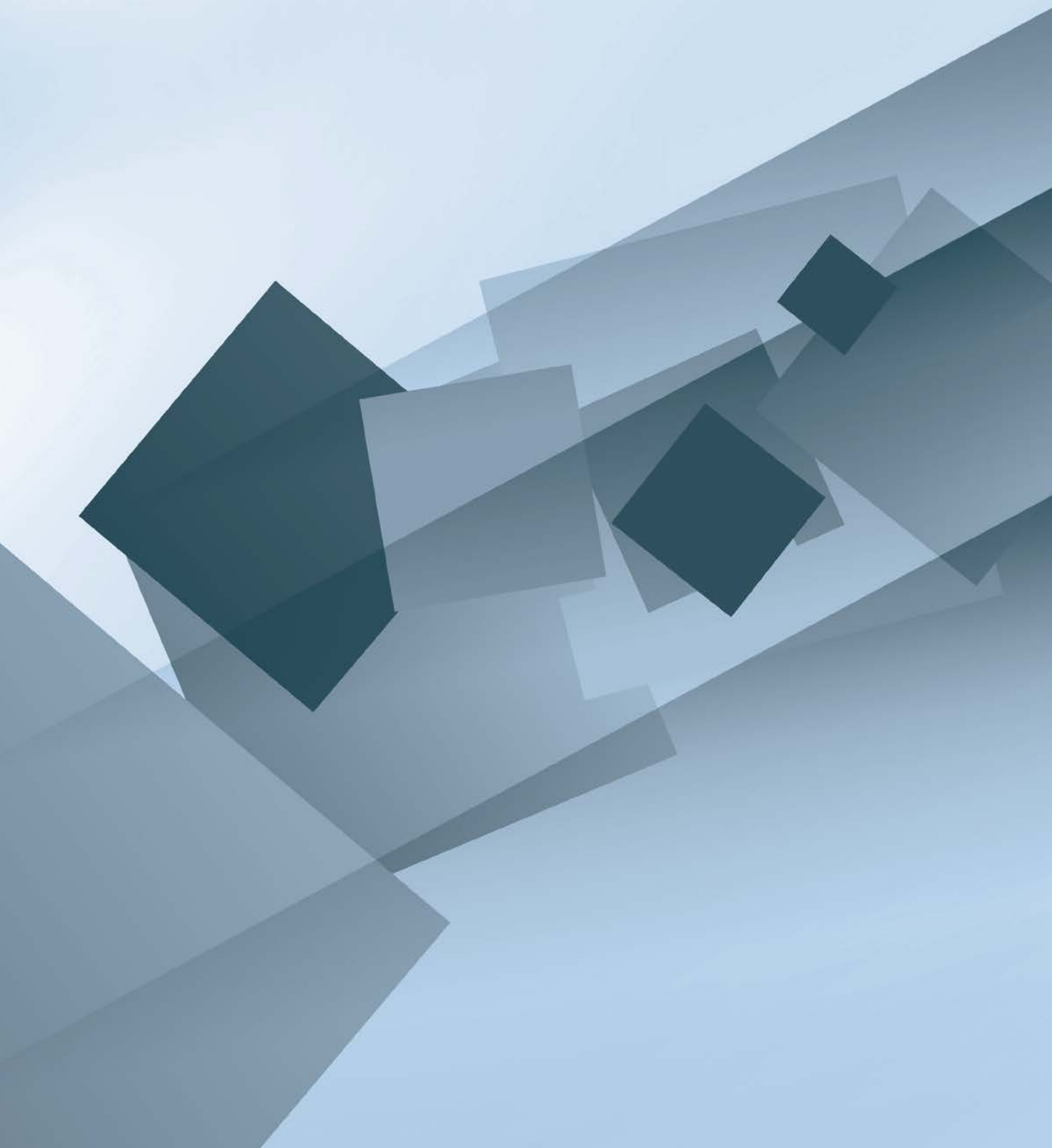




**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre IV  
2019





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre IV  
2019**

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](http://www.cnmv.es).

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

# Índice

<b>I</b>	<b>Informe de coyuntura de mercados</b>	<b>11</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>57</b>
	Análisis de la delegación de voto en empresas cotizadas Maribel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urtiaga	59
	La publicidad al público en general de los contratos por diferencias (CFD) y otros productos financieros complejos Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales	89
	La financiación sostenible Jesús González Redondo	107
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>137</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>142</b>



## Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / <i>Alternative Investment Funds</i>
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
ASR	Recompras aceleradas de acciones / <i>Accelerated Share Repurchases</i>
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BMN	Banco Mare Nostrum
BPA	Beneficios por acción
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CBSB	Comité de Basilea de Supervisión Bancaria
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CCVO	Contrato de compraventa de opciones
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / <i>Credit Default Swap</i>
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / <i>Contract For Differences</i>
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositorio central de valores / <i>Central Securities Depository</i>
CSDR	Reglamento de Depósitos Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DC	Defensor del cliente
DCV	Depositorios centrales de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DSP	Derecho de suscripción preferente
EAF	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
EEE	Espacio Económico Europeo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado

EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 / European Market Infrastructure Regulation
ESAS	Resto de autoridades supervisoras europeas
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 / <i>Exchange-Traded Fund</i>
FCR	Fondo de capital riesgo
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FIN-NET	Financial Dispute Resolution Network
FINTECH	Tecnología financiera / <i>Financial Technology</i>
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FOMC	Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal / Federal Open Market Committee
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / <i>Forward Rate Agreement</i>
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
GAFI	Grupo de Acción Financiera
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
GRV	Garantizados de renta variable
HFT	Negociación de alta frecuencia / <i>High Frequency Trading</i>
IAASB	Consejo de Normas Internacionales de Auditoría y Aseguramiento / International Auditing and Assurance Standards Board
IAESB	Consejo de Normas Internacionales de Educación Contable / International Accounting Education Board
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IAIS	Asociación Internacional de Supervisores de Seguros / International Association of Insurance Supervisors
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / <i>Initial Coin Offerings</i>
IESBA	Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores / International Ethics Standards Board for Accountants
IFAC	Federación Internacional de Contadores / International Federation of Accountants
IFIAR	Fórum Internacional de Reguladores de Auditores Independientes / International Forum of Independent Audit Regulators
IIC	Institución de inversión colectiva

IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
INFO Network	International Network of Financial Services Ombudsman Schemes
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores / <i>International Securities Identification Number</i>
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / <i>Legal Entity Identifier</i>
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado / Market Abuse Directive
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MG	Monitoring Group
MiFID	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Regulation
MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
MTS	Market for Treasury Securities
NCA	Autoridad nacional competente / <i>National Competent Authority</i>
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OB	Opciones binarias
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / <i>Overnight Indexed Swaps</i>
OMC	Organización Mundial del Comercio
OPF	Operaciones principales de financiación
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	<i>Over the Counter</i>
PE	Parlamento Europeo
PER	<i>Price to Earnings Ratio</i>
PFP	Plataforma de financiación participativa
PIOB	Consejo de Supervisión del Interés Público / Public Interest Oversight Board
PUI	Préstamo de Última Instancia
RBD	Renta bruta disponible
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / <i>Real Estate Investment Trust</i>
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / <i>Request for Quote</i>
ROC	Regulatory Oversight Committee
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / <i>Return on Equity</i>
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios

SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SAV	Sociedades y agencias de valores
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SEC	Securities Exchange Commission
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
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
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
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 capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SLV	Sistema de liquidación de valores
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SOCIMI	Sociedad cotizada anónima de inversión en el mercado inmobiliario
SON	Sistema organizado de negociación
SRB	Single Resolution Board
SSB	Consejos de Elaboración de Normas / <i>Standard-setting boards</i>
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / <i>Suspicious Transaction and Order Report</i>
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / <i>Total Expense Ratio</i>
TIR	Tasa interna de retorno
TJUE	Tribunal de Justicia de la Unión Europea
TLTRO-III	Programa de operaciones de financiación a largo plazo / <i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
TRLMV	Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre)
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / <i>Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV
VTD	Valor teórico del derecho
WB	Banco Mundial / World Bank

## I Informe de coyuntura de mercados (\*)

(\*) Este informe ha sido elaborado por el Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.



# Índice

1	Panorámica general	15
2	Entorno financiero exterior	18
2.1	Tipos de interés a corto plazo	18
2.2	Tipos de cambio	21
2.3	Tipos de interés a largo plazo	22
2.4	Las bolsas internacionales	27
3	Evolución reciente de los mercados financieros nacionales	35
3.1	Mercados de renta fija	36
3.2	Mercados de renta variable	43



# 1 Panorámica general

El ejercicio 2019 estuvo marcado en términos macroeconómicos por una desaceleración del crecimiento a escala mundial, que previsiblemente se situará cerca del 3 %, significativamente por debajo del 3,6 % alcanzado el ejercicio previo. Esta desaceleración tuvo su origen, sobre todo, en las restricciones establecidas sobre los intercambios comerciales derivadas de las decisiones de la administración estadounidense, pero también influyeron otra serie de acontecimientos e incertidumbres. El deterioro de la actividad junto con unas tasas de inflación reducidas a ambos lados del Atlántico hicieron que tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo (BCE) retomaran el tono acomodaticio en su política monetaria. En EE. UU. esto se manifestó en tres rebajas en los tipos de interés oficiales y en la zona del euro este fenómeno tuvo lugar de forma progresiva, atendiendo a los cambios en la modulación de los mensajes transmitidos por la autoridad monetaria. Así, de tratar de vislumbrar el momento de la primera subida de tipos se pasó a no descartar nuevas rebajas que finalmente tuvieron lugar a final de año (en la facilidad de depósito) y adicionalmente se decidió implementar una nueva ronda de financiación a los bancos (TLTRO) y reiniciar las compras de deuda.

En este entorno, los mercados financieros internacionales de renta variable han mostrado revalorizaciones notables, sobre todo en el tramo inicial y final de año, pesando más las incertidumbres en la parte central del mismo. De esta forma, se han experimentado incrementos que han superado el 20 % en la mayoría de los índices (incluso más en los estadounidenses), todo ello acompañado de niveles bajos de volatilidad. En los mercados de deuda el balance del año revela caídas en las rentabilidades, sobre todo en los plazos más largos y a pesar del leve aumento registrado en el tramo final del año, a medida que varias incertidumbres parecían irse resolviendo (por ejemplo, el cierre de una primera fase del acuerdo comercial entre EE. UU. y China, el aumento de posibilidades de un *brexit* con acuerdo y la mejora de la situación económica en Alemania). En la zona del euro, las rentabilidades de la deuda soberana a 10 años volvieron a registrar mínimos históricos, con varias economías en terreno negativo, y sin perspectivas de que estas vayan a experimentar incrementos significativos en los próximos trimestres.

En España, donde la actividad económica también tendió a ralentizarse en 2019 aunque manteniendo un diferencial positivo con la media de la zona del euro, la evolución de los mercados financieros fue relativamente similar a la de otros mercados de referencia, aunque se produjeron algunas especificidades, sobre todo en los mercados de renta variable. En este sentido, las revalorizaciones de las cotizaciones fueron notables (el Ibex 35 avanzó un 11,8 %), pero mucho menos cuantiosas que las registradas en otras plazas debido, básicamente, a la diferente composición de los índices, aunque también pudieron tener influencia algunas incertidumbres domésticas de carácter político. Los niveles de volatilidad de la bolsa española fueron

reducidos, como los del resto de las plazas internacionales; así pues, cerraron el ejercicio en niveles cercanos al 10 % —mínimos históricos— y dejaron la media anual de volatilidad en el 13,7 %.

La contratación de renta variable española se situó en 805.000 millones de euros en el conjunto del año, su valor más bajo desde 2013, manteniéndose la redistribución de la negociación desde el mercado regulado español —que disminuyó casi un 21 %, hasta los 460.000 millones— hacia otros centros de negociación y mercados competidores, que apenas redujeron sus volúmenes (un 1,5 % menos, hasta los 345.600 millones). En consecuencia, la cuota de mercado de estos últimos registró un aumento entre 2018 y 2019 y pasó del 37,4 % al 42,6 %, si bien observando la evolución de esta magnitud durante el ejercicio parece haberse alcanzado un cierto techo.

En los mercados de deuda nacionales las rentabilidades retrocedieron, como en otras economías europeas, y marcaron nuevos mínimos históricos. En el caso de la deuda pública, los tipos negativos se extendían a finales de 2019 hasta el plazo de 5 años y en el plazo a 10 años los tipos se situaban en el 0,45 % (habiendo llegado a mínimos cercanos a cero en septiembre). Por su parte, la prima de riesgo soberano descendió desde los 118 puntos básicos (p.b.) a finales de 2018 hasta los 66 p.b., al igual que lo hicieron las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía.

Los datos de actividad en los mercados primarios de deuda mostraron una nueva contracción en 2019. En particular, el volumen de emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situó en 90.066 millones de euros, un 11 % menos que en 2018 y el nivel más bajo de los últimos años. La disminución fue generalizada entre los diferentes tipos de deuda a excepción de los bonos de titulización, que aumentaron un 3 %. El mayor descenso de las emisiones de deuda tuvo lugar en los bonos no convertibles, afectados por la fuerte reducción (del 31 %) de las emisiones realizadas por la SAREB. En cambio, las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior —con datos hasta noviembre— siguieron incrementándose a un ritmo del 6,7 %, hasta los 91.130 millones. De esta manera se sitúan por encima del importe registrado en la CNMV y representan el 50,3 % del total (46,9 % en 2018).

	I 19	II 19	III 19	IV 19
<b>Tipos de interés a corto plazo<sup>1</sup> (%)</b>				
Tipo de interés oficial	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,31	-0,33	-0,42	-0,40
Euríbor 12 meses	-0,11	-0,19	-0,34	-0,26
<b>Tipos de cambio<sup>2</sup></b>				
Dólar/euro	1,12	1,14	1,09	1,12
Yen/euro	124,5	122,6	117,6	121,9
<b>Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>3</sup></b>				
Alemania				
3 años	-0,54	-0,71	-0,83	-0,62
5 años	-0,39	-0,62	-0,81	-0,54
10 años	0,06	-0,27	-0,57	-0,27
EE. UU.				
3 años	2,37	1,77	1,58	1,64
5 años	2,37	1,82	1,55	1,68
10 años	2,57	2,07	1,68	1,86
<b>Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años<sup>3</sup> (p.b.)</b>				
Zona del euro				
High yield	546	660	543	489
BBB	173	165	155	137
AAA	76	37	81	66
EE. UU.				
High yield	423	508	462	430
BBB	166	168	168	141
AAA	53	71	58	46
<b>Mercados de renta variable</b>				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales <sup>4</sup> (%)				
Eurostoxx 50	11,7	3,6	2,8	4,9
Dow Jones	11,2	2,6	1,2	6,0
Nikkei	6,0	0,3	2,3	8,7
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	10,5	24,9	-30,5	43,4
Bovespa (Brasil)	8,6	5,8	3,7	10,4
Shangai Comp. (China)	23,9	-3,6	-2,5	5,0
BSE (India)	5,8	0,9	-2,8	5,7
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	8,2	-0,4	0,5	3,3
PER del Ibex 35 <sup>5</sup>	11,6	11,8	11,6	12,4
Volatilidad del Ibex 35 <sup>6</sup> (%)	14,9	13,9	13,8	12,3
Contratación en el SIBE <sup>7</sup>	1.696	2.094	1.522	1.979

Fuente: CNMV, Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos a final de periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. En la zona del euro, el diferencial se calcula respecto al bono de deuda pública alemana.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

## 2 Entorno financiero exterior

### 2.1 Tipos de interés a corto plazo

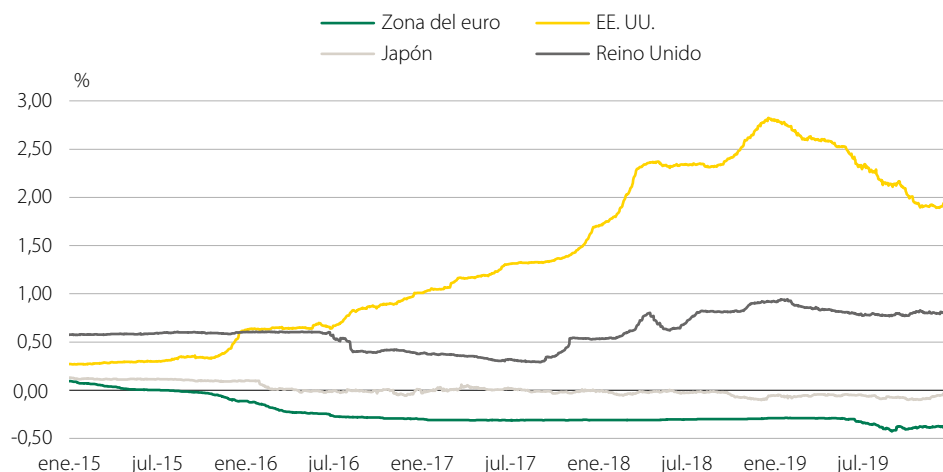
Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron mostrando grandes diferencias durante el año 2019, aunque estas tendieron a disminuir a lo largo del año en un entorno caracterizado por el renovado carácter expansivo de la política monetaria a ambos lados del Atlántico. Este carácter expansivo se justifica por la presencia de diferentes incertidumbres y un contexto de crecimiento a la baja influido por las tensiones comerciales. En EE. UU. la Reserva Federal, que había realizado 4 subidas de tipos en 2018, redujo 3 veces el tipo de interés oficial en 2019 hasta situarlo en una horquilla del 1,50 %-1,75 %, y en septiembre comenzó un incremento del tamaño de su balance<sup>1</sup>. Con ello, los tipos de interés a 3 meses mostraron una tendencia descendente durante todo el año, situándose en el 1,91 % a finales de diciembre<sup>2</sup>, 88 p.b. menos que a finales de 2018 (véase gráfico 1).

En la zona del euro el BCE, que en diciembre de 2018 había anunciado la finalización del programa de compra de activos —lo que apuntaba al inicio de una nueva etapa de política monetaria de carácter menos expansivo—, cambió progresivamente de enfoque. Así, tras anunciar el retraso en su primera subida de tipos, hizo saber que pondría en marcha una nueva ronda de liquidez al sector bancario, indicando también que no descartaba nuevas rebajas en los tipos de interés. Estas rebajas llegaron en septiembre para la facilidad marginal de depósito, que se situó en el -0,5 % (10 p.b. menos), mientras que se mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y el de la facilidad marginal de crédito en el 0 % y el 0,25 % respectivamente. Además, el 1 de noviembre se reanudaron las compras netas de deuda a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros, en el marco de un programa que permanecerá vigente durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de sus tipos oficiales. En este contexto, los tipos de interés a 3 meses en la zona del euro disminuyeron 8 p.b. con respecto a 2018 y finalizaron el año en el -0,40 %.

---

1 En julio de 2017, la Reserva Federal inició el proceso de reducción de su balance, que disminuyó hasta septiembre de 2019 aproximadamente un 16 %. A partir de entonces y hasta finales de diciembre, el balance ha aumentado aproximadamente un 11 %.

2 Promedio mensual.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

Los tipos de interés a 3 meses en el Reino Unido disminuyeron hasta el 0,79 % en diciembre (11 p.b. menos que a principios de año), aunque en 2019 el Banco de Inglaterra no modificó ni el tipo de interés oficial, que sigue en el 0,75 %, ni su política de compra de activos. Por su parte, en octubre el Banco de Japón cambió parcialmente de discurso para indicar que prevé que los tipos oficiales sigan al mismo nivel e incluso más bajos durante el tiempo que sea necesario para alcanzar el objetivo de la estabilidad de los precios. Durante 2019 los tipos de interés a 3 meses mostraron una leve tendencia a la baja, sobre todo en la segunda mitad del año, aunque finalizaron el ejercicio en torno al -0,06 % (4 p.b. más que en diciembre de 2018).

Como se observa en el cuadro 2, en el último trimestre del año los tipos de interés a corto plazo eran considerablemente más elevados en EE. UU. que en el resto de las economías avanzadas. A excepción de Japón, en todas las áreas se produjo una disminución en los tipos de interés en 2019, en línea con las decisiones en materia de política monetaria adoptadas por los respectivos bancos centrales, si bien el margen de descenso de los tipos en Europa fue menor debido a los bajos niveles de partida. Así, en EE. UU., los tipos de interés a 6 y 12 meses se situaron en diciembre en el 1,90 % y el 1,97 % respectivamente (la caída acumulada en el año fue de 99 y 111 p.b. respectivamente) y en la zona del euro finalizaban el año en el -0,34 % y el -0,26 % en los mismos plazos (9 p.b. y 13 p.b. menos que en diciembre de 2018). Los tipos de interés a 6 y 12 meses también disminuyeron en el Reino Unido en 2019. En diciembre se situaban en el 0,87 % y el 0,97 % respectivamente, frente al 1,03 % y al 1,16 % de 2018. Por su parte, en Japón los tipos apenas mostraron variaciones en las referencias a 6 y a 12 meses.

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

CUADRO 2

%

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Zona del euro</b>								
Oficial <sup>2</sup>	0,00	-0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3 meses	-0,32	-0,33	-0,31	-0,40	-0,31	-0,33	-0,42	-0,40
6 meses	-0,22	-0,27	-0,24	-0,34	-0,23	-0,28	-0,39	-0,34
12 meses	-0,08	-0,19	-0,13	-0,26	-0,11	-0,19	-0,34	-0,26
<b>EE. UU.</b>								
Oficial <sup>3</sup>	0,75	1,50	2,50	1,75	2,50	2,50	2,00	1,75
3 meses	0,98	1,61	2,79	1,91	2,61	2,40	2,13	1,91
6 meses	1,31	1,77	2,89	1,90	2,67	2,30	2,05	1,90
12 meses	1,67	2,05	3,08	1,97	2,82	2,28	2,00	1,97
<b>Reino Unido</b>								
Oficial	0,25	0,50	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
3 meses	0,37	0,52	0,90	0,79	0,84	0,78	0,77	0,79
6 meses	0,54	0,58	1,03	0,87	0,97	0,86	0,83	0,87
12 meses	0,79	0,77	1,16	0,97	1,10	0,97	0,91	0,97
<b>Japón</b>								
Oficial <sup>4</sup>	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3 meses	-0,04	-0,02	-0,10	-0,06	-0,07	-0,07	-0,09	-0,06
6 meses	0,01	0,02	0,00	0,01	0,01	-0,01	-0,05	0,01
12 meses	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10	0,06	0,03	0,11

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 31 de diciembre.

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

4 Tipo de la política monetaria.

En cuanto a las expectativas acerca de los tipos de interés, los tipos *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) apuntan a que las referencias a corto plazo en la zona del euro y EE. UU. seguirán mostrando una diferencia significativa, aunque algo inferior que en trimestres anteriores. Para la zona del euro se espera que los tipos de interés se mantengan en los niveles actuales durante los próximos trimestres, mientras que para EE. UU. se prevé algún descenso adicional a lo largo del próximo año, cuya cuantía podría rondar los 25 p.b.<sup>3</sup>.

3 En su última reunión de diciembre, la Reserva Federal tomó la decisión de mantener inalterado el tipo de interés oficial tras los 3 recortes de tipos en 2019 (por una cuantía total de 75 p.b.). En las previsiones realizadas tras esta reunión por los participantes del Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed (FOMC, por sus siglas en inglés), se dio a conocer que no se esperan rebajas de tipos para 2020 e incluso 4 de los 18 miembros pronosticaron una subida de 25 p.b. en el tipo de interés oficial.

