	-0,22	4,47	-2,54	-1,19	1,40
Fondos globales	9,86	6,07	2,73	0,93	6,57	-1,68	-4,28	2,43
De gestión pasiva	9,84	8,80	1,17	0,16	3,61	-2,52	-1,22	1,41
Retorno absoluto	3,61	3,11	0,85	0,50	2,66	-1,33	-1,13	0,70
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,98	0,98	1,00	0,25	0,26	0,24	0,24	0,26
Renta fija	0,68	0,70	0,65	0,18	0,17	0,16	0,16	0,16
Renta fija mixta	1,13	1,19	1,17	0,29	0,30	0,28	0,29	0,29
Renta variable mixta	1,51	1,42	1,44	0,35	0,41	0,33	0,33	0,36
Renta variable euro	1,85	1,80	1,78	0,43	0,51	0,42	0,39	0,45
Renta variable internacional	1,83	1,78	1,72	0,45	0,50	0,40	0,38	0,43
Garantizado renta fija	0,86	0,88	0,84	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21
Garantizado renta variable	1,25	1,20	1,04	0,29	0,27	0,27	0,26	0,24
Fondos globales	1,32	1,20	1,10	0,29	0,39	0,23	0,21	0,27
De gestión pasiva	0,72	0,64	0,65	0,16	0,17	0,16	0,16	0,16
Retorno absoluto	1,13	1,07	1,00	0,27	0,29	0,23	0,23	0,25
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,12	0,10	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable euro	0,09	0,12	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,11	0,12	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Garantizado renta fija	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta variable	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,08	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

En %	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
Total fondos de inversión	6,50	3,67	0,89	0,08	3,85	-1,98	-2,36	1,51
Renta fija	2,28	2,41	0,10	0,28	0,99	-1,24	-0,02	0,38
Renta fija mixta	4,16	3,67	0,16	0,01	3,27	-2,14	-1,84	0,97
Renta variable mixta	10,85	4,70	0,15	0,28	5,56	-2,53	-4,97	2,43
Renta variable euro	28,06	2,09	3,44	-3,38	15,94	-4,81	-9,98	4,12
Renta variable internacional	20,30	6,61	7,84	2,27	14,27	-2,75	-8,71	6,30
Garantizado renta fija	4,96	2,54	0,27	-0,14	0,51	-0,65	0,32	0,09
Garantizado renta variable	6,15	2,64	1,07	-0,60	4,27	-2,76	-1,48	1,18
Fondos globales	8,71	4,63	2,45	0,54	6,64	-1,82	-4,38	2,33
De gestión pasiva	8,88	7,74	0,53	-0,02	3,53	-2,68	-1,44	1,23
Retorno absoluto	2,46	1,98	0,12	0,22	2,50	-1,47	-1,31	0,45

1 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de la misma.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2012	2013	2014	2014	2015	II	III	IV ¹
				IV	I			
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	2.427	2.415	2.819	2.819	3.024	3.120	3.121	3.108
Patrimonio (millones de euros)	918,6	1.036,7	1.369,5	1.369,5	1.585,2	1.704,1	1.708,4	1.766,5
Suscripciones (millones de euros)	347,6	401,7	574,6	118,6	144,5	249,8	151,1	6,7
Reembolsos (millones de euros)	212,7	414,3	293,8	101,6	61,9	85,2	54,9	20,8
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	134,8	-12,6	280,8	17,0	82,6	164,6	96,2	-14,0
Rendimientos netos (millones euros)	55,7	130,0	52,0	-0,5	133,1	-45,8	-91,9	72,1
Rentabilidad (en %)	7,17	16,48	5,30	0,07	9,71	-2,49	-5,56	4,77
Rendimientos de gestión (%) ²	8,00	17,22	7,39	0,57	10,14	-2,58	-5,05	4,55
Gastos comisión de gestión (%) ²	1,38	2,87	2,21	0,40	1,20	0,30	0,21	0,41
Gastos de financiación (%) ²	0,04	0,04	0,32	0,17	0,17	0,13	0,11	0,03
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.338	3.022	2.734	2.734	2.735	1.363	1.365	1.363
Patrimonio (millones de euros)	540,0	350,3	345,4	345,4	367,0	345,6	338,0	332,0
Suscripciones (millones de euros)	23,6	4,9	7,1	0,1	0,8	3,3	0,4	-
Reembolsos (millones de euros)	74,3	215,2	40,8	28,4	12,0	12,8	1,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones euros)	-50,8	-210,3	-33,7	-28,3	-11,2	-9,5	-0,6	-
Rendimientos netos (millones euros)	17,6	20,6	28,9	6,2	32,8	-12,0	-7,0	-
Rentabilidad (en %)	0,88	4,39	8,48	1,76	9,63	-3,29	-1,9	1,16
Rendimientos de gestión (%) ³	4,56	5,78	9,72	2,03	9,5	-3,17	-1,86	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	1,28	1,28	1,07	0,25	0,28	0,22	0,21	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: octubre 2015. Rentabilidad calculada para el periodo septiembre-octubre.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	2.043	1.949	1.760	1.949	1.923	1.857	1.805	1.760
Sociedades de inversión	2.975	3.164	3.333	3.164	3.268	3.245	3.292	3.333
IIC de IIC de inversión libre	22	18	11	18	18	15	14	11
IIC de inversión libre	29	35	37	35	35	36	37	37
Fondos de inversión inmobiliaria	6	4	3	4	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	10	7	6	7	7	6	6	6
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	156.680,1	198.718,8	222.144,6	198.718,8	219.110,5	222.058,0	218.773,8	222.144,6
Sociedades de inversión	26.830,1	30.613,8	32.879,4	30.613,8	33.702,3	33.432,2	32.003,7	32.879,4
IIC de IIC de inversión libre ³	350,3	345,4	332,0	345,4	367,4	359,0	338,0	332,0
IIC de inversión libre ³	1.036,6	1.328,0	1.757,4	1.328,0	1.459,1	1.618,6	1.699,2	1.757,4
Fondos de inversión inmobiliaria	3.682,6	419,8	391,0	419,8	417,9	419,5	420,3	391,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	853,7	806,5	702,1	806,5	809,4	687,3	720,5	702,1

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

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles para el cuarto trimestre de 2015: octubre de 2015.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV ²
				IV	I			
VOLUMEN DE INVERSIÓN³ (millones de euros)								
Total	54.727,2	78.904,3	108.091,6	78.904,3	95.322,6	100.881,2	85.462,1	108.091,6
Fondos	8.523,2	11.166,0	15.305,1	11.166,0	13.187,9	13.916,7	12.225,2	15.305,1
Sociedades	46.204,0	67.738,3	92.786,5	67.738,3	82.134,7	86.964,5	73.236,9	92.786,5
Nº DE INVERSORES								
Total	1.067.708	1.317.674	1.643.776	1.317.674	1.328.282	1.413.140	1.520.804	1.643.776
Fondos	204.067	230.104	298.733	230.104	260.013	267.824	279.236	298.733
Sociedades	863.641	1.087.570	1.345.043	1.087.570	1.068.269	1.145.316	1.241.568	1.345.043
Nº DE INSTITUCIONES								
Total	782	805	880	805	836	851	859	880
Fondos	409	405	425	405	414	417	421	425
Sociedades	373	400	455	400	422	434	438	455
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	321	333	362	333	338	344	351	362
Francia	272	264	282	264	278	282	280	282
Irlanda	103	117	143	117	127	134	136	143
Alemania	32	33	32	33	32	32	32	32
Reino Unido	22	26	31	26	29	27	29	31
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	24	25	23	25	25	25	24	23
Bélgica	4	4	4	4	4	4	4	4
Malta	1	0	0	0	0	0	0	0
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1

1 No se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

2 Datos provisionales.

3 Volumen de inversión: importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2013	2014	2015	2014	2015	II	III	IV
				IV	I			
FONDOS								
Número	6	3	3	3	3	3	3	3
Participes	5.750	4.021	3.918	4.021	3.897	3.909	3.912	3.918
Patrimonio (millones de euros)	3.682,6	419,8	391	419,8	417,9	419,5	420,3	391,0
Rentabilidad (%)	-11,28	-5,87	-6,66	-1,23	-0,26	0,39	0,19	-6,96
SOCIEDADES								
Número	10	7	6	7	7	6	6	6
Accionistas	1.023	845	583	845	842	683	583	583
Patrimonio (millones de euros)	853,7	806,5	702,1	806,5	809,4	687,3	720,5	702,1

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