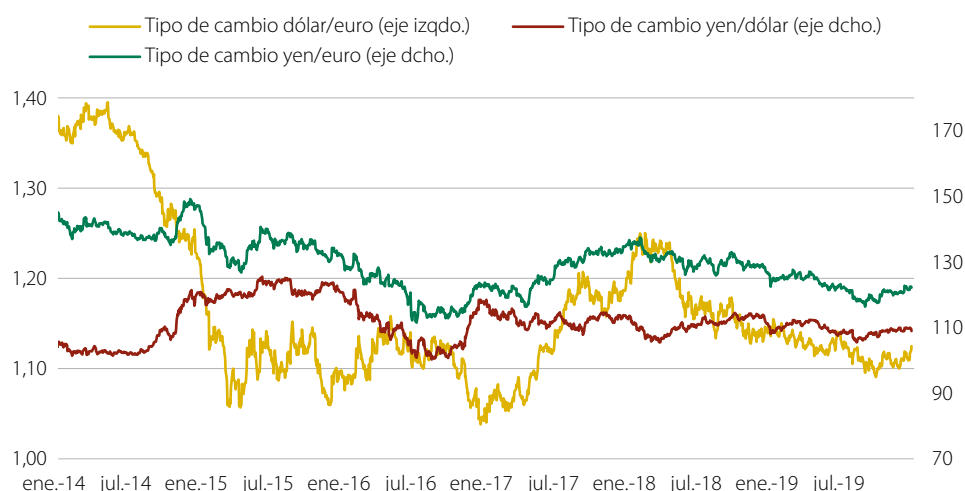
%

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Zona del euro</b>								
Contado	-0,32	-0,33	-0,31	-0,38	-0,31	-0,35	-0,42	-0,38
FRA 3x6	-0,31	-0,32	-0,30	-0,39	-0,31	-0,44	-0,47	-0,39
FRA 6x9	-0,29	-0,31	-0,29	-0,38	-0,31	-0,47	-0,51	-0,38
FRA 9x12	-0,28	-0,28	-0,28	-0,38	-0,30	-0,49	-0,53	-0,38
FRA 12x15	-0,26	-0,23	-0,25	-0,36	-0,29	-0,49	-0,54	-0,36
<b>EE. UU.</b>								
Contado	1,00	1,69	2,81	1,91	2,60	2,32	2,09	1,91
FRA 3x6	1,08	1,78	2,70	1,73	2,53	2,00	1,89	1,73
FRA 6x9	1,24	1,94	2,68	1,69	2,45	1,89	1,65	1,69
FRA 9x12	1,39	2,06	2,66	1,64	2,40	1,70	1,54	1,64
FRA 12x15	1,55	2,15	2,64	1,62	2,28	1,62	1,47	1,62

Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

## 2.2 Tipos de cambio

El tipo de cambio del euro respecto al dólar, que comenzó el año en 1,15 dólares por euro, se situó en torno a 1,12 en diciembre (véase gráfico 2). Durante el ejercicio, el tipo de cambio osciló entre ambas cifras, aunque con una ligera depreciación del euro, más destacable durante el mes de septiembre. El atractivo de la divisa estadounidense frente a la moneda europea se explica en parte por los mejores datos macroeconómicos del país americano (destaca la fortaleza del crecimiento y la baja tasa de paro), que tienen su reflejo en unos tipos de interés más elevados, y también por la existencia de incertidumbres políticas y económicas en Europa (*brexít*, ralentización de la actividad...) que debilitan la cotización del euro. Es previsible que la forma en la que se desarrolle el acuerdo comercial entre EE. UU. y China marque parte de la tendencia del tipo de cambio del euro con respecto al dólar en 2020, pues un entorno favorable de las relaciones comerciales favorecería a la moneda europea. La evolución del tipo de cambio del euro respecto al yen siguió un patrón similar al del dólar/euro: así, entre diciembre de 2018 y diciembre de 2019 el tipo de cambio pasó de 126 a 122 yenes por euro. La tendencia seguida por el tipo de cambio del euro frente a la libra estuvo marcada en todo momento por las negociaciones con respecto al *brexít* y pasó de 0,89 libras por euro al cierre de 2018 a 0,85 a finales de 2019, tras una apreciación de la moneda británica como consecuencia de las elecciones de diciembre.

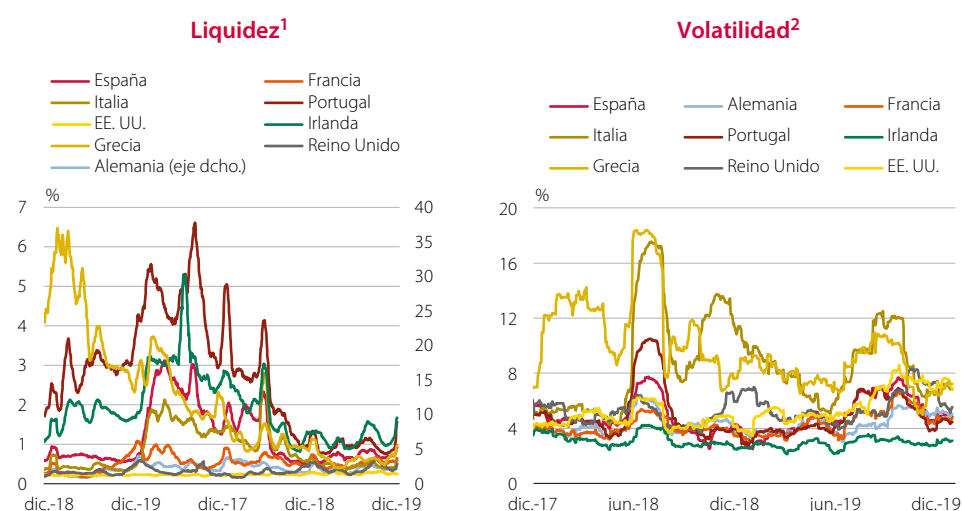
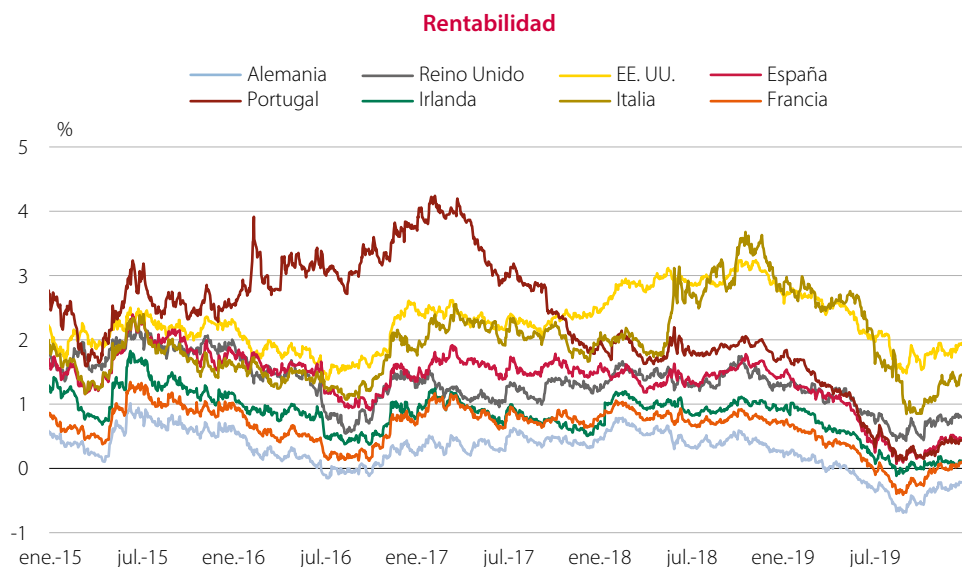


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

### 2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las economías avanzadas tuvieron un comportamiento relativamente homogéneo durante el año, con descensos generalizados durante más de la mitad del mismo —en consonancia con el deterioro de la actividad y la presencia de varias incertidumbres— y repuntes en los últimos meses, tal y como se muestra en el panel superior del gráfico 3. Los avances de final de año se debieron, sobre todo, a la disminución de algunas de las incertidumbres políticas y económicas existentes. Algunos ejemplos son la posibilidad de que EE. UU. y China lleguen a un acuerdo comercial completo a corto plazo; la victoria del primer ministro británico en las elecciones de diciembre, que le garantiza los votos suficientes para aprobar el acuerdo de salida del Reino Unido de la UE que ya negoció con Bruselas; y la mejora de las perspectivas económicas en Alemania, cuyo PIB aumentó ligeramente en el tercer trimestre del año<sup>4</sup> (frente a la caída que mostró en el trimestre anterior).

4 El índice ZEW para Alemania, que muestra la confianza de los inversores, se situó en diciembre en 10,7 puntos frente a los -2,1 puntos observados en noviembre y los -22,8 puntos que marcaba en octubre. Se percibe, por tanto, una mejora notable de las perspectivas sobre el entorno económico a corto plazo, pues el aumento total de este indicador desde octubre es el mayor que ha tenido desde que se elabora (33,5 puntos de diferencia desde octubre hasta diciembre). De la misma forma, el índice de confianza para la zona del euro también se ha incrementado sustancialmente, al pasar de -23,5 puntos en octubre a 11,2 en diciembre.



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre.

1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.

2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

En Europa los incrementos en los tipos de interés de la deuda pública a 10 años en el último trimestre oscilaron entre los 11 p.b. en Grecia y los 60 p.b. en Italia (tanto en España como en Alemania y Francia, los avances en el último trimestre rondaron los 32-39 p.b.). Sin embargo, estos aumentos no bastaron para compensar las caídas de los trimestres anteriores, por lo que el balance anual fue bajista. El descenso de las rentabilidades de estas referencias durante el año osciló entre los 43 p.b. del bono alemán y los 290 p.b. del bono griego (95 p.b. el español). La disminución anual fue de 59 p.b. en el caso del bono francés y de 44 p.b. en el británico, mientras que en Italia y Portugal el retroceso fue algo mayor, de 135 p.b. y 128 p.b. respectivamente. Con estas caídas las rentabilidades de la deuda se situaban en niveles muy bajos y, de hecho, a finales de 2019 se hallaban en territorio negativo en Alemania y Holanda, por debajo del 0,5 % en España, Francia, Irlanda, Portugal, Bélgica, Austria y Finlandia y algo por debajo del 1 % en el Reino Unido.

En EE. UU. y en Japón los tipos de interés del bono soberano también aumentaron durante los últimos meses del año (24 p.b. y 20 p.b. con respecto al tercer trimestre respectivamente). En el caso de EE. UU. la rentabilidad del bono finalizaba el ejercicio en el 1,91 %, 78 p.b. menos que a finales de 2018, mientras que en Japón la comparación entre finales de 2018 y de 2019 revelaba pocas variaciones (descenso de 2 p.b.).

### Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo<sup>1</sup>

CUADRO 4

%

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Alemania</b>								
3 años	-0,71	-0,58	-0,53	-0,62	-0,54	-0,71	-0,83	-0,62
5 años	-0,46	-0,30	-0,27	-0,54	-0,39	-0,62	-0,81	-0,54
10 años	0,29	0,36	0,25	-0,27	0,06	-0,27	-0,57	-0,27
<b>EE. UU.</b>								
3 años	1,49	1,95	2,68	1,64	2,37	1,77	1,58	1,64
5 años	1,95	2,18	2,68	1,68	2,37	1,82	1,55	1,68
10 años	2,49	2,41	2,83	1,86	2,57	2,07	1,68	1,86
<b>Reino Unido</b>								
3 años	0,19	0,51	0,74	0,53	0,76	0,55	0,40	0,53
5 años	0,57	0,74	0,90	0,58	0,88	0,62	0,40	0,58
10 años	1,39	1,22	1,27	0,78	1,15	0,84	0,58	0,78
<b>Japón</b>								
3 años	-0,14	-0,13	-0,14	-0,14	-0,17	-0,22	-0,31	-0,14
5 años	-0,08	-0,11	-0,13	-0,11	-0,16	-0,24	-0,33	-0,11
10 años	0,06	0,05	0,04	-0,02	-0,04	-0,13	-0,23	-0,02

Fuente: Thomson Datastream.

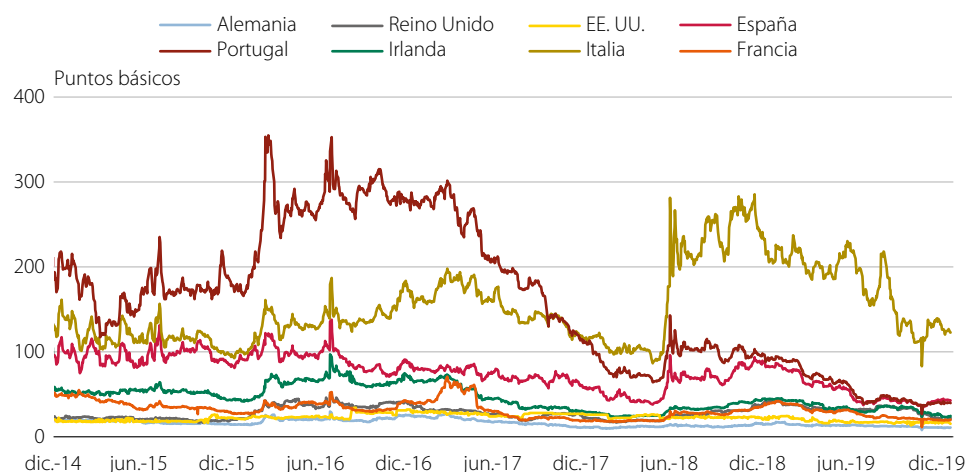
<sup>1</sup> Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron ligeramente, en términos generales, a lo largo de 2019, aunque en el caso de los países periféricos de la zona del euro esta disminución fue mayor. Así, en Grecia la prima de riesgo, que lleva cayendo desde comienzos de año, agudizó las disminuciones tras las elecciones europeas de mayo y las del propio país en julio, que dieron lugar a un cambio en el Gobierno. En el acumulado del año la caída total fue de 346 p.b., hasta situarse en los 112 p.b. a finales de diciembre. La prima de riesgo italiana también experimentó una disminución significativa, finalizando el año en una cifra similar a la griega: 121 p.b. (205 p.b. al cierre de 2018). En España, por su parte, la prima disminuyó alrededor de 40 p.b. en los primeros 6 meses del año y posteriormente permaneció bastante estable, finalizando el ejercicio en 41 p.b. (80 p.b. a finales de 2018). La prima de riesgo portuguesa tuvo un comportamiento similar, al disminuir 51 p.b. desde diciembre de 2018 hasta alcanzar los 38 p.b.

En las demás economías europeas las primas de riesgo experimentaron una caída más leve a lo largo de 2019. Así, por ejemplo, en Francia y en el Reino Unido se registraron retrocesos cercanos a los 20 p.b. y en Alemania, de apenas 5 p.b. La prima de riesgo soberano de EE. UU. se situó en 13 p.b. a finales de diciembre, 9 p.b. por debajo de los 22 p.b. de finales de 2018 (véase gráfico 4).

#### Primas de riesgo de crédito de la deuda pública (CDS a 5 años)

GRÁFICO 4

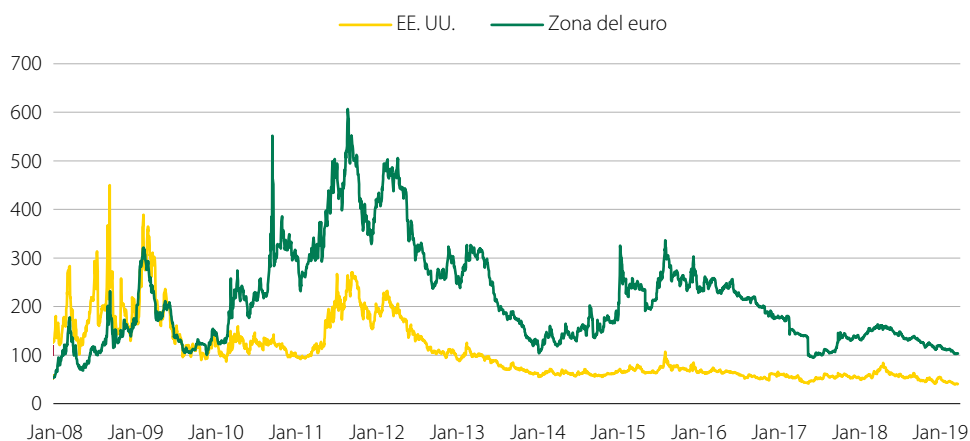


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

La prima de riesgo de las entidades de crédito de la zona del euro se redujo a lo largo de 2019, ya que los mismos factores que contribuyeron a rebajar las primas de riesgo soberano —la primera fase del acuerdo comercial entre China y EE. UU., la posibilidad de que finalmente el *brexit* vaya a llevarse a cabo con acuerdo y una ligera mejora de las perspectivas económicas en Alemania— generaron cambios positivos en las perspectivas del sector bancario. Así, la prima de riesgo del conjunto del sector bancario en la zona del euro se redujo 54 p.b. durante 2019, hasta situarse en 101 p.b. a finales de diciembre. Por su parte, en EE. UU. la prima de riesgo del sector bancario descendió 35 p.b., hasta los 37 p.b.

#### Primas de riesgo de crédito del sector bancario (CDS a 5 años)

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las primas de riesgo de la deuda corporativa también cayeron durante 2019, aunque el patrón no fue homogéneo durante el ejercicio, observándose más irregularidad en el primer semestre y descensos significativos durante el segundo. Tanto en la zona del euro como en EE. UU. la caída se produjo especialmente en el segmento de peor calidad crediticia (116 p.b. en el caso europeo y 54 p.b. en el estadounidense), lo que refleja el aumento generalizado del apetito por el riesgo. Así, a finales de diciembre la prima de riesgo de los bonos *high yield* en la zona del euro se situaba en 489 p.b., acumulando un descenso de 171 p.b. entre junio y diciembre, y en EE. UU. lo hacía en 430 p.b., con una caída de 78 p.b. en el mismo periodo. En general el entorno de tipos tan bajos, sobre todo en la zona del euro, continúa favoreciendo la búsqueda de rentabilidad a través de inversiones en activos con mayor riesgo (véase cuadro 5).

### Primas de riesgo de la deuda privada<sup>1</sup>

CUADRO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años, puntos básicos

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Zona del euro<sup>2</sup></b>								
<i>High yield</i>	469	398	605	489	546	660	543	489
BBB	143	104	199	137	173	165	155	137
AAA	75	54	86	66	76	37	81	66
<b>EE. UU.</b>								
<i>High yield</i>	408	377	485	430	423	508	462	430
BBB	141	122	192	141	166	168	168	141
AAA	56	44	72	46	53	71	58	46

Fuente: Thomson Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 31 de diciembre.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

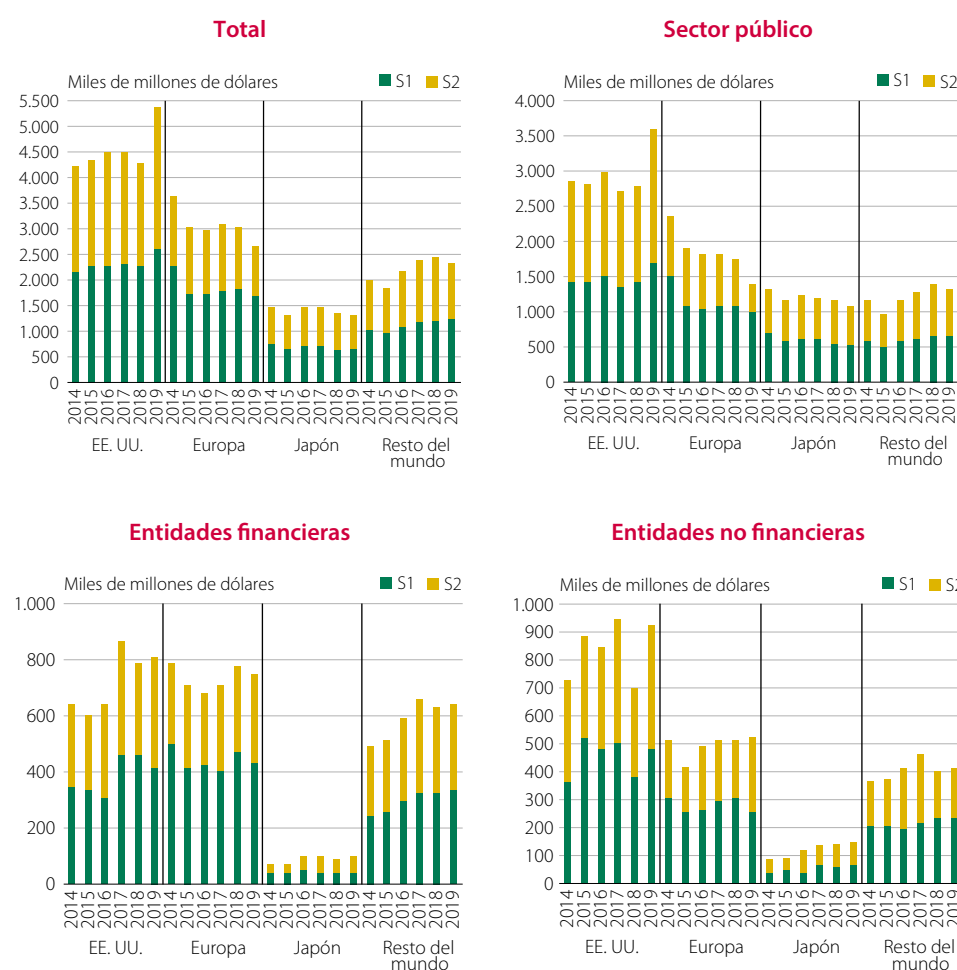
Las emisiones brutas de deuda en los mercados internacionales ascendieron a 11,7 billones de dólares en 2019, un 5 % más que en 2018, no observándose un patrón homogéneo entre regiones ni entre emisores (véase gráfico 6). Así, las emisiones de deuda en EE. UU. se incrementaron un 24,6 %, hasta los 5,33 billones de dólares, mientras que en el resto de áreas analizadas se produjeron descensos que fueron del 12,1 % en Europa y del 4,2 % en Japón, hasta situarse en 2,68 y 1,33 billones de dólares respectivamente. Por sectores también se apreciaron comportamientos dispares, aumentando de manera más notable las emisiones en el sector no financiero, donde se situaron en 2,0 billones de dólares (un 15,7 % más) y en las soberanas con un importe de 7,4 billones (un 4,2 % más), mientras que se mantuvieron prácticamente estables en el sector financiero (2,3 billones de dólares, un 0,3 % menos que en 2018).

En EE. UU. el aumento de las emisiones de deuda en 2019 fue generalizado entre los diferentes sectores y se explica tanto por las decisiones de la Administración de aquel país como por el descenso de los tipos de interés, que hace más atractiva esta modalidad de financiación. El avance de las emisiones soberanas fue del 29 %, destacando el impulso de estas durante el segundo semestre del año; el de las emisiones de las compañías no financieras fue del 32,8 %; y algo más modesto el de las entidades financieras, con un 1,9 %.

En Europa el descenso de las emisiones de deuda se explica en su mayoría por la evolución del sector público, cuyas emisiones experimentaron un retroceso cercano al 20 %, hasta situarse en 1,4 billones de dólares<sup>5</sup>, aunque también cayeron las de las entidades financieras (un 4,3 %, hasta los 744.000 millones). Estas últimas seguramente presentan menores necesidades de financiación y también disponen de fuentes alternativas de coste bajo. Caso distinto fue el de las compañías no financieras, que, aprovechando un nuevo descenso de los tipos de interés, incrementaron sus emisiones en 2019 un 2,9 %, hasta los 527.000 millones de euros, la cifra más elevada de los últimos ejercicios.

## Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



Fuente: Dealogic. Datos semestrales hasta el 31 de diciembre.

## 2.4 Las bolsas internacionales

Los principales índices de renta variable internacionales experimentaron subidas significativas en el cuarto trimestre del año como consecuencia de la percepción

5 De hecho, las emisiones netas de estos instrumentos —es decir, descontando los vencimientos— se situaron en terreno negativo.

generalizada de la existencia de menores incertidumbres económicas y políticas, según se ha comentado en el epígrafe relativo a la renta fija. En este contexto los índices japoneses, Nikkei y Topix, junto con los estadounidenses, mostraron los repuntes más pronunciados. Los primeros aumentaron un 8,7 % y un 8,4 % respectivamente y los segundos, entre un 6,0 % y un 12,2 %. En Europa la mayoría de los índices bursátiles registró incrementos notables en el último trimestre del año, a excepción del índice británico FTSE 100, cuyo avance fue menor, aunque compensó la caída del trimestre previo (véase cuadro 6). Entre los índices europeos, los mayores aumentos trimestrales se produjeron en el índice alemán Dax 30 (6,6 %) y en el italiano Mib 30 (6,3 %). El índice francés Cac 40 y el español Ibex 35 también mostraron alzas en los últimos 3 meses, de un 5,3 % y un 3,3 % respectivamente (véase cuadro 6).

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

CUADRO 6

%

	2016	2017	2018	2019	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Mundo</b>								
MSCI World	5,3	20,1	-10,4	25,2	11,9	3,3	0,1	8,2
<b>Zona del euro</b>								
Eurostoxx 50	0,7	6,5	-14,3	24,8	11,7	3,6	2,8	4,9
Euronext 100	3,0	10,6	-11,2	24,9	13,7	2,8	2,6	4,1
Dax 30	6,9	12,5	-18,3	25,5	9,2	7,6	0,2	6,6
Cac 40	4,9	9,3	-11,0	26,4	13,1	3,5	2,5	5,3
Mib 30	-10,2	13,6	-16,1	28,3	16,2	-0,2	4,1	6,3
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	8,2	-0,4	0,5	3,3
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	14,4	7,6	-12,5	12,1	8,2	2,0	-0,2	1,8
<b>EE. UU.</b>								
Dow Jones	13,4	25,1	-5,6	22,3	11,2	2,6	1,2	6,0
S&P 500	9,5	19,4	-6,2	28,9	13,1	3,8	1,2	8,5
Nasdaq-Cpte	7,5	28,2	-3,9	35,2	16,5	3,6	-0,1	12,2
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	0,4	19,1	-12,1	18,2	6,0	0,3	2,3	8,7
Topix	-1,9	19,7	-17,8	15,2	6,5	-2,5	2,4	8,4

Fuente: Datastream.

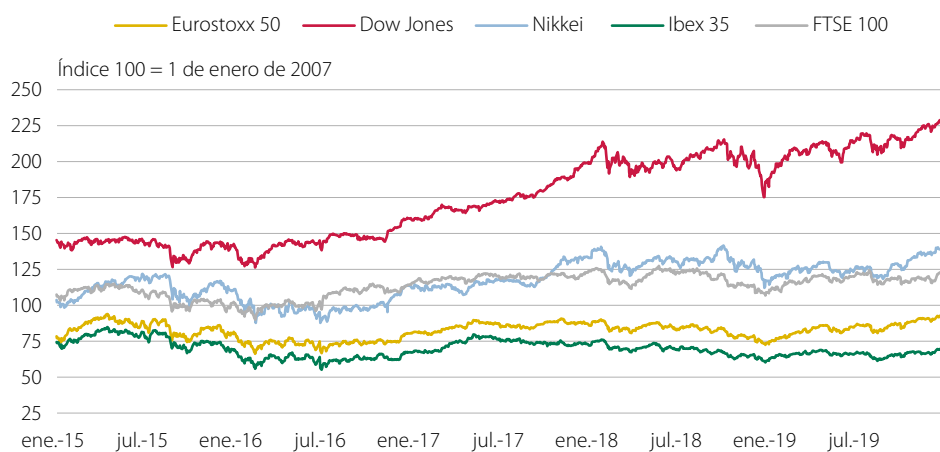
<sup>1</sup> En moneda local. Datos hasta el 31 de diciembre.

En el conjunto del año, los principales índices bursátiles registraron importantes incrementos con respecto a 2018. En general, los repuntes más elevados se produjeron en el primer y último trimestre del año, siendo las revalorizaciones menos cuantiosas en los meses centrales de 2019 (experimentándose incluso caídas en determinados índices, como el español, el italiano o el británico). En Europa el balance anual muestra aumentos en los índices superiores al 20 %, a excepción del Ibex 35, que registró un incremento más moderado (del 11,8 %), y del británico FTSE 100, cuyo aumento fue del 12,1 %. Salvo estos dos casos, las revalorizaciones de los índices europeos oscilaron entre el 24,8 % (Eurostoxx 50) y el 28,3 % (Mib 30). De la misma

forma, las bolsas estadounidenses y japonesas experimentaron repuntes sustanciales: entre el 15,2 % (Topix) y el 18,2 % (Nikkei) en Japón y entre el 22,3 % (Dow Jones) y el 35,2 % (Nasdaq Composite) en EE. UU.

### Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 7

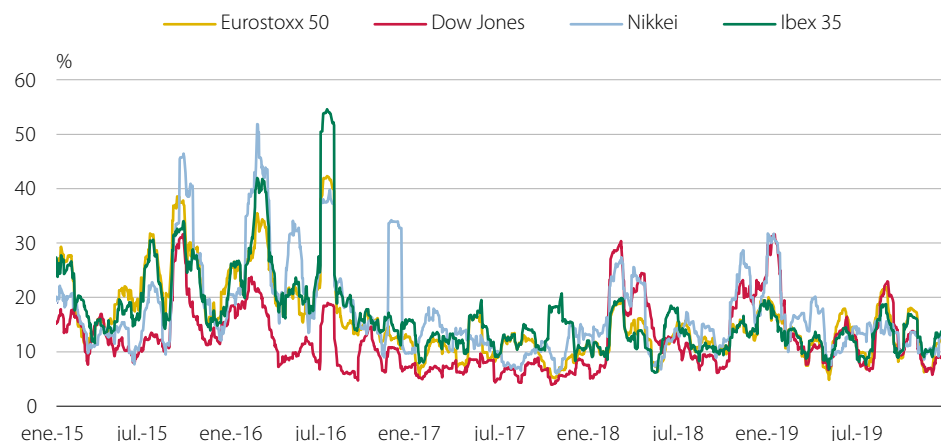


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las medidas de volatilidad histórica de los índices bursátiles más relevantes se situaron en niveles reducidos durante 2019, si se considera la media anual en comparación con sus promedios históricos. Los indicadores de volatilidad del Ibex 35 y del Eurostoxx registraron un promedio anual en torno al 12,5 %, mientras que el histórico de ambos es de aproximadamente un 20 %. La volatilidad de estos índices, que finalizó 2018 en niveles cercanos al 20 %, fue reduciéndose conforme avanzaba 2019 aunque experimentó un leve rebrote a finales de agosto. El promedio de la volatilidad histórica del Dow Jones en 2019 también fue inferior a su media histórica (12,4 % frente a 15 %) y mostró una tendencia a la baja más pronunciada que la de los índices europeos, pues comenzó el año en valores del 30 % y lo finalizó en el 6,4 %. De la misma forma, el índice japonés, que inició el año en niveles de volatilidad más elevados, finalizó 2019 en torno al 11,6 % (véase gráfico 8). Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes siguieron la misma línea que las medidas históricas, con promedios anuales de entre un 12 % y un 16 % en los índices más relevantes.

## Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 8



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las rentabilidades por dividendo registraron comportamientos similares entre los principales índices, con descensos en todos ellos con respecto al año anterior, que oscilaron entre 0,3 puntos porcentuales (p.p.; Topix) y 0,8 p.p. (Eurostoxx 50). Como se puede observar en el cuadro 7, las rentabilidades por dividendo de los índices europeos continuaron siendo superiores a las de los estadounidenses o japoneses. Así, a finales de diciembre tanto la rentabilidad por dividendo del índice S&P 500 como la del Topix se situaba en el 2,3 % (2,8 % y 2,6 % respectivamente al cierre de 2018), mientras que la media para los índices europeos fue del 3,6 %. La tendencia en estos últimos fue, eso sí, descendente, siendo las variaciones más significativas las del índice francés Cac 40 (-0,7 p.p., hasta el 3 %), del italiano Mib 30 (-0,5 p.p., hasta el 4,2 %) y del alemán Dax 30 (-0,5 p.p., hasta el 3 %). La rentabilidad por dividendo del índice español pasó del 4,6 % en 2018 al 4,2 % en 2019.

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

CUADRO 7

%

	2016	2017	2018	2019	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
S&P 500	2,5	2,2	2,8	2,3	2,5	2,4	2,4	2,3
Topix	1,9	1,8	2,6	2,3	2,3	2,5	2,4	2,3
Eurostoxx 50	4,1	3,9	4,1	3,3	3,7	3,6	3,5	3,3
Euronext 100	4,4	4,1	3,7	3,0	3,3	3,2	3,2	3,0
FTSE 100	4,1	4,0	4,8	4,4	4,6	4,4	4,6	4,4
Dax 30	2,7	2,6	3,4	3,0	3,3	3,2	3,2	3,0
Cac 40	4,9	4,4	3,8	3,0	3,4	3,3	3,2	3,0
Mib 30	3,9	3,5	4,7	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2
Ibex 35	3,9	3,8	4,6	4,2	4,2	4,3	4,4	4,2

Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Datos hasta el 31 de diciembre.

La evolución de la ratio precio sobre beneficios (PER) de los principales índices de renta variable a lo largo del año fue bastante homogénea, con incrementos en todos

ellos de acuerdo con el aumento de las cotizaciones (véase cuadro 8). Los índices que mostraron mayores incrementos fueron el estadounidense S&P 500, que se situó en 18,4 (14,3 a finales del ejercicio anterior), y el japonés Topix, que alcanzó 14,4 en diciembre (10,7 a finales de 2018). En Europa, la ratio PER del índice Euronext 100 mostró el incremento más significativo (3,5) y se situó en 15,7, seguido del índice francés Cac 40, que finalizó el año en 14,6 (con un aumento de 3,4), y del Dax 30, que aumentó en 3,2 veces hasta situarse en 14,2. Los incrementos de la ratio PER en Italia y España fueron más moderados (2,4 y 1,9 respectivamente) hasta situarse en valores de 12,2 y 12,4. Desde un punto de vista temporal amplio, los índices estadounidenses son los que muestran una mayor diferencia respecto a la media histórica de esta ratio, situándose muy por encima de ella (véase gráfico 9).

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

CUADRO 8

	2016	2017	2018	2019	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19 <sup>2</sup>
S&P 500	17,2	18,5	14,3	18,4	16,5	16,8	17,0	18,4
Topix	14,8	15,0	10,7	14,4	12,6	12,4	13,2	14,4
Eurostoxx 50	14,0	14,0	11,4	14,4	12,8	13,1	13,5	14,4
Euronext 100	15,3	15,8	12,2	15,7	14,3	14,6	14,8	15,7
FTSE 100	14,3	14,4	11,2	13,3	12,5	12,4	12,3	13,3
Dax 30	13,4	13,3	11,0	14,2	12,2	12,6	13,2	14,2
Cac 40	14,2	14,5	11,2	14,6	13,2	13,5	13,7	14,6
Mib 30	14,3	13,8	9,9	12,2	11,0	11,0	11,2	12,2
Ibex 35	14,3	13,6	10,5	12,4	11,6	11,8	11,6	12,4

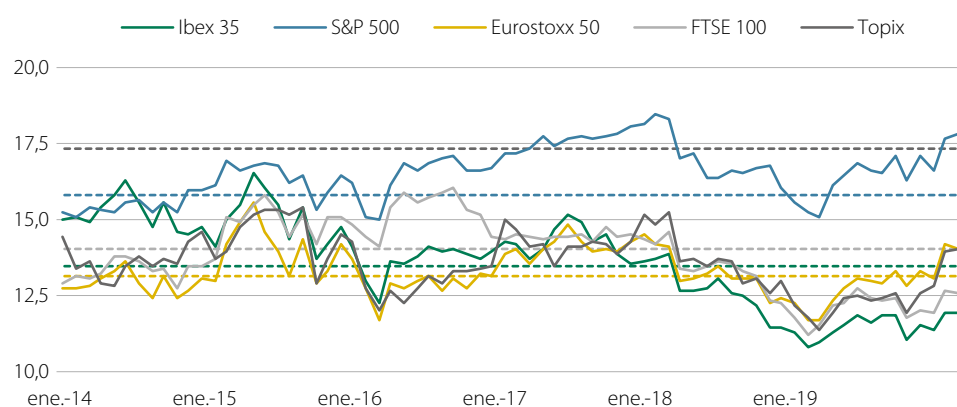
Fuente: Thomson Datastream.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses.

2 Datos hasta el 31 de diciembre.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos para la última sesión de cada mes. Datos hasta el 31 de diciembre.

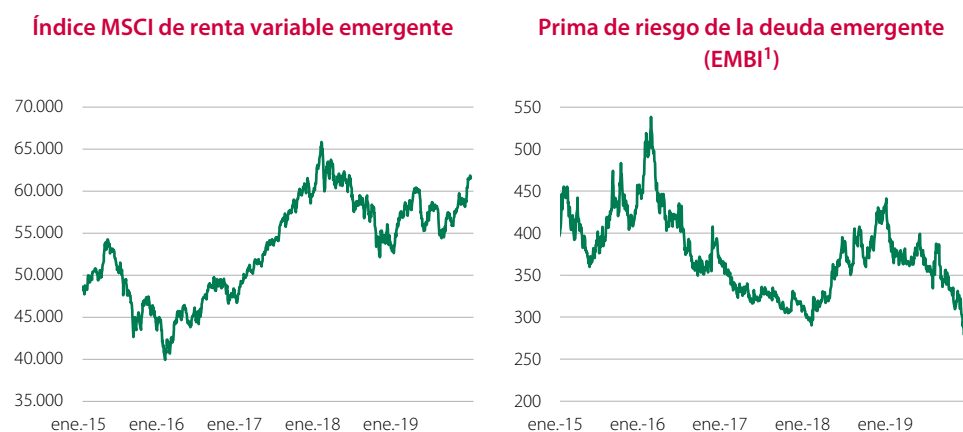
1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

El comportamiento de los precios de los mercados bursátiles en las economías emergentes fue dispar durante 2019: alcista en el primer y último trimestres del año y a

la baja en los meses centrales del mismo. El ejercicio estuvo marcado por el desarrollo de las tensiones comerciales entre China y EE. UU. y por la incertidumbre política en Sudamérica, sobre todo en Chile. Pese a ello, en el conjunto del año el índice MSCI de renta variable emergente se revalorizó un 15 % (un 9 % en el último trimestre) y la prima de riesgo (EMBI) retrocedió 150 p.b. y se situó en diciembre en 284 p.b. (véase gráfico 10).

## Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 10



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 31 de diciembre.

1 Se trata de un indicador de riesgo/país (Emerging Markets Bonds Index) calculado a partir de diferencias de tipo de interés para distintos plazos entre bonos denominados en dólares emitidos por economías emergentes y bonos de deuda estadounidense.

Los mercados bursátiles emergentes mostraron, en general, un comportamiento algo irregular en el conjunto de 2019, con revalorizaciones en el primer y último trimestre del año y caídas en los trimestres centrales, tal y como refleja el cuadro 10. Por regiones, los índices latinoamericanos aumentaron con respecto al trimestre anterior y a diciembre de 2018, a excepción del índice chileno IGPA, que retrocedió un 9,9 % en el ejercicio como consecuencia de la inestabilidad política presente en el país. El resto de índices mostró revalorizaciones en el año que llegaron hasta el 31,6 % en el caso del brasileño Bovespa y el 37,6 % del argentino Merval, que, después de caer un 30,5 % tras la celebración de elecciones primarias en el país y el desplome del peso en el tercer trimestre, se revalorizó un 43,4 % en los últimos meses del año. En Asia también se observaron incrementos en la mayoría de los índices de renta variable, destacando el Shanghai Composite, que, tras encarar dos trimestres de caídas y gracias al desarrollo favorable de las negociaciones comerciales con EE. UU. por las que se suspendieron los aranceles previstos para mediados de diciembre, aumentó un 5,0 % en el último trimestre. El balance anual de este índice arroja una subida del 22,3 %. Por su parte, en Europa del Este destacaron las revalorizaciones del índice ruso (RTS Index) y del rumano (Romania BET), que fueron del 45,3 % y el 35,1 % respectivamente en el conjunto del año.

Índice		2016	2017	2018	2019	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Latinoamérica</b>									
Argentina	Merval	44,9	77,7	0,8	37,6	10,5	24,9	-30,5	43,4
Brasil	Bovespa	38,9	26,9	15,0	31,6	8,6	5,8	3,7	10,4
Chile	IGPA	14,2	35,0	-7,3	-9,9	2,7	-3,2	-1,3	-8,1
México	IPC	6,2	8,1	-15,6	4,6	3,9	-0,3	-0,3	1,2
Perú	IGRA	58,1	28,3	-3,1	6,1	9,0	-2,3	-4,9	4,7
<b>Asia</b>									
China	Shangai Comp.	-12,3	6,6	-24,6	22,3	23,9	-3,6	-2,5	5,0
India	BSE	3,6	31,5	1,2	9,6	5,8	0,9	-2,8	5,7
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	3,3	21,8	-17,3	7,7	4,9	-0,5	-3,2	6,5
Filipinas	Manila Comp.	-1,6	25,1	-12,8	4,7	6,1	1,0	-2,8	0,5
Hong Kong	Hang Seng	0,4	36,0	-13,6	9,1	12,4	-1,8	-8,6	8,0
Indonesia	Yakarta Comp.	15,3	20,0	-2,5	1,7	4,4	-1,7	-3,0	2,1
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	-3,0	9,4	-5,9	-6,0	-2,8	1,7	-5,3	0,3
Singapur	SES All-S'Pore	-0,1	18,1	-9,8	5,0	4,7	3,4	-6,1	3,3
Tailandia	Bangkok SET	19,8	13,7	-10,8	1,0	4,8	5,6	-5,4	-3,5
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	11,0	15,0	-8,6	23,3	9,4	0,8	0,9	10,8
<b>Europa del Este</b>									
Rusia	Russian RTS Index	52,2	0,2	-7,6	45,3	12,4	15,2	-3,4	16,1
Polonia	Warsaw G. Index	11,4	23,2	-9,5	0,2	3,4	0,9	-4,8	0,9
Rumanía	Romania BET	1,2	9,4	-4,8	35,1	9,0	9,6	8,6	4,2
Bulgaria	Sofix	27,2	15,5	-12,3	-4,4	-1,8	0,7	-2,9	-0,4
Hungría	BUX	33,8	23,0	-0,6	17,7	6,5	-3,4	0,8	13,5
Croacia	CROBEX	18,1	-7,6	-5,1	15,4	2,8	4,7	4,3	2,7

Fuente: Thomson Datastream.

<sup>1</sup> Datos hasta el 31 de diciembre.

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) mostraron una evolución generalizada a la baja y común entre las principales áreas geográficas a lo largo de 2019. Así, en EE. UU., la contratación cayó un 9 %, hasta los 34,9 billones de euros, como consecuencia de la disminución de la negociación en NYSE y en BATS Global Markets, que fue superior a la expansión de la actividad en Nasdaq OMX<sup>6</sup>. Entre las plataformas europeas, el descenso de mayor calibre se registró en Cboe Equities, con un 29 %, aunque el resto de los centros de negociación europeos también experimentó caídas de la contratación de cierta intensidad, al igual que los japoneses (véase

6 Las tasas de variación anuales que se presentan se han calculado con la información disponible en la fecha de cierre de este informe, que alcanza noviembre para la mayoría de los centros de negociación excepto para NYSE (hasta octubre) y BME (año completo), y teniendo en cuenta la negociación para el mismo período correspondiente a 2018.

cuadro 10). Tampoco el SMN Turquoise quedó al margen de esta tendencia, con un retroceso de la actividad de negociación cercano al 50 % en 2019.

### Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

Miles de millones de euros

	2016	2017	2018	2019	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19 <sup>1</sup>
<b>Operador de mercado</b>								
EE. UU. <sup>2</sup>	38.050	33.882	44.222	34.901	10.148	9.211	10.022	5.520
Nasdaq OMX	10.016	10.047	14.250	13.123	3.546	3.613	3.737	2.228
NYSE	15.659	12.921	16.397	10.917	3.669	2.732	3.161	1.356
BATS Global Markets	12.375	10.914	13.575	10.860	2.933	2.866	3.124	1.937
Japan Exchange Group	5.082	5.143	5.327	4.180	1.142	1.124	1.129	784
London Stock Exchange Group <sup>3</sup>	2.070	2.052	2.143	1.646	442	437	449	317
Euronext <sup>4</sup>	1.601	1.708	1.865	1.582	420	423	437	302
Deutsche Börse	1.184	1.301	1.538	1.247	333	345	334	235
BME <sup>5</sup>	652	650	591	469	108	131	101	128
Cboe Equities Europe <sup>6</sup>	2.396	2.119	2.377	1.572	503	443	378	247
<b>Sistema multilateral de negociación (SMN)</b>								
Turquoise	1.224	810	621	299	109	93	59	38

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

1 Datos hasta el 30 de noviembre excepto en BME, donde se recogen hasta el 31 de diciembre, y NYSE, donde se recogen hasta el 31 de octubre.

2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE) y BATS Global Markets.

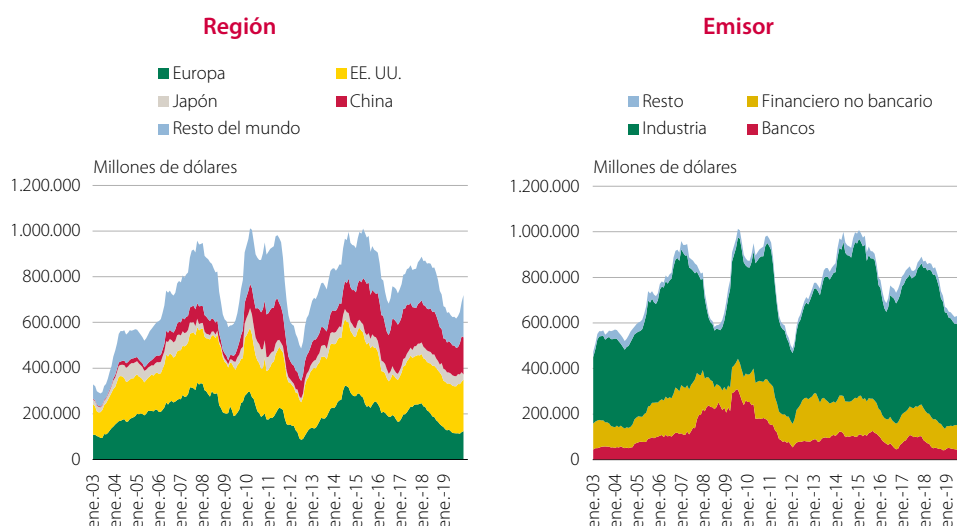
3 Incluye London Stock Exchange y Borsa Italiana.

4 Incluye Bélgica, Holanda, Francia, Portugal, Irlanda y Euronext London.

5 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.

6 BATS Europe hasta febrero de 2017, fecha en que fue adquirido por el grupo Cboe Global Markets.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales se situó en 719.000 millones de dólares en 2019, ligeramente por debajo de la cifra de 2018 (-0,3 %). La actividad emisora fue más débil en los primeros meses del año, pero ganó intensidad conforme avanzaba el ejercicio, destacando EE. UU. y China, donde los últimos meses fueron de mayor actividad al hilo de la recuperación de las cotizaciones. En estas economías, las emisiones de renta variable finalizaron el ejercicio con aumentos, que se situaron en el 2,3 % (hasta los 227.000 millones de dólares) en EE. UU. y el 8,8 % (hasta los 163.000 millones) en China. En Europa el segundo semestre fue también mejor que el primero, pero insuficiente para impedir un descenso en el volumen de emisiones del 16,3 %, hasta los 122.000 millones de dólares. En Japón el retroceso fue aún mayor: del 58,9 %, hasta los 22.000 millones. El desglose por sectores mostró incrementos generalizados en las emisiones, a excepción de las compañías industriales, que registraron una caída del 9,9 % con respecto a 2018. Las emisiones de acciones de los bancos aumentaron un 57 % y las de las empresas financieras no bancarias lo hicieron un 23,7 %.



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 31 de diciembre.

### 3 Evolución reciente de los mercados financieros nacionales

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que ha oscilado en torno a los valores de referencia que separan el nivel de estrés bajo del medio (0,27) desde el mes de agosto debido a las incertidumbres existentes, finalizó el año con una leve tendencia a la baja. El valor de cierre del año de este indicador fue de 0,22<sup>7</sup> (véase gráfico 12), correspondiendo los niveles de estrés más elevados al segmento de intermediarios financieros (0,66), al de bonos y al de mercado de dinero, ambos con un 0,59<sup>8</sup>. En el caso de los intermediarios financieros, el alto nivel de estrés tiene su origen en el reducido valor de las cotizaciones de los bancos; en el segmento de deuda se debe a un cierto deterioro de la liquidez, así como a repuntes transitorios de la volatilidad; y en el mercado de dinero se explica por el aumento de la volatilidad del Euríbor y por la ampliación de su diferencial respecto a las rentabilidades de

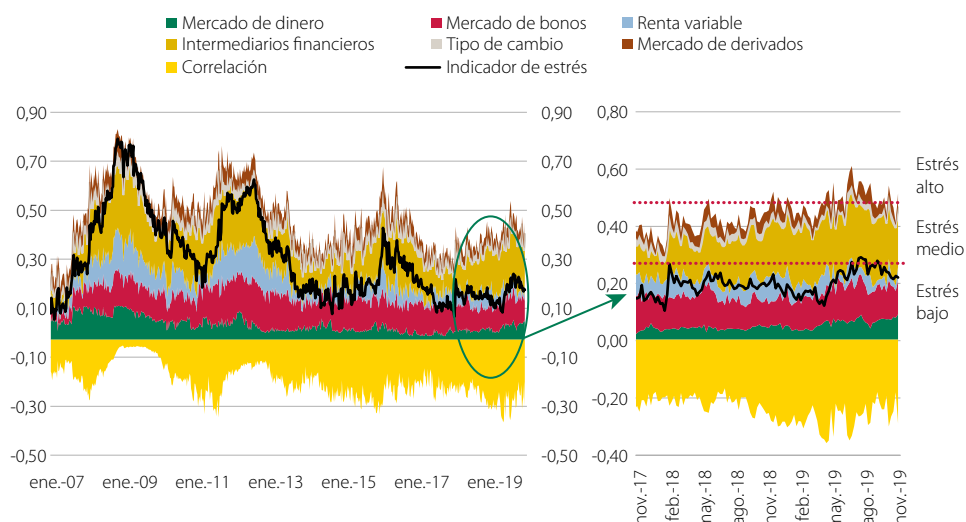
7 Este indicador tiene frecuencia semanal. El dato que se presenta en este informe corresponde al 3 de enero.

8 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, obteniéndose una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de Estabilidad Financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M. I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).

la deuda pública española. El grado de correlación entre los seis segmentos del sistema financiero contemplados tendió a aumentar en los momentos de mayor incertidumbre, pero se mantiene en niveles bajos comparados con su promedio histórico.

### Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

### 3.1 Mercados de renta fija

Los mercados de deuda, que habían mostrado descensos significativos en el rendimiento de los bonos durante buena parte de 2019 —alcanzando mínimos históricos en los plazos más largos—, presentaron en el tramo final del año ligeros repuntes, tras disminuir algunas de las incertidumbres presentes y confirmarse que las autoridades monetarias no adoptarían por el momento nuevas medidas adicionales expansivas en materia de política monetaria e incluso se plantearán una revisión de su estrategia actual<sup>9</sup>. En este contexto, tanto los rendimientos de la deuda pública como los de la privada cerraron el año en niveles inferiores a los de 2018 en la mayoría de los plazos de la curva, en la que se observó un aplanamiento considerable. Asimismo, la prima de riesgo de crédito soberano española presentó descensos notables, favorecida por el tono expansivo de la política monetaria, de modo que finalizó el ejercicio en 66 p.b. (118 p.b. en diciembre de 2018). Por otro lado, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV, que habían mostrado una cierta expansión en los 9 primeros meses del año, disminuyeron con intensidad en el último trimestre y dieron lugar a un retroceso anual del 11 % (hasta un importe de 90.066 millones de euros). En cambio, las emisiones de deuda efectuadas en el exterior continuaron creciendo de forma significativa. Con información hasta noviembre, estas emisiones mostraban un aumento del 6,7 % y se situaban en 91.130 millones, con lo que superaron el importe registrado en la CNMV para el conjunto del año.

<sup>9</sup> La nueva presidenta del BCE, Christine Lagarde, anunció en diciembre que en enero de 2020 comenzará la revisión estratégica sobre los objetivos e instrumentos de la política monetaria de la institución (la anterior estrategia data de 2003).

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo se mantuvieron relativamente estables en el cuarto trimestre, situándose en zona de mínimos históricos tanto en el mercado primario como en el secundario. De este modo, el rendimiento de la deuda pública acumula su cuarto año consecutivo en valores negativos para todo el tramo corto de la curva, como consecuencia del mantenimiento de la política monetaria ultraexpansiva del BCE (los tipos oficiales siguen en mínimos históricos) y que, según acaba de reiterar, se mantendrá en el tiempo mientras no aumenten las perspectivas de inflación<sup>10</sup>. Así, el rendimiento de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba al cierre de diciembre en el -0,58 %, el -0,47 % y el -0,48 % respectivamente, valores muy parecidos a los del tercer trimestre y en línea con el rendimiento que ha establecido el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,5 %).

Además, desde septiembre se ha observado un incremento de los tipos a más corto plazo, que podría estar relacionado con una particularidad del régimen de aplicación del tipo de la facilidad marginal de depósito (conocido como *two-tier system*), que reduce la cuantía de los recursos afectados por los tipos negativos y que, en la práctica, podría acabar propiciando un incremento de los tipos a corto plazo. Por otro lado, todas las subastas de letras continuaron resolviéndose a tipos negativos, que ahora se han extendido a los títulos con plazos de 3 y 5 años. En el caso de la renta fija privada a corto plazo el comportamiento fue diferente, observándose valores superiores a los del trimestre anterior y concentrándose las mayores alzas en los plazos de 6 y 12 meses<sup>11</sup>. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión alcanzaba en diciembre valores que oscilaban entre el 0,20 % de la referencia a 3 meses y el 0,71 % de la referencia a 6 meses (véase cuadro 11).

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

CUADRO 11

%

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Letras del Tesoro</b>								
3 meses	-0,47	-0,62	-0,50	-0,58	-0,40	-0,47	-0,54	-0,58
6 meses	-0,34	-0,45	-0,41	-0,47	-0,36	-0,38	-0,53	-0,47
12 meses	-0,25	-0,42	-0,33	-0,48	-0,32	-0,38	-0,49	-0,48
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>								
3 meses	0,18	0,39	0,24	0,20	0,25	0,21	0,16	0,20
6 meses	0,20	0,26	0,19	0,52	0,41	0,58	0,17	0,52
12 meses	0,15	0,19	0,07	0,71	0,65	1,06	0,43	0,71

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

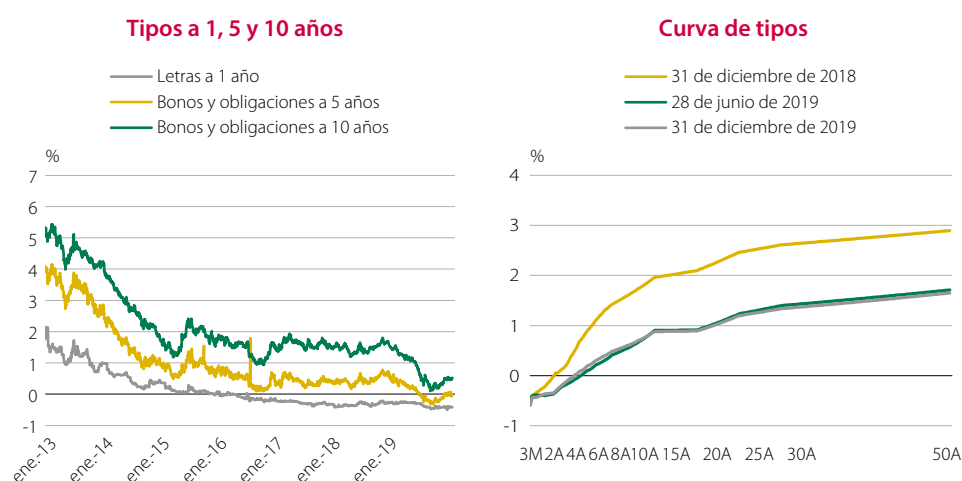
10 Su nueva presidenta reiteró en diciembre que espera que los tipos «continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior al 2 %». Los pronósticos del BCE sitúan la inflación en 2019 en el 1,2 % y no espera que alcance el 1,6 % hasta 2022.

11 Las alzas en los tipos a 6 y 12 meses son parcialmente consecuencia del reducido tamaño de la muestra de emisores en estos plazos, que presenta una gran dispersión en cuanto a las características de las empresas, su tamaño y su calidad crediticia, observándose un elevado número de compañías con *rating* inferior al grado inversión.

Tras los descensos de los últimos trimestres debido al anuncio de nuevas medidas acomodaticias y a su adopción<sup>12</sup> por parte del BCE, los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre con ligeras alzas —de entre 16 y 25 p.b.<sup>13</sup>— que se fueron consolidando a lo largo de este, ante la perspectiva de que por el momento no habrá nuevas medidas adicionales de carácter expansivo. Aun así, estas rentabilidades se mantienen en zona de mínimos históricos y es probable que lo sigan estando durante algún tiempo. En este contexto, el rendimiento de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaba al cierre del ejercicio en el -0,29 % el -0,06 % y el 0,45 %, respectivamente, lo que supone entre 26 y 98 p.b. menos que en diciembre de 2018 (véase cuadro 12). Cabe destacar que el rendimiento de la deuda pública a 10 años marcó un mínimo de toda la serie en agosto, muy cercano a cero. Por su parte, la curva de tipos presenta valores ligeramente positivos a partir del plazo de 6 años, aunque esta referencia mostró valores negativos durante la mayor parte del ejercicio.

### Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 13



Fuente: Thomson Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las rentabilidades de la deuda corporativa también presentaron ligeros ascensos en el cuarto trimestre, pues ya se habrían anticipado los efectos del inicio de un nuevo programa de compras de deuda corporativa<sup>14</sup> del BCE desde el 1 de noviembre y pesó más el descenso de algunas de las incertidumbres de meses anteriores. Así, al cierre de 2019 las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años se situaban en el 0,20 %, el 0,23 % y el 0,79 % respectivamente, lo que implica una prima de riesgo de entre 29 y 49 p.b. hasta el plazo de 5 años y de 34 p.b. a 10 años. En el conjunto del ejercicio, el rendimiento de la deuda privada a 10 años disminuyó en 73 p.b., el de la deuda a 5 años lo hizo en 32 p.b. y el de la deuda a 3 años, en 47 p.b. (véase cuadro 12).

12 A finales de diciembre, el BCE había adquirido deuda pública por un importe neto de 2.198.092 millones de euros, de los cuales 259.002 millones correspondían a títulos españoles.

13 Cálculo trimestral basado en rentabilidades medias mensuales.

14 El programa de compras de deuda corporativa acumulaba hasta finales de diciembre un volumen de compras por importe de 184.335 millones de euros, de los cuales más del 18 % fue adquirido en el mercado primario.

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

CUADRO 12

%

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	dic.-19	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
<b>Renta fija pública</b>								
3 años	0,04	-0,09	-0,04	-0,29	-0,14	-0,31	-0,44	-0,29
5 años	0,35	0,31	0,43	-0,06	0,24	-0,10	-0,27	-0,06
10 años	1,44	1,46	1,43	0,45	1,14	0,50	0,20	0,45
<b>Renta fija privada</b>								
3 años	0,69	0,44	0,67	0,20	0,44	0,19	-0,10	0,20
5 años	1,43	0,41	0,55	0,23	0,56	0,34	0,10	0,23
10 años	2,14	1,16	1,52	0,79	1,32	1,05	0,63	0,79

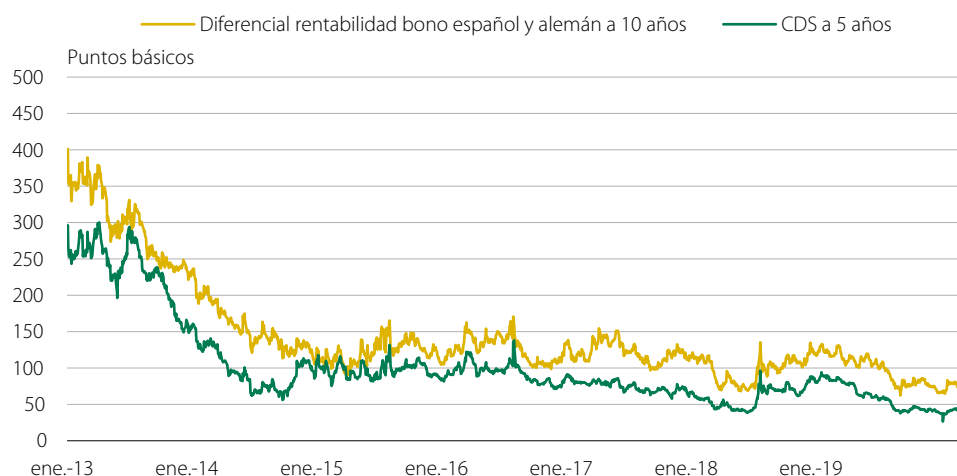
Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano —medida como la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— se mantuvo relativamente estable durante la mayor parte del trimestre, situándose al cierre de 2019 en 66 p.b., cerca de su mínimo anual de 60 p.b. alcanzado en julio y más de 50 p.b. por debajo del valor de cierre de 2018 (118 p.b.). La reducción de esta prima ha sido consecuencia del conjunto de anuncios y estímulos adoptados por la autoridad monetaria europea, así como del mejor comportamiento relativo de la economía española frente al resto de las grandes economías europeas. Asimismo, la prima de riesgo estimada utilizando el CDS (*credit default swap*) del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono alemán— también se mantuvo sin apenas cambios, situándose al cierre de 2019 en 41 p.b., frente a los 80 p.b. de finales del año anterior (véase gráfico 14). A corto plazo, su comportamiento —como el de las primas de los grandes emisores españoles— va a estar condicionado por varios factores, entre los que destacan los de carácter político y la progresiva ralentización de la economía española y, en consecuencia, de la evolución de los beneficios empresariales.

## Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 14



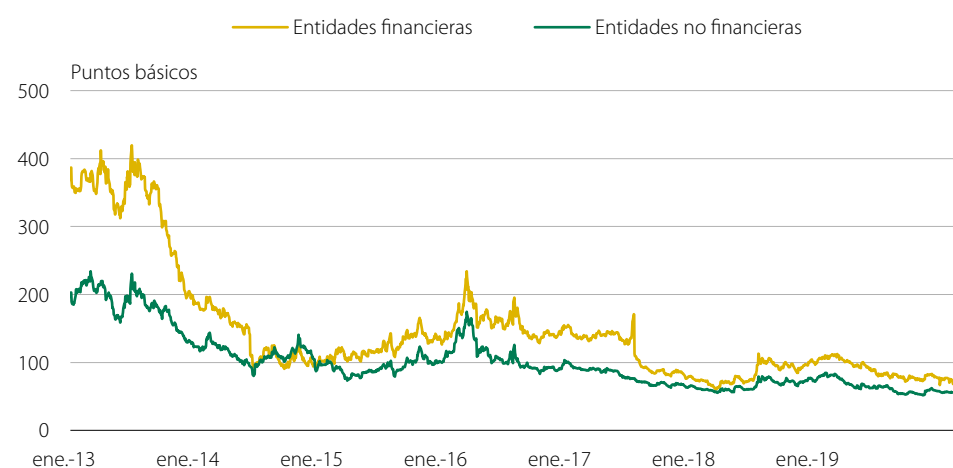
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía presentaron descensos moderados en el último trimestre del año, que fueron más intensos en el caso de las entidades financieras. A pesar de las incertidumbres que afectan a estas últimas —margen de intereses decreciente, como consecuencia del entorno de tipos de interés reducidos—, la prima media de los CDS de los bancos se ha visto favorecida positivamente por la puesta en marcha de la tercera ronda de financiación del BCE, que les permitirá acceder a financiación a largo plazo y a bajo coste, a la vez que el reducido nivel de los tipos evita deterioros de su morosidad.

En el caso de las compañías no financieras, el descenso de la primas de riesgo fue menor, aunque también alcanzaron mínimos desde su nivel más bajo a finales del año 2007. Estas compañías siguen beneficiándose de la reactivación del programa de compras<sup>15</sup> del BCE, lo que favorece el mantenimiento del coste de su financiación en niveles reducidos. Como recoge el gráfico 15, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 65 p.b., por debajo de los 79 p.b. del cierre del tercer trimestre y lejos de los 108 p.b. del inicio del año; mientras que en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 52 p.b., frente a los 57 y 78 p.b. del trimestre anterior y de comienzos del año, respectivamente.

#### Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado<sup>1</sup>

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre.

1 Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

Al contrario de lo sucedido en los tres primeros trimestres del año, cuando las emisiones de renta fija registradas en la CNMV mostraban aumentos respecto a los mismos periodos de 2018, las emisiones registradas en el cuarto se situaron en un volumen muy inferior a las del cuarto trimestre de 2018 (23.500 millones menos), lo que originó un retroceso del volumen acumulado en el ejercicio. Esta evolución responde, en parte, a la disminución de las emisiones de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB), que fueron particularmente

15 Este programa de compras incluye deuda corporativa (denominado CSPP, por sus siglas en inglés), que se ha extendido a todos los emisores españoles que cumplen las condiciones del programa (*rating* mínimo BBB- o superior).

elevadas a finales de 2018, y también a las menores necesidades de financiación de los emisores, que, posiblemente, las habrían cubierto con anterioridad, tras el renovado abaratamiento de la financiación. También siguieron fortaleciéndose las emisiones en el exterior frente a las nacionales —aunque en la parte final del año también fueron más débiles— con un volumen que en 2019 posiblemente superará el de las emisiones registradas en España.

En particular, el volumen de emisiones registradas en la CNMV en 2019 se situó en 90.066 millones de euros, un 11 % menos que en 2018 y el nivel más bajo de los 10 últimos años, produciéndose un descenso en todas las categorías de deuda excepto en los bonos de titulización, que experimentaron un ligero aumento del 3 % hasta los 18.741 millones, y en ciertos tipos específicos de instrumentos como, por ejemplo, las cédulas de internacionalización, cuyo importe alcanzó los 1.500 millones. Respecto a las titulizaciones, cabe señalar que en 2019 se produjeron las primeras realizadas por emisores españoles que cumplen con el reconocimiento STS<sup>16</sup> de acuerdo con los criterios establecidos en la regulación europea al respecto. En total se efectuaron 4 emisiones de este tipo, 3 de ellas por entidades bancarias, que tuvieron un importe de 4.573 millones de euros.

En valor absoluto las disminuciones de mayor cuantía se observaron en los bonos no convertibles, cuyas emisiones se situaron por debajo de los 30.000 millones de euros en 2019 (35.836 millones en 2018). Como se ha indicado anteriormente, buena parte de este retroceso se explica por la actividad de la SAREB, que redujo sus emisiones un 31 %, hasta los 20.505 millones (29.751 millones en 2018). De hecho, si se descuentan las emisiones de deuda de esta sociedad, la caída de las emisiones totales de renta fija habría sido menor (-2,8 %). Otros descensos relevantes tuvieron lugar en las emisiones de cédulas hipotecarias (un 14 %, hasta algo menos de 23.000 millones de euros), para las que se prolongó la tendencia observada en los últimos años, que han estado marcados por la renovación de las emisiones vencidas y la caída del saldo de créditos hipotecarios en vigor<sup>17</sup>, que limita este tipo de emisiones. Finalmente, las emisiones de pagarés mostraron una disminución menos intensa, del 1 % hasta los 14.990 millones de euros, si bien su importe es bastante inferior al de las emisiones de estos instrumentos en el exterior (más de 37.000 millones hasta octubre).

Cabe señalar que las emisiones de deuda efectuadas en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARE) se situaron en 10.300 millones de euros en 2019, lo que supone un incremento del 66 % respecto a las cifras de 2018. La mayor parte de este importe correspondió a emisiones de pagarés (93 %) realizadas por 48 entidades (19 más que en 2018), entre las que se encuentran compañías como El Corte Inglés, MásMóvil, Grupo Barceló o Sacyr.

---

16 Sencillas, transparentes y estandarizadas (STS, por sus siglas en inglés).

17 Hasta noviembre, según datos del Banco de España, el saldo de crédito hipotecario caía un 1,0 % en tasa interanual, hasta situarse en 515.829 millones de euros, su nivel más bajo desde el año 2006.

## Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 13

	2016	2017	2018	2019	2019			
					I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (tipo de instrumento, millones de euros)	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>101.296</b>	<b>90.066</b>	<b>20.850</b>	<b>14.325</b>	<b>19.968</b>	<b>34.923</b>
Cédulas hipotecarias	31.643	29.824	26.575	22.933	2.745	5.930	6.750	7.508
Cédulas territoriales	7.250	350	2.800	1.300	0	0	0	1.300
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170	30.006	35.836	29.602	13.620	2.365	1.533	12.084
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35.505	29.415	18.145	18.741	1.270	2.881	4.909	9.681
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	22.960	17.911	15.089	14.990	2.215	3.149	5.275	4.351
De titulización	1.880	1.800	240	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	21.080	16.111	14.849	14.990	2.215	3.149	5.275	4.351
Otras emisiones de renta fija	1.500	981	0	1.500	0	0	1.500	0
Participaciones preferentes	0	1.000	2.850	1.000	1.000	0	0	0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	4.279	6.505	4.923	3.214	350	316	459	2.088
Emisiones aseguradas	421	0	0	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (sector emisor, millones de euros)	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>101.296</b>	<b>90.066</b>	<b>20.850</b>	<b>14.325</b>	<b>19.968</b>	<b>34.923</b>
Entidades financieras	133.897	105.380	96.926	80.326	19.549	11.957	16.325	32.495
Largo plazo	111.311	88.079	82.830	72.206	17.365	10.576	13.692	30.572
SAREB	30.803	20.040	29.751	20.505	10.243	0	0	10.262
Corto plazo	22.586	17.301	14.097	8.121	2.184	1.381	2.632	1.923
Sociedades no financieras	2.819	1.210	1.688	7.471	31	2.368	2.643	2.429
Largo plazo	2.445	600	695	600	0	600	0	0
Corto plazo	374	610	993	6.871	31	1.768	2.643	2.429
Administraciones públicas	2.313	2.897	2.682	2.270	1.270	0	1.000	0

## En el exterior por emisores españoles

	2016	2017	2018	2019 <sup>3</sup>	2019			
					I	II	III	IV <sup>3</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>58.587</b>	<b>84.760</b>	<b>89.358</b>	<b>91.130</b>	<b>27.940</b>	<b>26.308</b>	<b>23.754</b>	<b>13.127</b>
A largo plazo	31.655	61.095	38.425	48.568	16.750	13.589	12.342	5.887
Participaciones preferentes	1.200	5.844	2.000	2.970	2.051	0	918	0
Obligaciones subordinadas	2.333	5.399	2.250	1.755	1.750	5	0	0
Bonos y obligaciones	28.122	49.852	34.175	43.844	12.949	13.584	11.424	5.887
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	26.932	23.665	50.933	42.561	11.190	12.719	11.412	7.240
Pagarés de empresa	26.932	23.665	50.933	42.561	11.190	12.719	11.412	7.240

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

	2016	2017	2018	2019	2019			
					I	II	III	IV <sup>3</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>56.674</b>	<b>66.628</b>	<b>91.446</b>	<b>83.928</b>	<b>28.165</b>	<b>23.851</b>	<b>22.187</b>	<b>9.724</b>
Instituciones financieras	11.427	19.641	43.234	49.880	14.779	14.935	13.568	6.598
Sociedades no financieras	45.247	46.986	48.212	34.047	13.386	8.917	8.619	3.126

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

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

3 Datos hasta el 30 de noviembre.

En cambio, las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior (hasta el 30 de noviembre) han seguido mostrando un dinamismo significativo con un aumento del 6,7 % en el año, hasta situarse en 91.130 millones de euros. Así, a falta de 1 mes de información, esta cifra supera ya el importe de emisiones registradas en la CNMV en el conjunto del año y representa el 50,3 % de las emisiones totales (frente al 46,9 % en 2018). Se observó un cambio significativo en relación con el plazo de los activos, pues las emisiones de deuda a largo plazo realizadas en el exterior se incrementaron un 29 % (hasta los 48.568 millones de euros), mientras que las de corto plazo cayeron un 11 % (hasta los 42.561 millones). Finalmente, las emisiones de las filiales de las empresas españolas en el exterior (hasta noviembre) decrecieron en el año un 8 %, hasta los 83.928 millones de euros, lastradas por la disminución de las emisiones de las entidades financieras (-29 %).

## 3.2 Mercados de renta variable

### 3.2.1 Precios

En los mercados de renta variable nacionales las cotizaciones, que ya habían presentado avances en septiembre, prosiguieron con las alzas en el cuarto trimestre gracias al efecto positivo del paquete de medidas de estímulos monetarios adoptado por el BCE y a las sucesivas rebajas de tipos de la Reserva Federal, así como a la resolución de varios elementos de incertidumbre que se han comentado en epígrafes anteriores. El último trimestre de 2019 se cerró con un avance del 3,3 % del Ibex 35, que presentó un comportamiento ligeramente inferior al de otros índices de referencia<sup>18</sup>, manteniéndose la volatilidad en niveles reducidos. La contratación de valores españoles se situó en 805.000 millones de euros en el conjunto del año, su valor más bajo desde 2013, manteniéndose la redistribución de la negociación desde el mercado regulado español —que disminuyó casi un 21 %— hacia otros centros de negociación y mercados competidores que apenas redujeron sus volúmenes<sup>19</sup>.

El Ibex 35, que se había revalorizado un 8,2 % en el primer trimestre del año y registrado descensos del 0,4 % en el segundo para volver a subir un 0,5 % en el tercero, siguió una senda alcista en el cuarto, avanzando un 3,3 %, hasta acumular una revalorización anual del 11,8 %. Este avance contrasta con las pérdidas del 15 % del ejercicio anterior y representa su mayor revalorización anual desde 2013, pero también es cierto que finaliza el año (en torno a 9.550 puntos) en niveles similares a los alcanzados en la segunda mitad de 2018 y que su revalorización anual es sensiblemente inferior a la de la mayoría de los índices europeos de referencia.

Las alzas del cuarto trimestre no fueron homogéneas entre sectores y compañías, sino que se concentraron en mayor medida en las empresas de mediana y pequeña capitalización, que se habían visto penalizadas en el tercer trimestre, así como en los sectores de carácter más cíclico. Las cotizaciones de las compañías medianas, que

---

18 Los principales índices europeos presentaron avances superiores a los del mercado español tanto en el trimestre como en el conjunto del año: Eurostoxx (4,9 % trimestral y 24,8 % anual), Cac (5,3 % y 26,4 %, respectivamente), Dax (6,6 % y 25,5 %, respectivamente) y Mib 30 (6,3 % y 28,3 %, respectivamente).

19 La contratación de los centros de negociación y mercados competidores de BME disminuyó en torno a 5.200 millones de euros, un 1,5 % menos en términos interanuales.

habían experimentado descensos en los últimos trimestres por su carácter exportador en un marco de ralentización económica en la zona del euro —en la que se concentra gran parte de su actividad económica y exportadora—, destacaron por su comportamiento positivo en la última parte del año debido a la mejora de las expectativas sobre la evolución de la actividad en Europa.

Por otro lado, tras un tercer trimestre de pérdidas notables, los valores latinoamericanos que cotizan en euros volvieron a mostrar rendimientos positivos que compensaron dichas pérdidas gracias al buen comportamiento de los mercados latinoamericanos. Así, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top presentaron ganancias del 7,8 % y 8,4 % en el trimestre, que alcanzaron el 16,3 % y 15,3 % en el conjunto del año, en un contexto de relativa estabilidad de sus divisas respecto al euro<sup>20</sup> (véase cuadro 14).

En la última parte del año, las mayores alzas se concentraron en los sectores de los bienes y servicios de consumo por su carácter más cíclico, entre los que sobresale la revalorización de la principal compañía del sector textil (Inditex), que sigue destacando por su crecimiento y capacidad de adaptarse al nuevo entorno competitivo y cada vez más digital de los mercados. Asimismo, los bancos, cuyas cotizaciones habían descendido en los dos trimestres anteriores lastrados por la laxitud de la política monetaria y su extensión en el tiempo, presentaron una evolución positiva (3,8 %) favorecidos, por una parte, por la puesta en marcha de la tercera ronda de financiación del BCE, que les facilitará el acceso a abundante financiación a bajo coste, y, por otra, por la estabilidad en los índices de morosidad.

Por el contrario, los mayores retrocesos se concentraron en las compañías eléctricas, cuyas cotizaciones se encontraban en zona de máximos anuales, por las dudas que suscitan entre los inversores las decisiones que podría adoptar el nuevo Gobierno en relación con el sistema de precios de la electricidad en España. Asimismo, el sector de las telecomunicaciones y de la tecnología presentó un comportamiento mixto, con notables retrocesos en el trimestre (11 %) de la principal operadora de telecomunicaciones (Telefónica), que se vieron compensados por los avances de las cotizaciones de las compañías de carácter tecnológico y de internet.

## Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 14

%

	2016	2017	2018	2019	mar.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	8,2	-0,4	0,5	3,3
Madrid	-2,2	7,6	-15,0	10,2	8,0	-0,6	-0,3	3,0
Ibex Medium Cap	-6,6	4,0	-13,7	8,4	4,7	-1,5	-5,5	11,1
Ibex Small Cap	8,9	31,4	-7,5	11,9	9,4	-1,3	-1,3	5,0
FTSE Latibex All-Share	71,0	9,0	10,3	16,3	14,0	0,9	-6,2	7,8
FTSE Latibex Top	67,8	7,3	14,8	15,3	11,7	1,1	-5,8	8,4

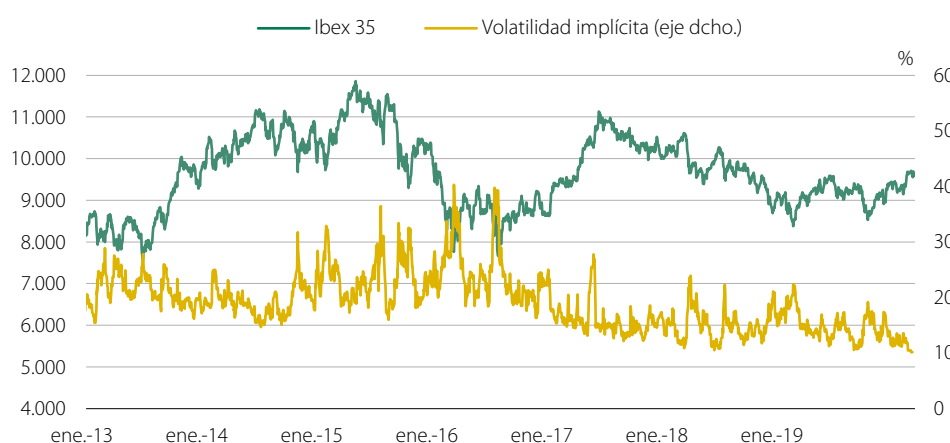
Fuente: Thomson Datastream.

20 En 2019, el real brasileño y el peso mexicano se han depreciado un 1,5 % y apreciado un 6 % respectivamente respecto al euro. Por otro lado, el peso argentino se ha depreciado casi un 36 %.

La volatilidad del Ibex 35, que se había mantenido en niveles reducidos en los tres trimestres anteriores (entre el 13 % y 15 %), disminuyó en el tramo final del año y lo cerró en niveles cercanos al 10 % —en mínimos históricos—, como consecuencia de la relajación de gran parte de las incertidumbres de carácter internacional que afectaban a los mercados y la nuevas inyecciones de liquidez facilitadas por los bancos centrales (véase gráfico 16). Aunque a lo largo del ejercicio se han observado repuntes transitorios de la volatilidad como consecuencia del agravamiento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China, esta se ha mantenido en niveles reducidos durante la mayor parte del año, situándose en promedio en el 13,7 %, un valor inferior al alcanzado en los dos últimos ejercicios<sup>21</sup> y muy por debajo de los registros de 2016 (23,7 %). El comportamiento de la volatilidad del mercado español ha sido similar al observado en otras bolsas europeas y en los mercados estadounidenses, que también muestran indicadores en rangos reducidos desde un punto de vista histórico desde hace varios trimestres.

### Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



Fuente: Thomson Datastream y MEFF.

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

Por lo que respecta a la evolución de las cotizaciones de los sectores que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM), su evolución fue desigual durante todo el año tanto por sectores como por valores (véase cuadro 15). Todos los sectores iniciaron el primer trimestre con avances, que se fueron consolidando e incrementando para algunos de ellos, especialmente para los sectores más cíclicos, mientras que en el caso del sector financiero e inmobiliario se tornaron en pérdidas. El mejor comportamiento correspondió al sector de los bienes de consumo, que tuvo una evolución positiva durante todo el ejercicio y lo finalizó con una revalorización significativa (34,8 %), destacando el comportamiento de la principal compañía textil (Inditex), que experimentó un aumento del 40 %, frente a los retrocesos de los últimos años.

Otros sectores que mostraron incrementos de las cotizaciones en 2019, aunque menos relevantes, fueron el del petróleo y la energía y el de la tecnología y las comunicaciones. El primero finalizó con una revalorización notable (14,4 %), destacando el

21 La volatilidad del Ibex 35 alcanzó el 15,1 % y el 15,5 % en 2018 y 2017 respectivamente.

avance de las principales compañías eléctricas, que acumulan 3 ejercicios seguidos de aumentos. El segundo registró un avance más discreto (4,5 %), en el que la evolución positiva de las compañías de tecnología compensó el retroceso de los operadores de telecomunicaciones.

Por el contrario, el peor comportamiento correspondió al sector inmobiliario (-11 %), que presentó pérdidas en todos los trimestres por el temor de los inversores a un cambio de ciclo en el mercado inmobiliario, así como el sector de los servicios financieros (-2,6 %), que sigue acusando las consecuencias del mantenimiento de tipos en niveles muy reducidos. En el caso de los dos grandes bancos, que en 2018 habían experimentado retrocesos significativos, el comportamiento fue desigual en 2019, con alzas para el BBVA (7,5 %) y retrocesos para el Banco Santander (-6,1 %).

#### Rentabilidad sectorial y de los principales valores<sup>1</sup> de la Bolsa de Madrid CUADRO 15

	Ponderación <sup>2</sup>	2018	2019	II 19	III 19	IV 19
<b>Servicios financieros</b>	<b>30,25</b>	<b>-27,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>4,3</b>
Banca	28,46	-29,0	-3,4	-3,1	-6,5	3,8
BBVA	7,76	-34,8	7,5	-3,5	-2,8	4,2
Santander	15,68	-26,9	-6,1	-1,5	-8,4	-0,2
<b>Inmobiliarias y otros</b>	<b>0,40</b>	<b>-26,1</b>	<b>-11,0</b>	<b>-6,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,3</b>
<b>Petróleo y energía</b>	<b>23,41</b>	<b>6,1</b>	<b>14,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>-3,2</b>
Iberdrola	11,65	14,2	36,8	12,0	11,3	-3,7
Repsol	4,58	1,1	5,6	-6,4	4,0	0,1
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>10,02</b>	<b>-8,6</b>	<b>24,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>4,1</b>
Construcción	5,87	-3,4	29,1	-1,3	10,1	0,1
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>16,03</b>	<b>-5,5</b>	<b>4,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,3</b>
Telefónica	7,99	-9,7	-15,2	-3,3	-3,0	-11,0
Amadeus IT	5,79	1,2	19,7	-2,4	-5,7	10,8
<b>Bienes de consumo</b>	<b>13,23</b>	<b>-16,7</b>	<b>34,8</b>	<b>0,9</b>	<b>5,0</b>	<b>11,3</b>
Inditex	7,80	-23,0	40,7	1,0	7,4	10,7
<b>Servicios de consumo</b>	<b>5,88</b>	<b>-19,7</b>	<b>8,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>12,3</b>

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

1 Valores cuyo peso en el IGBM supera el 3 % en términos de capitalización ajustada por el porcentaje de capital en libre flotación.

2 Peso relativo (%) en el IGBM a partir del 1 de julio de 2019.

En el ejercicio 2019 casi dos tercios del total de valores pertenecientes al IGBM tuvo una evolución positiva en sus cotizaciones y casi la mitad experimentó una revalorización superior al 10 %. Aun así, solo un número limitado de compañías (que a su vez forman parte del índice Ibex 35) tuvieron un impacto relevante en la variación anual del índice (superior a 0,30 p.p. en valor absoluto). Así, con un impacto positivo superior a este valor se encontraban diez sociedades (véase el cuadro 16), entre las que destacaron dos grandes compañías eléctricas (Iberdrola y Endesa), la mayor sociedad del sector textil (Inditex), una compañía tecnológica (Amadeus), una de telecomunicaciones (Cellnex), un banco (BBVA) y la principal compañía gestora de infraestructuras aeroportuarias (Aena). Por el contrario, únicamente dos sociedades

tuvieron un impacto negativo superior a 0,3 p.p. y fueron el mayor banco en términos de capitalización (Banco Santander) y la mayor compañía de telecomunicaciones (Telefónica).

## Valores con mayor impacto en la variación del IGBM<sup>1</sup>

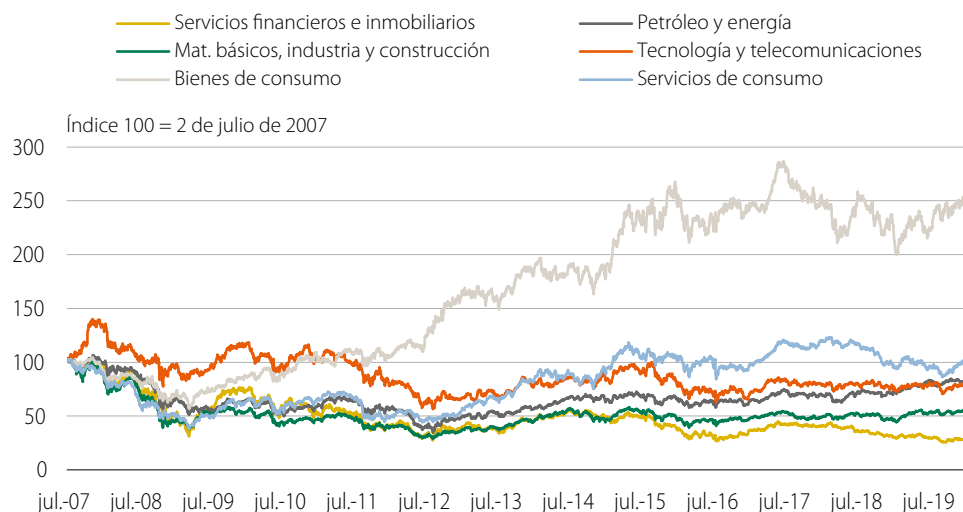
CUADRO 16

Valor	Sector	Dic.-2019
		Impacto en la variación del IGBM (p.p.)
Con impacto positivo		s/dic. 18
Iberdrola	Petróleo y energía	4,29
Inditex	Bienes de consumo	3,18
Ferrovial	Mat. básicos, industria y construcción	1,58
Cellnex	Tecnología y telecomunicaciones	1,30
Amadeus IT	Tecnología y telecomunicaciones	1,14
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	0,58
AENA	Servicios de consumo	0,63
Grifols	Bienes de consumo	0,59
Siemens Gamesa	Mat. básicos, industria y construcción	0,44
Endesa	Petróleo y energía	0,31
Con impacto negativo		
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-1,21
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,96

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid. Datos hasta el 31 de diciembre.

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

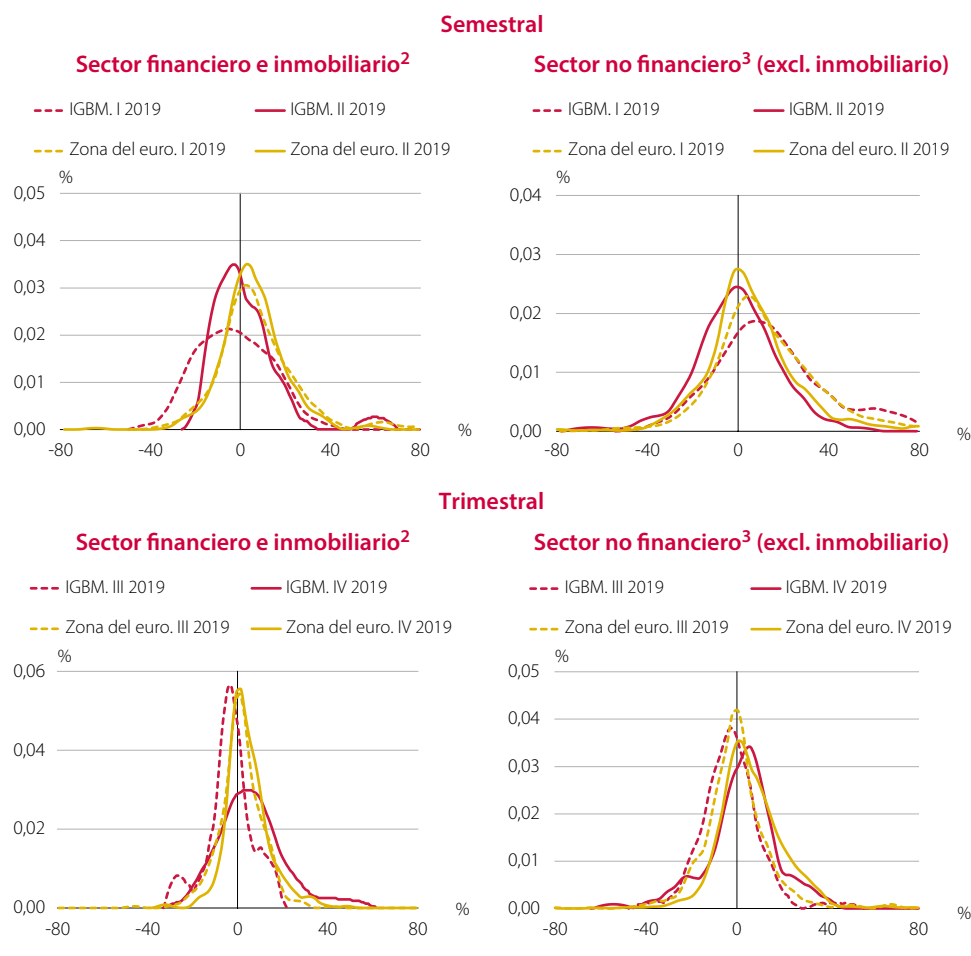
La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores económicos varía de modo significativo si se considera un plazo temporal más largo, a pesar de lo cual la mayoría de los sectores del IGBM sigue manteniéndose por debajo de los valores alcanzados antes del comienzo de la crisis financiera a mediados de 2007. Como muestra el gráfico 17, el retroceso más acusado sigue produciéndose en las empresas de servicios financieros e inmobiliarios, que, además, en 2019 acusaron los mayores descensos. En el lado contrario, el sector de los bienes de consumo se revalorizó notablemente tras acumular dos años seguidos de pérdidas. Este sector presenta un comportamiento relativo claramente superior a los demás gracias a la buena evolución de la cotización de sus componentes. Entre el resto de sectores, el de los servicios de consumo también consigue mantenerse en valores superiores a los del inicio de la crisis debido a la revalorización que ha acumulado en el año, mientras que el resto sigue todavía por debajo, aunque cabe destacar la evolución positiva de las compañías del sector del petróleo y la energía durante los últimos tres años.



Fuente: Thomson Datastream.

Las distribuciones de las rentabilidades de las empresas cotizadas españolas y europeas reflejan la mencionada evolución positiva de la renta variable en 2019, con un comportamiento relativamente peor para las sociedades de nuestro país. Atendiendo a los resultados de la primera mitad del año, se observan algunas diferencias importantes: las empresas españolas pertenecientes al sector financiero e inmobiliario experimentaron unos rendimientos inferiores a los de sus análogas europeas, con un 53 % de las empresas en terreno negativo, cifra que fue del 32 % en el caso de la zona del euro. También el número de sociedades con rendimientos elevados, concretamente por encima del 10 %, fue superior en el ámbito europeo que en el nacional, ya que esta cifra fue del 33 % y del 28 %, respectivamente. En cambio, el comportamiento de las empresas españolas no financieras pertenecientes al IGBM fue ligeramente más favorable que el de las compañías de la zona del euro, ya que un 28 % del total mostró un rendimiento semestral negativo en el caso nacional, mientras que esa cifra fue del 29 % para las europeas. A su vez, un 37 % de las empresas españolas experimentó unos rendimientos muy elevados (superiores al 20 %), cuando en las compañías de la zona del euro esa cifra fue del 31 % (véanse paneles superiores del gráfico 18).

En cuanto a la distribución de las rentabilidades acumuladas en la segunda mitad de 2019, se puede observar un leve desplazamiento de las curvas del sector no financiero hacia la izquierda, lo que refleja un descenso de los rendimientos en ambas áreas económicas respecto al primer semestre del año, mientras que en el caso del sector financiero e inmobiliario este movimiento no es tan claro. Así, en este último, alrededor del 51 % de las empresas pertenecientes al IGBM registró un descenso en sus cotizaciones, cifra que fue del 32 % en el caso europeo, ambos valores muy similares a los del primer semestre. En cambio, las sociedades no financieras, con un descenso en su cotización, representaron el 49 % y el 40 % del total, respectivamente, muy por encima de los valores del primer semestre.



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices al cierre de 2019. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 124 compañías admitidas a negociación y el índice bursátil de la zona del euro, 1.350 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, incluidas las SOCIMI. En el caso de España, se trata de 28 compañías (23 % del total de empresas del índice), y en la zona del euro, de 350 empresas (también un 26 % del total).
- 3 El sector no financiero (excl. inmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

Si se analiza el comportamiento de los rendimientos en los dos últimos trimestres de 2019 de forma individualizada, se puede observar que la distribución de las rentabilidades en los dos sectores considerados fue menos negativa en el cuarto trimestre del año tanto en España como en la zona del euro. Así, alrededor del 36 % de las entidades financieras del IGBM presentó rendimientos negativos en el cuarto trimestre, frente a un 65 % en el trimestre anterior; esta proporción fue del 35 % y el 43 % respectivamente en las compañías financieras de la zona del euro. Por su parte, la distribución de las rentabilidades de las empresas no financieras españolas siguió un patrón similar: un 38 % del total experimentó una contracción en el cuarto trimestre y un 61 % lo hizo en el tercero. En cambio, las empresas con rendimientos superiores al 10 % representaron un 29 % y un 12 % del total en estos mismos periodos. En la zona del euro, la curva mostró unos movimientos similares a los españoles (véanse paneles inferiores del gráfico 18).

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 ha aumentado a lo largo del ejercicio, desde 10,5 a principios de enero hasta 12,4 a finales de año. Esta alza ha tenido su origen en la revalorización de las cotizaciones, que ha venido acompañada de una progresiva ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales esperados. Así, en el último trimestre su valor aumentó desde 11,6 hasta 12,4, por encima del nivel de finales de 2018 (10,5), pero todavía muy por debajo de la media histórica del indicador (13,4). El mercado español presenta el PER más bajo de entre los mercados de nuestro entorno y de los principales índices de referencia internacionales, cuyas ratios en el caso de los estadounidenses y algunos europeos se sitúan por encima de sus promedios históricos.

### 3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación de renta variable española se recuperó, como es habitual, en el último trimestre del año, pese a lo cual se produjo un descenso del 5,6 % en términos interanuales. La contratación, al igual que sucede en otros mercados mundiales, sigue condicionada por la reducida volatilidad, que desincentiva algunas modalidades de contratación, como la algorítmica y la de alta frecuencia<sup>22</sup>. En el conjunto del año el volumen de valores españoles contratado alcanzó poco más de 805.000 millones de euros, un 13,5 % menos que en 2018 y su valor más bajo desde 2013, manteniéndose una tendencia de caída en la negociación que también se observa en otras plazas europeas<sup>23</sup>. De este importe, casi 460.000 millones correspondieron al mercado regulado español<sup>24</sup> (un 20,7 % menos) y casi 345.600 millones (un 1,5 % menos) a centros de negociación y mercados competidores.

El descenso de la negociación, que fue mayor en BME respecto a la registrada por el resto de los centros de negociación y mercados competidores<sup>25</sup>, hizo que la cuota de mercado de estos últimos aumentara hasta el 42,6 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado, su máximo histórico, frente al 37,4 % y 32,1 % de 2018 y 2017, respectivamente. A pesar de ello, la tendencia a la deslocalización de la contratación podría haber alcanzado un techo en este ejercicio<sup>26</sup>, pues los datos trimestrales de 2019 sobre las cuotas de mercado de BME muestran ciertos altibajos, indicando los últimos (correspondientes al cuarto trimestre) una recuperación de esta hasta valores cercanos al 60 % —su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2018—. Aun así, para algunos valores españoles el volumen negociado en otros centros volvió a ser superior al registrado en el mercado regulado nacional. Por otro lado, cabe destacar

---

22 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

23 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta noviembre disminuyó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 15,1 % en Euronext, un 23,2 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia) y un 18,9 % en Deutsche Borse.

24 La contratación media diaria del mercado continuo se situó en 1.979 millones de euros en el cuarto trimestre, por encima de la media acumulada en todo el ejercicio (1.820 millones). Esta media anual fue un 20,4 % inferior a la registrada en 2018 (2.287 millones de euros diarios).

25 El descenso de la negociación de valores españoles en BME fue superior a los 125.000 millones de euros en 2019, frente a los 5.000 de los centros de negociación y mercados competidores.

26 La contratación en otros centros de negociación y mercados competidores de BME alcanzó su máximo histórico en el primer trimestre, al situarse en el 44,9 % del total de la negociación sujeta a reglas de mercado.

que el operador de dicho mercado, BME, fue objeto de una oferta pública de adquisición de acciones de carácter voluntario<sup>27</sup> por parte del operador del mercado suizo SIX Group que sigue pendiente de resolución.

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

CUADRO 17

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	II 19	III 19	IV 19
<b>Total</b>	<b>877.413,8</b>	<b>932.771,9</b>	<b>930.616,1</b>	<b>805.215,2</b>	<b>221.735,7</b>	<b>181.393,0</b>	<b>208.451,6</b>
Admitida en SIBE	877.402,7	932.763,1	930.607,1	805.208,8	221.732,4	181.391,6	208.450,9
BME	634.908,8	633.385,7	579.810,4	459.649,6	128.897,2	99.552,2	125.131,6
Chi-X	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	21.392,1	20.312,6	16.053,1
Turquoise	51.051,8	44.720,1	42.883,4	30.550,6	8.587,9	6.730,5	5.711,7
BATS	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	48.830,8	42.557,4	39.694,3
Otros <sup>3</sup>	29.182,9	61.346,5	29.552,2	58.236,1	14.024,5	12.238,9	21.860,2
Corros	7,9	8,1	8,2	6,2	3,2	1,4	0,7
Madrid	3,2	1,8	0,8	0,8	0,6	0,2	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	2,1	2,0	0,1	0,0
Barcelona	4,6	6,3	7,4	3,2	0,5	1,1	0,7
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	3,2	0,7	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	6.033,0	6.908,0	3.517,1	3.480,5	918,9	698,0	962,1
MAB	5.066,2	4.987,9	4.216,3	4.007,7	1.018,9	710,4	1.345,8
Latibex	156,7	130,8	151,6	136,6	26,0	32,8	39,0
ETF	6.045,2	4.464,1	3.027,6	1.718,0	375,9	415,9	459,2
Total contratación BME	652.220,9	649.885,3	590.732,0	468.998,7	131.240,2	101.410,7	127.938,4
% RV española en BME respecto al total de RV española	72,4	67,9	62,6	57,4	58,4	55,2	59,7

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.

En cuanto a la composición de la contratación de las acciones españolas en el exterior, siguió destacando el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X—, aunque se produjo una disminución tanto de su negociación como de su cuota de mercado. Su contratación en el cuarto trimestre superó los 55.700 millones de euros, lo que representa el 67 % de la negociación en el exterior, mientras que la acumulada en el año se situó en 256.700 millones de euros, un 7,8 % menos. Esta cifra anual representa el 74 % del total negociado en el exterior, frente al casi 80 % que suponía en 2018. Además, como ya ocurrió en 2019, continuó cambiando su distribución entre ambos libros en beneficio de

27 El 18 de noviembre SIX Group presentó una oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de BME a un precio de 34 euros por acción.

BATS. Por su parte, el operador Turquoise siguió reduciendo su cuota de mercado por tercer año consecutivo, hasta situarse en torno al 9 % (12 % y 15 % en 2018 y 2017, respectivamente). Asimismo, el resto de los operadores, que habían mantenido una trayectoria algo errática en ejercicios anteriores, crecieron de modo destacado y prácticamente doblaron tanto el volumen contratado como su cuota de mercado (16,9 %), por lo que son los únicos que experimentaron un avance en el año (véase cuadro 17).

La deslocalización de la negociación de valores hacia centros de negociación diferentes a los mercados de origen es una tendencia que no solo tiene lugar en España, sino que es generalizada e incluso anterior en otras plazas europeas y ha llevado la cuota de mercado de los centros competidores hasta niveles cercanos al 40 % aproximadamente. Sin embargo, desde 2018 se observa una cierta reversión de esta tendencia en Europa, que se ha manifestado en una disminución de esta cuota de mercado hasta valores inferiores al 40 % en algunos casos, y que podría ser consecuencia de la caída de las operaciones de alta frecuencia, que en su mayoría se realizan en centros de negociación competidores y que se ven condicionadas por el entorno de reducida volatilidad. Esta reversión podría tener carácter transitorio, si este fuera el elemento explicativo más relevante y si es razonable esperar un cierto aumento en los niveles de volatilidad en el futuro.

Asimismo, hay que señalar que aunque uno de los objetivos de la regulación MiFID II era desplazar parte de la negociación realizada no sometida a reglas de mercado hacia centros de contratación donde sí estuviera sujeta a estas, se ha observado de modo más o menos generalizado en Europa un aumento de la negociación que se realiza a través de los internalizadores sistemáticos tras la entrada en vigor de dicha normativa. Este formato de negociación, que no está sujeta a reglas de mercado, se ha consolidado en 2019 y, según las estimaciones preliminares, se situaría por encima del 15 % de la negociación total en el ejercicio, desde los valores inferiores al 5 % que alcanzaba a principios de 2018. Por tanto, se puede deducir una cierta reticencia de los operadores a incrementar la transparencia de sus operaciones y reconducir su negociación hacia entornos regulados.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron los 4.135 millones de euros en el cuarto trimestre, lo que supone un 15 % más en términos anuales y representa más del 40 % del total de las emisiones de 2019 (véase cuadro 18). A pesar del mayor dinamismo del último trimestre, el volumen de las emisiones en el conjunto del año se situó en 9.806 millones de euros, un 13 % menos que en el ejercicio anterior y el importe más bajo de los últimos cuatro. Este retroceso tuvo su origen en las ampliaciones de capital liberadas bajo el formato de dividendo elección, que se redujeron a menos de la mitad a medida que esta modalidad de retribución a los accionistas ha ido perdiendo atractivo tanto entre los emisores como entre los inversores.

En cuanto a la composición de las emisiones del cuarto trimestre, destacaron sendas ampliaciones de capital con captación de recursos y derecho de suscripción preferente, una de Cellnex Telecom por un importe de 2.500 millones y otra de Distribuidora Internacional de Alimentación (DIA) por un importe de 605 millones. Por otra parte, a lo largo del año no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV), puesto que, aunque varias empresas estuvieron preparando su debut en el mercado, las incertidumbres existentes acabaron retrasando estos planes. Cabe destacar la cancelación en el último trimestre del año de la operación de la compañía Balboa Ventures.

	2017	2018	2019	I 19	II 19	III 19	IV 19
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Ampliaciones de capital	45	45	47	14	11	10	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>15</b>
Ampliaciones de capital	84	80	52	14	13	10	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones <sup>2</sup> (OPV)	7	1	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>25.787,7</b>	<b>7.389,9</b>	<b>8.241</b>	<b>1.386,2</b>	<b>973,3</b>	<b>1.748,3</b>	<b>4.132,9</b>
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.730	1.352,7	199,8	44,6	3.132,8
Sin derecho de suscripción preferente	956,2	200,1	10	10,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	821,8	1.999,1	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	8.469,3	2.999,7	2.034	0,0	351,6	1.682,6	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	355	13,0	0,0	0,7	341,1
Otras	6.060,2	913,9	1.112	10,5	421,9	20,4	659,0
<b>Ampliaciones de capital liberadas<sup>4</sup></b>	<b>3.807,3</b>	<b>3.939,7</b>	<b>1.565</b>	<b>347,5</b>	<b>140,4</b>	<b>1.074,9</b>	<b>2,6</b>
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564	347,5	140,4	1.074,9	1,3
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>29.595,0</b>	<b>11.329,6</b>	<b>9.806</b>	<b>1.733,7</b>	<b>1.113,7</b>	<b>2.823,1</b>	<b>4.135,5</b>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>2.944,5</b>	<b>733,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	13	8	16	5	2	5	4
Número de emisiones	15	12	17	5	2	6	4
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,0	20,3	3,4	74,1	200,5
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,0	20,3	3,4	74,1	200,5
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,0	3,0	0,0	30,0	196,3
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

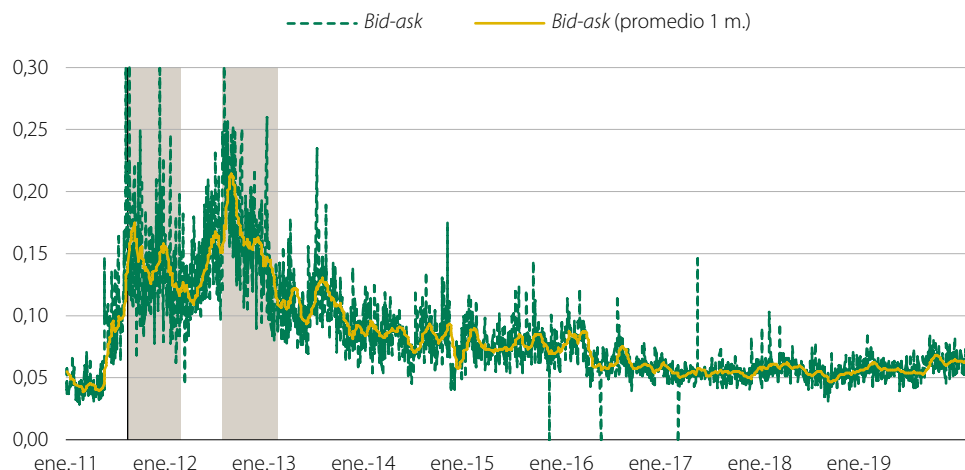
2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.

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

4 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.

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra/venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron en niveles satisfactorios durante 2019, pero tendieron a deteriorarse levemente en el último trimestre, al igual que había ocurrido en el anterior (véase gráfico 19). A pesar del aumento de los volúmenes negociados y del mantenimiento de la volatilidad en niveles bajos, el *spread* experimentó un leve repunte en el tramo final del año, hasta situarse en promedio en el 0,064 %. Este promedio es superior a la media registrada en 2019 (0,059 %), pero siguió muy por debajo de su promedio histórico (0,091 %).



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

### 3.2.3 Resultados

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 16.553,7 millones de euros en el primer semestre de 2019, un 58,5 % más que en el mismo periodo de 2018. Esta evolución no fue demasiado homogénea entre compañías, pues el porcentaje de ellas que experimentó una mejora de sus resultados<sup>28</sup> fue inferior al 60 %. Algunas de estas compañías tuvieron una gran influencia en el beneficio agregado, pues pasaron de registrar unas pérdidas muy elevadas en 2018 a obtener beneficios en 2019 o unas pérdidas mucho menores<sup>29</sup>. Todos los sectores mostraron un avance considerable en los resultados del semestre, siendo el más significativo el correspondiente a las empresas ligadas a la energía, cuyos beneficios agregados pasaron de 1.328 millones de euros en 2018 a 5.189 millones en 2019. En este sector se observó una mejora más generalizada entre las compañías, destacando el caso de Naturgy (que en el primer semestre de 2018 publicó un resultado negativo de 3.178 millones de euros, como consecuencia de un deterioro extraordinario de activos). También fue destacable el aumento en términos absolutos de los beneficios de las empresas del comercio y los servicios, que pasaron de 5.245 millones en el primer semestre de 2018 a 6.577 millones en el mismo periodo de 2019, y de las empresas del sector de la construcción y las actividades inmobiliarias, que pasaron de 1.143 millones de euros en el primer semestre de 2018 a 1.925 millones en el mismo periodo de 2019. El avance de los beneficios de las empresas industriales fue de menor cuantía, situándose en 2.861 millones, un 4,9 % más que en 2018.

28 En este cálculo se incluyen tanto las compañías que experimentan un aumento de sus beneficios como las que reducen sus pérdidas.

29 Entre estas empresas destacan Naturgy (energía) y Abengoa (comercio y servicios), que han pasado de pérdidas en 2018 a beneficios en 2019, y de OHL (construcción e inmobiliario), que ha reducido sensiblemente sus pérdidas.

**Evolución de los resultados por sectores:  
empresas cotizadas no financieras**

CUADRO 19

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	1518	1519	1518	1519	1518	1519
Energía	3.097,3	8.012,8	1.732,8	6.948,1	1.327,8	5.189,0
Industria	3.878,4	4.166,0	3.603,7	3.729,2	2.726,7	2.861,5
Comercio y servicios	8.584,6	7.382,0	7.537,1	8.247,4	5.245,2	6.577,6
Construcción e inmobiliario	2.947,6	2.672,7	2.177,2	2.168,2	1.143,3	1.925,6
<b>Total agregado</b>	<b>18.507,9</b>	<b>22.233,5</b>	<b>15.050,8</b>	<b>21.092,9</b>	<b>10.443,1</b>	<b>16.553,7</b>

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades no financieras cotizadas se incrementó un 5,2 % en el primer semestre de 2019, hasta situarse cerca de los 248.000 millones de euros (véase cuadro 20). Aunque las deudas a corto plazo representan una parte minoritaria (un 20 % del nivel total de deuda), experimentaron un crecimiento mayor que las deudas a largo plazo (9,7 % frente a 4,1 %). Por sectores, los mayores incrementos se registraron en las empresas industriales (un 7,2 %, hasta los 24.128 millones de euros), en las energéticas (un 6,3 %, hasta los 83.724 millones) y en las del sector del comercio y los servicios (un 5,9 %, hasta los 93.168 millones). En cambio, las empresas de la construcción y los servicios, que se encuentran desde hace varios años en un proceso de desapalancamiento de cierta intensidad, registraron un aumento de su deuda de apenas un 1,1 %. Estas empresas, junto con las compañías dedicadas al comercio y los servicios, muestran las tasas de apalancamiento más elevadas (definidas como el cociente entre las deudas y el patrimonio neto), que se sitúan en 1,19 para las primeras y en 1,63 para las segundas. La ratio de cobertura de la deuda, calculada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, mejoró entre el primer semestre de 2018 y el de 2019, al pasar de 6,4 a 5,6.

**Evolución del endeudamiento financiero bruto por sectores:  
empresas cotizadas**

CUADRO 20

Millones de euros

	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre resultado de explotación <sup>1</sup>	
	1518	1519	1518	1519	1518	1519
Energía	78.758,2	83.724,6	0,74	0,79	12,71	5,22
Industria	22.500,9	24.128,2	0,53	0,58	2,90	2,90
Comercio y servicios	87.997,5	93.168,1	1,58	1,63	5,13	6,31
Construcción e inmobiliario	46.335,5	46.826,6	1,18	1,19	7,86	8,76
<b>Total agregado</b>	<b>235.592,1</b>	<b>247.847,5</b>	<b>0,97</b>	<b>1,01</b>	<b>6,36</b>	<b>5,57</b>

Fuente: CNMV.

1 La ratio se calcula con el resultado de explotación anualizado.



**II    Informes y análisis**



# **Análisis de la delegación de voto en empresas cotizadas**

**Maribel Sáez Lacave**

**María Gutiérrez Urtiaga (\*)**

(\*) Maribel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urtiaga pertenecen, respectivamente, a la Universidad Autónoma de Madrid y a la Universidad Carlos III de Madrid. El contenido de este artículo es un trabajo académico realizado por personas ajenas a la CNMV, por lo que no puede ser identificado o citado como opinión o visión de la institución.



# 1 Introducción

Las reglas de representación de los accionistas en junta y de delegación de voto son un instrumento crucial para permitir la participación de los accionistas físicamente ausentes en las juntas y garantizar sus derechos de voto. De hecho la participación por medio de representación es la más frecuente entre los accionistas externos o ajenos al control (minoristas o *retail* e inversores institucionales<sup>1</sup>). Estas reglas de representación deberían ser neutrales, es decir, estar diseñadas para garantizar los derechos de voto de los accionistas tal y como están recogidos en la ley. En otras palabras, las reglas de carácter procedimental no deberían alterar el contenido de los derechos de los accionistas, sino servir para garantizar que las juntas se celebran a través de los mecanismos de representación de igual manera a como se haría si los accionistas asistieran en persona. Sucede, no obstante, que esta neutralidad no siempre se da. De hecho, el diseño de estas reglas puede afectar significativamente a los derechos de voto de los accionistas, y este es un problema que, como se verá a lo largo de este artículo, acontece en la mayoría de las jurisdicciones.

El mecanismo que se utiliza para delegar el voto a un tercero consiste en el uso de las tarjetas de asistencia o *proxy cards*. En principio, el accionista puede indicar la persona a la cual apodera para votar en su nombre —el representante— y el sentido de su voto en cada una de las cuestiones que aparecen en el orden del día. Es decir, puede elegir libremente quién le representa y darle instrucciones sobre cómo votar (como se verá más adelante, esto no ha sido siempre así). Por de pronto, todo parece correcto; el problema surge por la regla supletoria (o *default rule*) que se aplica si no se hace ninguna de las dos elecciones mencionadas: a falta de instrucciones, se entiende que el sentido del voto queda a la discrecionalidad de los representantes, que suelen ser —en función de las jurisdicciones— los bancos custodios o, en la mayoría de los casos, los administradores. En la práctica, esto supone que el voto se entiende como emitido a favor de las propuestas de los administradores. Adicionalmente, para los asuntos que no consten en el orden del día pero que se voten en la junta, si el socio autoriza que se voten, el voto se hará a discreción del representante-administrador.

Se podría pensar que estas reglas despiertan preocupación en materia de gobierno corporativo, en tanto que los administradores y bancos custodios que los representan pueden sufrir conflictos de intereses a la hora de ejercitar el voto delegado de los socios; sin embargo, no parece que sea el caso. La falta de polémica podría deberse a que este tipo de reglas de representación goza de mucha tradición en los ordenamientos societarios y se entiende que favorecen la participación del pequeño accionista. Su razón de ser tiene que ver con la pasividad que históricamente han demostrado los accionistas en materia de voto. La fragmentación del accionariado, así como las dificultades para coordinarse entre sí y para realizar un voto informado determinan el desinterés de los pequeños inversores por asistir a las juntas y ejercer sus derechos de voto. En este contexto, las tarjetas de asistencia favorecerían la participación de los accionistas, al reducir los costes inherentes al hecho de asistir y votar en junta. Nótese, además, que la baja participación tampoco beneficia a los administradores porque,

---

1 Van der Elst, C. (2019). «Shareholder Engagement and Shareholder Voting Modes: Two of a Different Kind». Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3323848>.

aunque sus medidas no peligren y se aprueben sus propuestas, la caída de la participación —y la disminución del respaldo a sus medidas— puede comprometer su reputación. En este sentido, las reglas procedimentales permitirían una mayor participación sin perder calidad informativa en el voto, al favorecer la delegación en los agentes mejor informados: los custodios o los administradores. Esta visión tradicional obvia los conflictos de intereses que conlleva la delegación.

De hecho, estas prácticas solo han comenzado a atraer interés y a discutirse a medida que, por un lado, los inversores institucionales han ganado peso acaparando la mayor parte del capital flotante a expensas de los minoristas y, por otro, la regulación del gobierno corporativo se ha orientado a otorgar mayor poder de decisión a los accionistas. El objetivo último es el de evitar abusos derivados de los conflictos de intereses y, en este sentido, el caso alemán —al que nos referiremos más adelante— ejemplifica con claridad el grado que pueden alcanzar estos conflictos. Con todo, los ajustes y las correcciones que se han ido realizando en el modelo de tarjeta al uso para preservar el derecho de instruir del accionista, aunque necesarios, son más formales que reales. Parece claro que la razón de preservar la capacidad del accionista de dar instrucciones solo tendrá efectos cuando el accionista es informado, pero no en caso contrario. Por ello, el derecho de instruir es útil sobre todo para el inversor institucional; pero en el caso de los minoristas, más que el modelo de tarjeta, lo que de verdad importa es la regla supletoria. Nótese que el accionista minorista, por lo general, no vota y, si lo hace, es a través de la delegación sin instrucciones, que por defecto faculta a los administradores a votar discrecionalmente. Con todo, el voto de los minoristas tiene un impacto menguante en las votaciones de las sociedades en la medida en que aumenta la concentración de las acciones en manos de los inversores institucionales. Estos inversores son profesionales informados y, aunque usan masivamente la delegación de voto a través de las tarjetas al uso —al menos en España—, lo hacen de manera bien distinta de los minoristas, dado que sí rellenan las tarjetas de voto y dan instrucciones precisas.

Las conclusiones de este estudio reflejan esta dicotomía entre las necesidades en materia de delegación de voto de los inversores institucionales, por un lado, y de los minoristas, por otro. En consecuencia, en lo que sigue se discutirán una serie de mejores prácticas relativas a la elaboración y los plazos para la emisión de las tarjetas de delegación y el tratamiento de los asuntos no incluidos, pensadas para facilitar la emisión de votos con instrucciones. Además, se revisará el impacto y la conveniencia de la regla por defecto (delegación en los administradores en ausencia de instrucciones), que puede ser relevante y agravar los conflictos de intereses si el capital está muy fragmentado por la delegación pasiva de los pequeños accionistas.

En la sección 2 se revisará el estado de la cuestión en el derecho comparado, en particular en aquellos ordenamientos en los que se ha suscitado más debate respecto a la delegación de voto, como son los de EE. UU. y Alemania. A continuación, en la sección 3, se discutirán los principales problemas y las mejores prácticas al respecto en el caso español. En la sección 4 se analizará en detalle la cuestión de la delegación por defecto en los administradores y se discutirá si esta es la regla por defecto óptima en relación con la delegación de voto y las posibles alternativas. Finalmente, en la sección 5, se presentan las conclusiones y, a continuación, se incluye un apéndice que explica el sistema de registro de las acciones.

## 2 Derecho comparado

La junta general es el órgano de decisión de los accionistas en las sociedades de capital. Tradicionalmente se ha visto como un foro de reunión de los accionistas en persona para tratar los asuntos más importantes de la sociedad y, desde esta perspectiva, que la reunión fuera o no presencial constituía un problema de primer orden<sup>2</sup>. La asistencia de los accionistas a la junta permite intercambiar información, debatir asuntos y hacer comentarios en tiempo real. Tras la deliberación, se supone que los accionistas están en condiciones de votar en persona sobre las cuestiones discutidas; es decir, tradicionalmente la deliberación se entendía como una parte sustancial de la decisión que finalmente sustentaba en el voto.

Como es natural, con el desarrollo de los mercados de capitales esta técnica de adoptar decisiones ha evolucionado a través de innovaciones tales como el derecho de representación y el uso de nuevas tecnologías a distancia.

La representación, en concreto, es una relación de mandato del socio con un tercero para ejercitar sus derechos de participación frente a la sociedad. Esta manera de asistir y votar en la junta mediante persona interpuesta ha ido volviéndose cada vez más habitual —a pesar de las primeras reticencias—, en tanto que los accionistas se han ido haciendo cada vez más numerosos y han estado menos involucrados en la administración directa de la sociedad. En consecuencia, los accionistas ya no se reúnen con frecuencia para deliberar y votar. Sin embargo, al faltar la reunión y la deliberación, para que los accionistas puedan ejercitar sus derechos de voto de manera razonable y razonada, es imprescindible que se suministren a los socios los materiales y la información necesaria para tomar la decisión de voto antes de la junta. Además, la representación también se profesionaliza y se solicita formalmente a los accionistas la delegación de voto en favor de los propios administradores o de los bancos custodios de las acciones. Ahora bien, aunque esta delegación puede tener la ventaja de dejar las decisiones en manos de agentes mejor informados que el accionista sobre la situación de la empresa, también puede permitir a las sociedades adueñarse del mecanismo de la representación a través de los estatutos para abstraerlo del control de los socios e incrementar el poder de influencia de los administradores o de los custodios sobre los asuntos societarios.

La segunda innovación importante —mucho más reciente— es tecnológica y tiene que ver con las juntas virtuales y el voto electrónico. La idea es ofrecer una reunión en tiempo real entre personas distantes. La mayoría de los ordenamientos han introducido modificaciones para posibilitar esta vía y, aunque en la mayor parte de las jurisdicciones no se contempla una junta totalmente virtual, sí se permite que se transmita por medios electrónicos o audiovisuales.

En este estado de cosas, la Directiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas y su posterior reforma en 2017 (en adelante, la Directiva) tiene el propósito de mejorar y abaratar el ejercicio del voto y la comunicación

---

2 Estas cuestiones están bien contadas en Fisch, J. (1993). «From Legitimacy to Logic: Restructuring Proxy Regulation», *Vanderbilt Law Review*, n.º 46, pp. 1.129 y ss.

entre la sociedad y sus accionistas. Sucede, no obstante, que en la práctica los procedimientos que favorecen la democracia accionarial y, en concreto, los de delegación, están controlados por los administradores y esto genera tensiones.

Esto se aprecia con claridad en la regulación restrictiva de la representación y la delegación de voto, que ha sido la norma en la mayoría de las jurisdicciones de nuestro entorno. En efecto, los ordenamientos tradicionalmente han permitido la delegación de voto, aunque con serias limitaciones que a la postre menoscababan los derechos de los accionistas. Así, era común que la ley societaria restringiera bien el grupo de personas que podían hacer las veces de representantes de los socios (en Francia, históricamente, solo se permitía a otros socios y a los cónyuges), o bien el número de socios a los que cada uno de ellos podía representar (como ocurría en Italia).

Aunque muchas de estas restricciones —que todavía persistían en algunos ordenamientos— han sido enmendadas por la Directiva, da la impresión de que la mecánica de la representación en materia de asistencia y voto puede todavía beneficiarse de algunas mejoras. En la actualidad sigue existiendo tensión entre el hecho de incentivar la participación y la gestión eficaz del voto de los accionistas en las sociedades y el riesgo de abusos debido a los conflictos de intereses. El sistema de representación —asentado en la mayoría de los ordenamientos desde hace mucho tiempo— permite que, como en otras muchas materias societarias, los administradores gestionen la maquinaria de las votaciones sociales y de la representación de los accionistas, lo cual genera un conflicto de intereses.

Quizás la vía más problemática a través de la cual los gestores pueden hacer valer su influencia sea el manejo de la información que se proporciona a los socios. En este sentido, la Directiva ha reducido el poder de los administradores de gestionar el voto delegado en su favor. Esta normativa incide en el hecho de que se incremente la información sobre la agenda y el orden del día, que se faciliten los materiales de los asuntos a tratar (art. 6) y, muy especialmente, que se permita que los minoristas incluyan sus propias propuestas, contrarrestando así la visión de la compañía sobre los asuntos a tratar (art. 7).

Pero existen otras maneras en las que los administradores pueden influir sobre el voto, como invitar a los accionistas a que lo deleguen en los propios miembros del consejo, o incentivar a los accionistas a que devuelvan las tarjetas de asistencia y de voto (normalmente sin instrucciones) con pequeños regalos. Es decir, es en los detalles de la operativa, más que en la delimitación legal del derecho de voto, donde puede residir el mayor riesgo de abuso por parte de los administradores. Con todo, estas cuestiones han quedado al margen de la Directiva y su regulación se reserva a los ordenamientos nacionales. Encontramos dos ejemplos interesantes en los casos de Francia y el Reino Unido<sup>3</sup>. Así, en Francia los socios pueden entregar un poder general (*pouvoir en blanc*) en el que no figure ni el nombre del representante ni las instrucciones y, conforme a su código de comercio, los votos así emitidos se contarán en todo caso a favor de las resoluciones de los administradores. En el caso del

---

3 Gerner-Beuerle y Schilling (2019) (*op. cit.*), p. 412.

Reino Unido, los administradores pueden solicitar o pedir a los socios la representación con cargo a los gastos de la sociedad.

Estos y otros ejemplos ponen de manifiesto que la operativa de la delegación de voto sigue dominada por los administradores y que su diseño presenta margen para la mejora en los ordenamientos nacionales.

A continuación el artículo se centrará exclusivamente en la comparación del funcionamiento de las tarjetas de asistencia de dos países representativos, como son EE. UU. y Alemania, con España. Como se pondrá de manifiesto, el sistema de delegación, las instrucciones y la operativa de la regla por defecto no varían sustancialmente de unas jurisdicciones a otras, y la mayoría de las diferencias importantes tienen que ver con los diferentes sistemas de registro de accionistas existentes en cada país, por lo que se añade una explicación detallada de dichos sistemas en el apéndice.

## 2.1 EE. UU.

En EE. UU. la junta de accionistas está regulada en general por la ley de cada estado<sup>4</sup>. En cambio, para las sociedades cotizadas el sistema de representación de los accionistas ausentes en junta, llamado *proxy process*, está sujeto a la regulación federal y es supervisado por la SEC (Securities Exchange Act, *Rules* 14a.1 a 14b.2). Así, se establece que toda la información sobre la junta (*proxy materials*) ha de distribuirse a los accionistas a través de la página web de la sociedad al menos 40 días antes de su celebración. La *Rule* 14a regula en detalle la información que se debe proveer en caso de que se haya solicitado *proxy* o representación por parte de la sociedad y que ha de entregarse a la SEC a la vez que a los socios.

El aspecto más polémico de la regulación estadounidense en materia de *proxy voting* tiene que ver con el hecho de que los accionistas estén asistidos por el ordenamiento para hacer propuestas espontáneas en la propia junta —sin necesidad de que consten en el orden del día—, salvo que los estatutos digan otra cosa<sup>5</sup>. Además, el juego de los derechos de voto (recogido en las regulaciones estatales) con la operativa de los *proxies* (de carácter federal) provoca que los accionistas hagan una delegación involuntaria cuando la cuestión puede ser planteada en la propia junta. Esta cuestión concentra el debate existente en EE. UU. en torno a las tarjetas.

El problema se debe a que la regulación federal es más restrictiva a la hora de permitir a los accionistas incorporar propuestas en el orden del día, incluso cuando las sociedades exigen que se informe de estas con antelación. En efecto, la *Rule* 14a-8(c) dificulta que las propuestas se introduzcan en la delegación de voto, imponiendo a los socios condiciones más severas que el derecho sustantivo como, por ejemplo, un número mínimo de acciones para realizar propuestas o un tiempo mínimo de un año desde la adquisición de las acciones. En consecuencia, muchas propuestas

---

4 Para una visión bastante completa sobre la regulación estadounidense, véase Gerner-Beuerle y Schilling (2019) (*op. cit.*), pp. 412 y ss.

5 Véase un análisis detallado en Brown, J. R. (2016). «The proxy rules and restrictions on shareholder voting rights». *Seton Hall Law Review*, n.º 74, pp. 45 y ss.

que no acceden al orden del día susceptible de ser votado por delegación sí pueden ser suscitadas en persona en la propia junta<sup>6</sup>. Y, como se verá a continuación, la delegación en los administradores les permite votar como deseen en estos casos.

Para entender esto se debe recordar que las tarjetas de asistencia y representación las diseña el emisor y lo normal es que, a falta de designación de la persona que representa al accionista ausente, se haga recaer dicha representación en un tercero vinculado a la administración de la sociedad. La *Rule* 14a-4 establece que ha de identificarse cada materia sobre la que se delega el voto de forma individualizada, indicando si es una propuesta de los administradores o de los accionistas. Se ha de permitir elegir entre tres opciones: el voto a favor, el voto en contra y la abstención. Estas indicaciones parecen garantizar que solo se votará siguiendo las instrucciones del accionista; no obstante, los administradores pueden votar como delegados del accionista sin seguir las instrucciones en dos supuestos:

- i) Cuando se haya dejado en blanco el sentido del voto. Esto se justifica por parte de la SEC interpretando que el hecho de no marcar una opción refleja la intención de apoyar a los administradores en todo caso, incluidas las propuestas que no han accedido al orden del día indicado en la tarjeta. Esto es beneficioso para los accionistas porque les permite no tener que rellenar toda la tarjeta si su intención es apoyar las propuestas de la compañía. Con todo, esta cuestión ha sido tradicionalmente muy discutida. En última instancia, se ha optado por mantenerlo, pero advirtiendo a los emisores que procuren realizar mayores esfuerzos para solicitar instrucciones precisas de voto por parte de los accionistas.
- ii) Cuando se haya obtenido permiso a través de la propia tarjeta para votar discrecionalmente los asuntos que no consten enumerados en ella. Mediante la inclusión en la tarjeta de la llamada *autorización discrecional*, los emisores pueden obtener el poder de votar como delegados conforme a su criterio en relación con asuntos no establecidos en el orden del día de la tarjeta de delegación de voto. La operativa es automática, porque basta con que se devuelva la tarjeta, incluso con instrucciones, para que se consume la transferencia de la discrecionalidad del voto para los asuntos no numerados. Esta práctica suscita dos cuestiones relevantes que merecen un apunte:
  - La primera tiene que ver con los asuntos a los que afecta la autorización discrecional. Se trata, en todo caso, de propuestas realizadas por los socios. Pueden ser propuestas planteadas por los accionistas en la propia junta y desconocidas hasta el momento por los administradores. Pero también cabe la posibilidad de que las propuestas fueran conocidas de antemano por los administradores, bien porque sus propuestas fueran omitidas *ex Rule* 14a-8 por razones procedimentales<sup>7</sup> o bien porque los propios accionistas las hubieran retirado. Es más, aunque la propuesta

---

6 Fisch (1993) (*op. cit.*), p. 1.149. Este autor advierte que las restricciones de las reglas de la delegación de voto responden a un esfuerzo pragmático de limitar el número de propuestas realizadas por los accionistas y circunscribir los temas a tratar a cuestiones importantes.

7 Las razones por las que el emisor puede omitir una propuesta según la *Rule* 14a-8 han sido una de las cuestiones más debatidas y litigadas. Para un apunte, véase Berner-Beurle y Schilling (2019) (*op. cit.*), pp. 419-423.

prosperara y se entregaran en tiempo a los accionistas los materiales para la delegación, en la práctica se permite que se delegue el voto a los administradores, en términos de autorización discrecional, para votar en contra de la propuesta<sup>8</sup>. La *Rule 14a-4(c)* busca dar cierta flexibilidad para votar *asuntos no previstos* en el momento de facilitar los materiales a los socios y solicitar su voto, incluso asuntos surgidos en la propia junta. Como ya se ha visto, las sociedades suelen obtener, de manera recurrente, la autorización. El riesgo de esta regla es que permite a los administradores tratar como asuntos imprevistos cuestiones que eran de sobra conocidas antes de la fecha de la junta, con el objeto de disfrutar de la autoridad discrecional en relación con el voto de estos. De hecho, las reglas procedimentales, que son muy generosas con los plazos de distribución de los materiales de manera anticipada a la junta con el fin de proporcionar tiempo suficiente para que los socios los puedan revisar, son también las que permiten mayores tasas de autorización discrecional.

- La segunda cuestión que se suscita tiene que ver con que la autorización discrecional así concebida no permite al accionista bloquear la transferencia de discrecionalidad mencionada en el punto anterior en la propia tarjeta. Así, si el accionista quiere votar en los asuntos del orden del día, al enviar la tarjeta automáticamente da un poder discrecional a los administradores en relación con cualquier otro asunto que se pudiera plantear en la junta fuera del orden del día. Solo se contemplan dos vías para evitar esta situación: i) si no se devuelve la tarjeta, lo que llevaría a la necesidad de asistir a la junta si se quiere ejercer el voto o ii) si los socios orquestan y promueven una solicitud de delegación de voto en conflicto con la realizada por la sociedad.

Por lo tanto, el problema está en que, a falta de un costoso *proxy contest* en el cual los socios promuevan una delegación alternativa, si se devuelve la tarjeta a los administradores, se les da de forma automática el permiso para representar discrecionalmente al accionista en los asuntos no enumerados en la tarjeta. La alternativa es votar en persona. Pero dicha alternativa no solo es demasiado costosa para los pequeños accionistas, sino que también perjudica mucho a los inversores institucionales. Estos inversores no se pueden permitir el lujo de no devolver la tarjeta y no votar (los deberes fiduciarios se lo prohíben), ni tienen capacidad de asistir en persona a todas las juntas de su cartera. Nótese que el accionista (el *record owner*) en este caso es el inversor institucional y no el inversor último en el fondo. En el caso de los pequeños accionistas que sí han invertido directamente en acciones, lo normal es que el accionista tampoco aparezca como *record owner*, sino que sus inversiones se vehiculen a través de una *street name account*; es decir, las acciones se adquieren a través de un *broker* en nombre de un depositario. La operativa manda que, de cara a la junta, el depositario ejecute un *proxy omnibus* y transfiera los derechos de voto a los *brokers*. Lo habitual entonces es que los *brokers* sean quienes reciban las tarjetas y

---

8 El precedente está en *Idaho Power*, siempre que se explique y advierta sobre la naturaleza de la propuesta y cómo pretende la compañía votar al respecto. Véase Coffee, J. C. (1997). «The Bylaw Battlefield: Can Institutions Change the Outcome of Corporate Control Contests?». *University of Miami Law Review*, n.º 51, p. 620.

se las devuelvan directamente al emisor, proporcionando así facultades discrecionales a la administración.

No es fácil enmendar este resultado si no se elimina la autorización discrecional automática. Los accionistas finales tienen la posibilidad de reclamar al corredor el poder de voto para sus acciones. Broadridge, el agente utilizado típicamente por los *brokers* en conexión con el proceso de distribución de *proxy*, permite a estos inversores con cuentas de *street name* obtener lo que se llama un *proxy* legal. El objetivo es que el accionista final pueda votar las acciones. Entonces se puede impedir la transferencia de poder discrecional en materia de voto si se declina devolver la tarjeta. Pero esto supone que, si se quiere votar, será necesario asistir a la reunión y participar en la votación en persona. Además, el proceso de obtención de un apoderado legal y la votación en la reunión se ha descrito como engorroso y caro.

## 2.2 Alemania

En Alemania tradicionalmente los bancos han actuado como representantes de los pequeños accionistas, que son sus clientes, en las juntas. Es un caso muy singular en el marco del derecho comparado. Se explica porque los bancos han entendido que tenían conferida la delegación de voto para las acciones en custodia de sus clientes, por haber introducido una cláusula al efecto entre las condiciones generales del contrato de depósito. Tanto es así que los historiadores económicos alemanes consideran que esta práctica tuvo una influencia notable en el desarrollo financiero de su país, al permitir a grandes instituciones financieras influir en las empresas industriales<sup>9</sup>.

En efecto, los bancos han disfrutado de un poder casi ilimitado al votar las acciones de sus clientes que tenían depositadas hasta bien entrado el siglo xx. Como la mayoría de las acciones son al portador y los accionistas las suelen depositar en sus bancos, los bancos pueden emitir los votos de estas acciones sin impedimento técnico o de operativa (condicionado al cumplimiento de ciertas condiciones). Por ley, por supuesto, los derechos de voto corresponden a los accionistas, y el banco que actúa en su representación estaría obligado a seguir las instrucciones de estos. En la práctica, sin embargo, los poderes de representación en general estaban de facto automáticamente bajo el control de los bancos y se votaban a su discreción, lo que reforzaba su capacidad para influir en las decisiones de las sociedades (dado el poder que pueden desplegar a la hora de nombrar consejeros en el consejo de vigilancia).

A falta de regulación, la actuación de los bancos a este respecto ha estado regida por un código de conducta que los obligaba a informar a los accionistas antes de las juntas de las decisiones a tomar por parte de la sociedad y a seguir las instrucciones de los accionistas. Solo en ausencia de instrucciones se comprometían a ejercer los derechos de voto como lo consideraran oportuno en interés de los respectivos accionistas. Como es fácil de apreciar, este estado de cosas garantizaba a los bancos una gran capacidad de influencia en la toma de decisiones sociales, dado que lo normal es que los

---

9 Véanse las referencias detalladas en Gerner-Beuerle y Schilling (2019) (*op. cit.*), p. 424.

pequeños accionistas, aquejados de severas asimetrías informativas, acabaran otorgando un cheque en blanco a los bancos para que decidieran en su nombre.

A pesar de algunos ajustes menores a lo largo del tiempo, este estado de cosas se prolongó hasta bien entrados los años noventa<sup>10</sup>. La KonTraG de 1998<sup>11</sup> tomó medidas para reducir la influencia que los bancos podían tener como delegados del voto de los *beneficial owners* de los que son custodios o el abuso que podían cometer. En primer lugar, para preservar los derechos de los accionistas, se incluyó la obligación del banco de obtener un consentimiento por escrito del accionista para ejercer sus derechos de voto (ergo, explícito, al margen de las condiciones generales que el cliente-accionista firma con la entidad bancaria en el contrato de depósito, que es lo que se venía haciendo). Adicionalmente, la ley introdujo amplias obligaciones de información en beneficio de los accionistas, incluida la de mencionar formas alternativas de ejercer sus derechos de voto. En segundo lugar, con el objetivo de reducir los conflictos de intereses, el legislador también introdujo medidas para limitar el poder de los bancos en los emisores. En concreto, la reforma prohibió a los bancos actuar como representantes de los accionistas minoristas en las juntas de aquellas sociedades en las que el propio banco poseyera una participación directa o indirecta superior al 5 % de las acciones de la compañía. Igualmente se incluyeron obligaciones rigurosas de transparencia para los bancos respecto a sus conflictos de intereses.

Es importante destacar que, con posterioridad, el legislador ha hecho ulteriores concesiones a los bancos para preservar su función de representantes de los pequeños accionistas frente al riesgo de que las cuotas de asistencia a las juntas de accionistas se desplomasen. En concreto, y en relación con la prohibición de los bancos de actuar como representantes en caso de tener una participación significativa en el emisor, en 2009 se elevó el porcentaje máximo de participación directa permitida del 5 % al 20 % (art. 135 (3) Aktiengesetz). De igual manera, las estrictas obligaciones de información y de transparencia se han ido relajando (las obligaciones de transparencia del banco se refieren a la información sobre los puestos que ocupan en el consejo de administración, o en el de vigilancia, si el banco tiene al menos un 3 % de los derechos de votos del emisor o si ha sido *underwriter* en la última emisión de acciones (art. 135 de la ley alemana de sociedades anónimas, Aktiengesetz<sup>12</sup>).

## 2.3 España

En España, como en el resto de jurisdicciones, el voto en la junta general de accionistas se puede ejercer de diversas formas: i) en persona, para lo cual solo es necesario identificarse con el DNI; ii) delegando el poder de voto en un representante; iii) electrónicamente, a través de la aplicación que facilitan las empresas y usando el DNI electrónico o certificado electrónico similar; y iv) usando la llamada tarjeta

---

10 Baums, T. y Von Randow, P. (1995). «Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach». En Aoki, M. y Kim, H. (eds.). *Corporate Governance in Transitional Economies: Insider Control and the Role of Banks*. Washington, D.C., World Bank, pp. 435 y ss. Estos autores propugnan que se sustituyera a los bancos como *proxies* en favor de agentes profesionales e independientes.

11 KonTraG reform: Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, 27 de abril de 1998, *Bundesgesetzblatt* Vol. I, n.º 24, p. 786.

12 Shroer, en *Munchener Kommentar AktG* (2004).

de asistencia, representación y voto a distancia (en adelante la tarjeta). La ventaja de esta última es que, a efectos de asistencia y voto, se considera al socio como presente, ya que puede dar instrucciones precisas de voto en la propia tarjeta<sup>13</sup>. Las tarjetas llegan a los accionistas a través de las entidades depositarias participantes en Iberclear con las cuales los accionistas —ya sean individuos o entidades— tengan su contrato de depósito de valores. El texto que debe aparecer en las tarjetas queda detallado en la convocatoria de la junta, pero su plasmación en ellas puede variar, ya que, en la práctica más extendida en España, las tarjetas de asistencia y voto que llegan a los accionistas por correo las diseñan y emiten las entidades depositarias, no los emisores —como es el caso en EE. UU.—. En consecuencia, el texto se adapta para ajustarlo al formato de la tarjeta de la entidad depositaria, lo que da lugar a una versión más simplificada y, para una misma convocatoria de junta, pueden coexistir tarjetas de distintas entidades depositarias. También puede haber dos juntas de diferentes entidades emisoras para las que se use el mismo modelo de tarjeta por ser la misma la entidad depositaria. Aunque el modelo básico es coincidente, si un emisor desea modificar el ofrecido por la depositaria, por ejemplo, para ampliar el texto de algún punto del orden del día, puede hacerlo pagando por ello.

Para dar una idea de la importancia que tienen estas tarjetas, es útil acudir a los datos respecto a la asistencia a las juntas generales de accionistas del año 2018 en las empresas del Ibex 35 (cuadro 1). En general, se puede ver que el porcentaje del capital flotante que participa en las juntas es alto, con una media de asistencia del 61 %, en gran parte porque un gran parte de este se encuentra en manos de fondos de inversión internacionales, que están obligados a votar en las juntas debido a sus deberes fiduciarios. Además, a pesar de que la estructura de propiedad de las empresas españolas tiende a ser concentrada, con una media de capital flotante de solo el 58 %, el porcentaje de la asistencia total a la junta que representa el capital flotante es importante y supera el 46 % para la mitad de las empresas. Más interesante para este estudio es constatar que, del capital flotante que asiste a las juntas, una media del 90 % lo hace por delegación, por lo que la regulación de la delegación de voto constituye un tema importante para garantizar los derechos tanto de los inversores institucionales como de los minoristas que se agrupan en el capital flotante. Por último, se puede apreciar que el voto electrónico es muy poco relevante, siendo relativamente más frecuente el voto por correo.

---

13 Nótese que la ley española no regula las tarjetas de asistencia y representación. Muchas de las prácticas al respecto han sido acuñadas por el uso, con cierta homogeneidad entre las sociedades cotizadas, y quedan reflejadas como reglas en los estatutos o reglamentos de junta.

## Porcentajes y formas de asistencia a la JGA de empresas del Ibex 35 durante 2018

CUADRO 1

	Percentiles							
	Media	Mínimo	10 %	25 %	50 %	75 %	90 %	Máximo
Capital flotante	58	29	34	42	57	72	84	95
Capital total asistente	73	46	61	65	77	81	83	95
Capital flotante asistente	36	12	17	25	34	44	58	67
% del capital flotante que asiste	61	39	46	51	59	71	82	91
% de la asistencia total que representa el capital flotante	51	14	21	33	46	69	90	99
% capital flotante asistente que delega la representación	90	28	75	89	97	99	99	100
% capital flotante asistente que vota electrónicamente	0	0	0	0	0	0	0	3
% capital flotante asistente que vota por correo	2	0	0	0	0	1	5	22

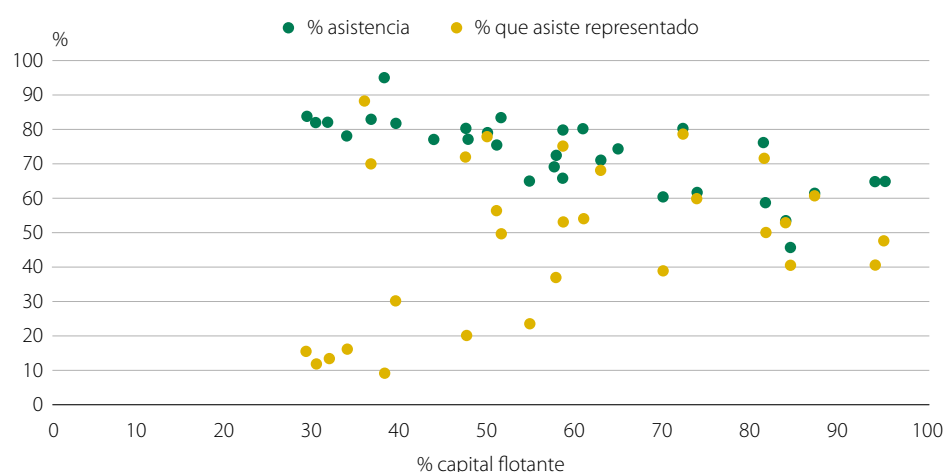
Fuente: Informes anuales de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 para el ejercicio 2018.

Teniendo en cuenta la importante concentración de la propiedad en las empresas españolas, es interesante también saber cómo influye dicha concentración en la participación del capital flotante. Los gráficos 1 y 2 muestran la relación que existe entre el porcentaje de capital flotante de las empresas y las diferentes medidas de participación en las juntas.

En concreto, en el gráfico 1 se observa con claridad cómo al aumentar el capital flotante cae el capital total que asiste, mientras que crece el capital que participa por delegación. Esto se debe a que, como podría esperarse, los accionistas significativos tienen porcentajes de participación mayores que el capital flotante y, además, hacen menos uso de la delegación.

## Porcentaje de asistencia a las JGA del Ibex 35 en 2018

GRÁFICO 1



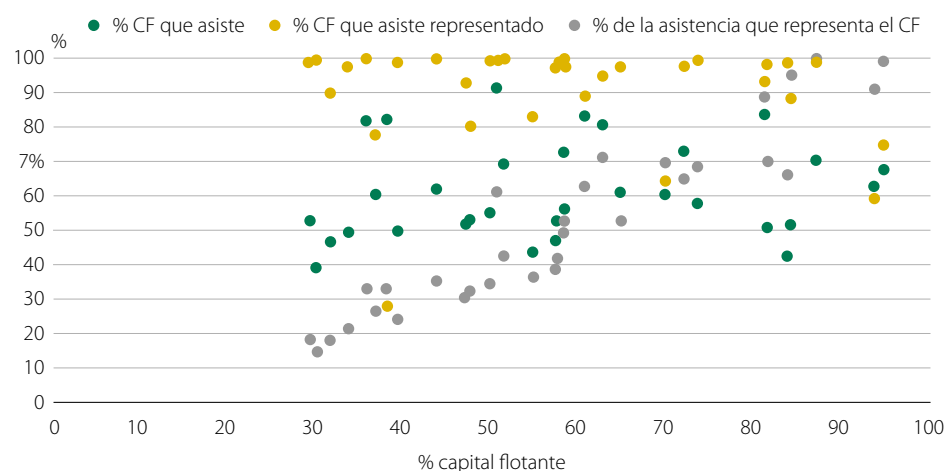
Fuente: Elaboración propia.

Sin embargo, como puede verse en el gráfico 2, ni el porcentaje de capital flotante que asiste a la junta ni la forma en la que lo hace dependen de la concentración de la propiedad, siendo el porcentaje de capital flotante que delega muy alto en todos los casos. La alta variabilidad en el porcentaje de capital flotante que asiste es más

difícil de explicar y probablemente se debe al interés respecto a los temas tratados en cada junta en particular o a las diferencias en la estructura del capital flotante entre las diferentes empresas, con distinto peso de los accionistas institucionales y los minoristas.

### Porcentaje y forma de asistencia del capital flotante a las JGA del Ibex 35 en 2018

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia.

A la vista de los datos estudiados, podemos concluir que en España el capital flotante hace un uso masivo de las tarjetas de delegación, por lo que es importante entender los detalles de su funcionamiento. El socio puede pedir que le represente una persona de su elección, pero, si no nombra a ninguna, será representado por un miembro del consejo de la sociedad. Por otra parte, y con independencia de quién le represente, el socio puede especificar, para cada punto del orden del día contenido en la tarjeta, el sentido de su voto y, en este caso, estaría pidiendo una representación, pero no delegando la elección del voto. Pero también puede ocurrir que el socio simplemente firme la tarjeta y la devuelva sin dar instrucciones precisas sobre cómo votar en cada punto del orden del día; en ese caso, estamos ante una delegación de voto. En este sentido deben hacerse varias observaciones:

- i) La regla por defecto es la misma que en otras jurisdicciones: es el representante quien decide el sentido del voto si la tarjeta se ha dejado en blanco. Se entiende que, cuando se delega en los administradores y no se dan instrucciones, se vota a favor de las propuestas de la compañía en el orden del día. Nótese que, si se delega en una persona que en algún punto del orden del día está afectado por un conflicto de intereses, según el artículo 526 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), esa persona no podrá votar sobre ese punto. Pero las tarjetas ya incluyen la salvaguarda de que, en ese caso, el voto se delegará en otro miembro del consejo que no sufra directamente el conflicto. Esta es una salvaguarda necesaria pero formal, porque solo cambia quién emite el voto, pero no su sentido, que seguirá siendo favorable a la propuesta hecha por los administradores en el orden del día.

- ii) Dado que la delegación se realiza a algún miembro del consejo, el emisor puede, de hecho, conocer el sentido del voto de cada socio en relación con cada asunto del orden del día con antelación a la celebración de la junta. Nótese que esto no es lo que sucede en otras jurisdicciones como la de Alemania o Portugal, porque la normativa allí prevé que el sujeto delegado debe ser ajeno al consejo, soliendo recaer la delegación en la propia entidad depositaria, que ha de personarse en la junta. En consecuencia, es durante la propia junta cuando directa o indirectamente se votan las acciones de los socios, ya sea siguiendo las instrucciones contenidas en las tarjetas o a través de delegaciones en blanco.
- iii) Lo normal parecería que la delegación —entendida como voto que no va acompañado de instrucciones— quedase restringida a los asuntos contenidos en la tarjeta. Sin embargo, este no suele ser el caso y la delegación tiende a extenderse a cualquier punto incluido con posterioridad en el orden del día por la minoría y a los puntos votados en la junta que no estuviesen incluidos en el orden del día. La confección del orden del día la hace el consejo, pero cualquier accionista significativo (3 %) puede, en el plazo de 5 días desde la convocatoria, incluir un nuevo punto a tratar. Solo hay dos cuestiones que pueden suscitarse y votarse sin estar previstas en el orden del día y ambas son medidas de reprobación de la gestión: la acción de responsabilidad social (art. 238.1 de la LSC) y el cese de administradores por justa causa (art. 223.1 de la LSC). Si bien es cierto que no han tenido excesivo protagonismo en el pasado, es fácil pronosticar que su incidencia podría ir en aumento como mecanismo de rendición de cuentas en manos de socios significativos, sobre todo inversores institucionales. En este caso, la cuestión que se suscita es si debería extenderse al voto delegado a estas cuestiones.

Un estudio de los reglamentos de junta y las tarjetas facilitadas por las compañías del Ibex 35 para el ejercicio 2019 revela, en primer lugar, que prácticamente todas ellas se ciñen al plazo mínimo legal de convocar la junta con un mes de antelación y que, probablemente por eso mismo, los asuntos planteados por la minoría, en caso de haberlos, no aparecen en las tarjetas. Por lo tanto, el orden del día coincide con los asuntos promovidos por la administración. Los datos referentes a la extensión de la delegación a asuntos fuera del orden del día se muestran en el cuadro 2. Son solo tres las empresas que no amplían de manera automática la delegación y que tienen como opción por defecto la abstención respecto a todo lo que no esté en la tarjeta. Lo más común es ampliar la delegación por defecto, facilitando más o menos la opción de no ampliarla. Pero hay siete empresas que no facilitan la opción de no ampliar la delegación. Por último, conviene destacar que la tarjeta final que llega al accionista minorista es la emitida por su entidad custodia, que puede ser una versión más resumida de esta y en la que no se ofrezcan todas las opciones.

	La delegación se amplía a asuntos no incluidos en el orden del día	Se ofrece la opción de no delegar en asuntos fuera del orden del día	Forma en la que puede ejercerse la opción de no delegar asuntos fuera del orden del día	Empresas
<b>Grupo 1</b>	No	Sí (opción contraria)		Cie Automotive, Mediaset <sup>1</sup> , Merlin Properties,
<b>Grupo 2</b>	Sí	Sí	Marcando casilla al efecto	Acciona, Aena, Bankia, Caixabank, Cellnex, Enagás, Endesa, Iberdrola, Inditex, Indra, Inmobiliaria Colonial, Másmóvil, Meliá Hotels, Naturgy, Repsol, Banco Santander, Siemens Gamesa
<b>Grupo 3</b>	Sí	Sí	Dando instrucciones por escrito en el espacio designado	ACS <sup>2</sup> , BBVA, Ferrovial, IAG, Banco de Sabadell, Telefónica
<b>Grupo 4</b>	Sí	No		Acerinox, Amadeus, Bankinter, Ence, Grifols <sup>3</sup> , R.E.C. <sup>4</sup> , Viscofan

Fuente: Elaboración propia.

1 Mediaset no facilita un modelo de tarjeta propio, pero lo indica así en su reglamento.

2 ACS indica que se puede optar por no delegar estos asuntos, pero no indica cómo.

3 y 4 Grifols y R.E.C. no facilitan un modelo de tarjeta propio, pero indican la extensión de la delegación en sus reglamentos. Por último, Mapfre no indica nada, ni en la tarjeta ni en el reglamento.

Para terminar el análisis de la situación en España conviene señalar que, en la práctica, el uso que el capital flotante hace de las tarjetas difiere en función del tipo de accionistas:

- Accionistas minoristas: aunque no existen datos concretos, la impresión generalizada es que su participación suele ser muy baja y lo habitual es que no se devuelva la tarjeta o se devuelva en blanco —sin instrucciones—. Las facilidades normativas en relación con la delegación se corresponden con cuórum más altos. Con todo, los emisores españoles han tratado de incentivar la participación a través de pequeños regalos que retribuyen la devolución de las tarjetas o, en algunos casos, mediante primas de asistencia —aunque en el mercado continuo solo Iberdrola, Viscofan y Ercros las han ofrecido—.
- Inversores institucionales españoles: tienen un nivel de participación en junta mucho más elevado, aunque hay que aclarar que este segmento incluye no solo los fondos de inversión, sino también las acciones en manos de cualquier sociedad anónima o limitada españolas. Los fondos de inversión españoles, en cambio, no tienen en general políticas específicas de voto y, por lo tanto, no cabe esperar una alta participación.
- Inversores institucionales extranjeros: los sistemas de delegación son cruciales para que voten. La participación de estos inversores se instrumentaliza a través de unas pocas entidades depositarias españolas y extranjeras con la capacidad técnica requerida para custodiar acciones de no residentes. El custodio nacional se encarga de la traducción de la tarjeta y la comunica vía SWIFT al custodio extranjero, que pasa esta comunicación a los accionistas (posiblemente a

través de una cadena de custodia que puede incluir a otras entidades). El accionista no residente delega con instrucciones precisas y esto llega hasta el custodio nacional, se traduce y se pasa a una tarjeta estándar. A pesar de estas dificultades, el porcentaje de voto de los accionistas no residentes (en su gran mayoría fondos de inversión) es muy alto. Esto se debe a que entre los 85 inversores institucionales extranjeros con más presencia en España el 41 % proviene de EE. UU. y el 24 % proviene del Reino Unido, países en los que la normativa obliga a estos inversores a tener una política de voto clara como parte de sus deberes fiduciarios<sup>14</sup>.

### 3 Problemas en la delegación de voto y análisis de las mejores prácticas

A la vista del análisis de derecho comparado que se ha realizado en la sección anterior, en esta sección se explicará brevemente cuáles son los mayores problemas que presenta la regulación de la delegación de voto en España y se discutirán las mejores prácticas al respecto.

#### 3.1 Elaboración de las tarjetas de representación y delegación de voto

Un primer problema que presenta la delegación es que el sistema de tarjetas español tiene la particularidad de utilizar a los administradores para delegar el voto, pero en lugar de ser los emisores los que las elaboran —como sucede en EE. UU.—, lo hacen las entidades bancarias. Se trata de un sistema de bajo coste para los emisores. A fin de cuentas, las entidades financieras cuentan con una tarjeta estándar para todos los emisores, por lo que no se diseñan y preparan tarjetas específicas para cada emisor y cada junta. Esta práctica supone que en una misma junta de accionistas coexistan tarjetas distintas y, sobre todo, que la información que contienen sea por fuerza escueta y extractada de la convocatoria. Adicionalmente, la necesaria concisión requerida por las plantillas con las que se diseñan las tarjetas puede llevar a que se eliminen subgrupos en el orden del día, lo que podría reducir las opciones de los accionistas llamados al voto. Con todo, nada obsta a que los emisores no solo emitan, sino también distribuyan su propia tarjeta, salvo que, desde su perspectiva, supone un ahorro de costes considerable que lo hagan las entidades.

Se podría afirmar en este punto que las mejores prácticas llevarían a la sustitución de las tarjetas en papel diseñadas según la plantilla del banco del accionista por tarjetas electrónicas en la banca *online* que replicasen fielmente el modelo preparado por el emisor para la convocatoria de junta. Nótese que hoy en día prácticamente todas las entidades bancarias permiten a sus clientes operar electrónicamente en casi todas sus gestiones. En el caso de la delegación de voto, el paso a una tarjeta

---

14 Según el informe de Georgeson y Cuatrecasas (2019). *Gobierno corporativo y los inversores institucionales*. Disponible en: [https://www.cuatrecasas.com/es/publicaciones/el\\_gobierno\\_corporativo\\_y\\_los\\_inversores\\_institucionales\\_preparando\\_la\\_temporada\\_de\\_juntas\\_2019.html](https://www.cuatrecasas.com/es/publicaciones/el_gobierno_corporativo_y_los_inversores_institucionales_preparando_la_temporada_de_juntas_2019.html)

electrónica permitiría reducir el coste, al eliminar el uso del papel, y a la vez realizar una transmisión mucho más clara de la información.

### 3.2 Plazos para la convocatoria de juntas y elaboración de las tarjetas

Llama la atención que los plazos en materia de convocatoria se quedan un tanto cortos o justos en el caso de las sociedades cotizadas. El artículo 176 de la LSC establece que entre la convocatoria y la fecha prevista para la celebración de la reunión deberá existir un plazo de, al menos, un mes en las sociedades anónimas. Aunque la dicción legal se refiere a un plazo mínimo y, por lo tanto, permitiría su extensión, es práctica común que los emisores se limiten a consignar el plazo legal en los reglamentos de la junta. Pues bien, si se tiene presente que el voto delegado a través de tarjetas está muy extendido, se debe considerar la oportunidad de alargar el plazo previsto entre la convocatoria y la celebración de la junta, a la vista del tiempo requerido para la emisión de las tarjetas y su devolución. Hay dos razones que animan a esta consideración.

La primera se refiere a facilitar la participación del accionista de manera informada. No se debe olvidar que, para ello, el emisor ha de poner a disposición de los accionistas los materiales precisos, de modo que estén en condiciones de emitir un voto informado (véase art. 518 de la LSC). Pero a nadie se le escapa que la lectura y comprensión de tales materiales requieren de un tiempo de evaluación. Adicionalmente, los inversores extranjeros se enfrentan a un inconveniente añadido y es que la tarjeta ha de traducirse y comunicarse a los accionistas a través de cadenas de custodios, y este proceso de ida y de vuelta de la tarjeta consume mucho tiempo. No es inusual que las tarjetas lleguen al emisor al límite del tiempo previsto.

La segunda consideración guarda relación con el complemento de la convocatoria. Según el artículo 519 de la LSC, los accionistas que representen, al menos, el 3 % del capital social podrán solicitar que se publique un complemento a la convocatoria de una junta general de accionistas incluyendo uno o más puntos en el orden del día. El plazo para ello es de 5 días desde la publicación de la convocatoria. Si se contextualiza este nuevo plazo adicional en relación con la operativa de las tarjetas de delegación, puede concluirse que es una buena práctica que la emisión de las tarjetas se retenga y retrase hasta ese momento para poder incorporar a la tarjeta los puntos del orden del día introducidos por los accionistas minoristas. Como es natural, el resultado es que se restringe aún más el plazo, ya de por sí sucinto, del mes. Pero es que, de no hacerlo así, resulta más difícil para los accionistas dar instrucciones en la tarjeta respecto a estos nuevos asuntos.

La previsión de unos plazos más generosos, aunque necesaria para facilitar la participación informada del accionista —sobre todo de los inversores institucionales extranjeros—, también ha de valorarse con cautela. Como se ha visto, el sistema de votación societaria está liderado y dirigido por los administradores y, como son parte interesada en el resultado de la votación, se corre el riesgo de colocarlos en una situación de clara ventaja. En particular, el hecho de que los administradores sean los receptores de las tarjetas los convierte en unos actores con información superior sobre el devenir de las votaciones y el apoyo que van recibiendo las cuestiones que se deciden, lo que les confiere una ventaja frente a sus (potenciales) oponentes. En

efecto, la experiencia comparada de jurisdicciones con más veteranía en estas lides pone de relieve que, en asuntos muy disputados, los administradores reciben información de alta calidad sobre el posible resultado de la votación cuando todavía están en condiciones de influir para que este sea a su favor. Los estudios realizados en EE. UU. ponen de manifiesto que en las votaciones ajustadas los administradores ganan de manera desproporcionada por un corto margen<sup>15</sup>, lo cual incita a pensar que, en votaciones muy reñidas, acuden a *proxy solicitors* u otros medios para conseguir votos de última hora que apoyen sus propuestas. Como es natural, esta casuística es más habitual en sociedades con mucha dispersión de capital.

### 3.3 Tratamiento de los asuntos no incluidos en la tarjeta o en el orden del día

La cuestión que suscita más interés compete a la pura discrecionalidad en relación con el sentido del voto de los asuntos no colegidos del orden del día que aparece en la tarjeta. La cuestión es especialmente delicada porque impacta en la línea de flotación de los derechos de la minoría. Existen dos casos en los que los accionistas no han podido dar instrucciones porque el asunto no aparece entre los puntos del orden del día de la tarjeta. Por un lado, asuntos a tratar incorporados por la minoría a través del complemento del orden del día, pero que no se han llegado a plasmar en las tarjetas. Por otro lado, los dos puntos claves de la rendición de cuentas (*accountability*) de los administradores frente a los socios no precisan estar en el orden del día: la remoción de los administradores y la acción social de responsabilidad. La pregunta que se plantea es si permite la delegación automática del voto para estos casos. Es cierto que, aunque en este punto la ley ampara mecanismos de rendición de cuentas muy generosos<sup>16</sup>, no parece probable que vayan a prosperar en contra de los votos de los socios de control. De hecho, los únicos casos que se han visto colmados por el éxito han servido para cesar a consejeros nombrados por el sistema de representación proporcional, es decir, por la minoría. Pero, en la medida en que se alude a algún caso relevante, convendría aclarar en qué medida afecta la operativa de la tarjeta al resultado de tales votaciones. De igual manera, la ley protege la facultad de la minoría para introducir asuntos de su interés o realizar propuestas alternativas a los acuerdos previstos por los administradores, que pueden verse limitados o cercenados por la operativa de la delegación. Estas iniciativas son especialmente trascendentes si censuran y piden el cese de administradores nombrados por la mayoría.

#### 3.3.1 Asuntos incorporados por la minoría en el complemento del orden del día

En el caso de que el complemento de la convocatoria no se haya incorporado en la tarjeta, en general el accionista en última instancia podría votar dando instrucciones específicas en la propia tarjeta (en las tarjetas aparece una línea para que los accionistas la rellenen con sus indicaciones). A fin de cuentas, el complemento ha de aparecer en la actualización de la convocatoria, y el accionista puede acceder a la

---

15 Listorkin, Y. (2008). «Management Always Wins the Close Ones». *American Law and Economics Review*, Vol. 10, n.º 2, pp. 159-184.

16 No es común encontrar en otras jurisdicciones la activación de una votación para cesar a un administrador por la iniciativa de un solo socio en la junta, ex art. 224 de la LSC.

información en la página web del emisor. En otras palabras: si el accionista desea votar los puntos del orden del día introducidos en el complemento de la convocatoria, puede hacerlo. Pero por supuesto, de esta manera, es más difícil que la información llegue hasta el accionista y este entienda que puede haber propuestas distintas y, a veces, enfrentadas a las de los administradores. No en vano en otras jurisdicciones se requiere que en las tarjetas se identifique claramente y de manera imparcial cada asunto por separado. Además, las tarjetas deben dar a los accionistas la oportunidad de especificar su preferencia a través de casillas, entre aprobación, desaprobación o abstención, en relación con cada uno de los asuntos, de manera separada (véase Securities Exchange Act *Rules* 14a.3y 14b. 1).

En todo caso, el voto en relación con el complemento del orden del día dejaría de ser problemático y la delegación funcionaría del mismo modo que el resto de los asuntos del orden del día, con la mera aplicación de una buena práctica que ya se ha comentado más arriba: que la entidad no emita las tarjetas hasta comprobar que se han incorporado al orden del día los puntos del (eventual) complemento de la convocatoria. Esto supondría un retraso de cinco días en la emisión de las tarjetas. Sería, sin embargo, recomendable que se siguiera esta buena práctica con carácter general.

### **3.3.2 Asuntos fuera del orden del día suscitados en la propia junta**

El caso de los asuntos que se pueden suscitar en la propia junta presenta un grado de complejidad mayor porque, en rigor, son puntos fuera del orden del día no comprendidos en la tarjeta de delegación ni en la convocatoria. Este sería un caso evidente de decisión discrecional del apoderado, que, como ya se ha comentado, es un miembro del consejo de administración. Es verdad que, por el juego de las normas del mandato, al delegar el voto se apodera al representante para seguir las instrucciones y, en caso de no haberlas, para votar discrecionalmente en el mejor interés del delegante. Ahora bien, parece evidente que sería una buena práctica que la norma fuese abstenerse, incorporando a la vez una autorización específica para consentir (conscientemente) dicho apoderamiento discrecional. Como se ha visto, sin embargo, esta práctica la siguen muy pocas empresas en España. En el caso español, los asuntos que se pueden suscitar fuera del orden del día son únicamente dos: el cese de administradores y la acción social de responsabilidad. Ambos casos generan conflictos de intereses, por lo que la abstención por defecto parece más acertada. Esto también favorecería una mayor transparencia en relación con los inversores internacionales, que pueden desconocer las particularidades de nuestro ordenamiento.

## **3.4 Medidas para favorecer la participación de los accionistas no informados**

Por todo lo dicho hasta el momento, es patente que el sistema de la delegación por tarjeta en su conjunto está concebido para que se facilite el voto a favor de la gestión de los administradores. La lógica del sistema parte de la premisa, no siempre verbalizada, de que se delega el voto en los administradores porque se confía en su gestión. Por consiguiente, se dan dos facilidades importantes para votar con los administradores según su criterio.

La primera facilidad o comodidad es que el accionista ni siquiera ha de preocuparse por rellenar la tarjeta para apoyar con su voto la política de los administradores en cada asunto. Basta con devolver la tarjeta firmada para que opere la regla por defecto, que determina el sentido favorable del voto a las propuestas de los administradores. En efecto, en la convocatoria de la junta general o, en todo caso, en el reglamento de la junta, se indica cuál es la regla por defecto. Es muy común que se estipule que, a falta de instrucciones concretas, se votará a favor de los asuntos promovidos por los administradores y en contra de los promovidos por la minoría. En otras palabras, la devolución firmada de la tarjeta es una suerte de apoyo sin fisuras a los administradores y a su gestión. Si no se dice nada específico en relación con asuntos fuera del orden del día, es fácil suponer que se aplicará la misma regla y se votará en contra de estos.

Adicionalmente, se facilita el voto a favor mediante lo que los estudiosos de la economía del comportamiento o *behavioural economics* denominan *nudge*, es decir, un *empujoncito* para animar a devolver la tarjeta firmada. Este es el papel que juegan los regalos que los emisores entregan a los accionistas que asisten a la junta, también a través de la delegación. Para que tenga el efecto buscado en el accionista, no es necesario que se trate de regalos cuantiosos, sino que basta con que sean una muestra de gratitud.

En la siguiente sección se discutirá el problema de que la opción por defecto sea votar en todo a favor de los administradores y sus posibles alternativas. Pero, manteniendo la actual norma por defecto, parece natural que sería una mejor práctica exigir que el accionista acepte activa y explícitamente lo que significa devolver la tarjeta sin instrucciones. En efecto, la regulación intenta reducir los posibles abusos derivados de conflictos de intereses a la hora de emitir el voto a través de reglas de transparencia. En opinión de las autoras, verbalizar y aceptar explícitamente el juego de la regla supletoria, haciéndola transparente, constituye una buena práctica que podría introducirse con facilidad en la actual operativa. Para ello bastaría con que fuera necesario marcar junto a la línea de firma una casilla aceptando que, al devolver la tarjeta sin ninguna instrucción, se delega en los administradores para que voten según su criterio en todos los asuntos referidos en la tarjeta y se abstengan en otros asuntos que puedan suscitarse en la junta, promovidos por otros accionistas. Es decir, cada accionista necesariamente ha de consentir, aunque sea marcando una casilla, en dar un poder discrecional al administrador para votar según su criterio, aceptando la regla por defecto que establece el reglamento de la junta. Y si por el contrario, se dan instrucciones explícitas en algún punto, debería entenderse que no se delega discrecionalmente en los administradores y estos no deberían votar ningún asunto no incluido en la tarjeta.

## 4 La delegación en los administradores como regla por defecto

El propósito de esta sección es analizar el papel que juega la regla supletoria en las tarjetas de asistencia y cuál sería su diseño deseable. En concreto, es norma común en la mayoría de las jurisdicciones que, a falta de instrucciones precisas, el representante —a la sazón, los administradores— esté habilitado para decidir el sentido del

voto. Esta manera de diseñar la representación conduce a que los inversores pequeños y poco informados devuelvan la tarjeta sin instrucciones y otorguen, en la práctica, un cheque en blanco a sus representantes. Para animar la asistencia se ofrecen pequeños detalles o regalos, aunque sea a través de un representante. En la sección anterior se ha discutido como buena práctica la posibilidad de hacer explícita esta delegación. Aquí se discute la idoneidad misma de la delegación en los administradores como regla por defecto.

#### 4.1 La teoría de las reglas por defecto

Uno de los temas más debatidos en la última década en cuanto al diseño en materia de política legislativa se refiere al diseño óptimo de las reglas supletorias. Se trata de una discusión que se ha enriquecido con las aportaciones de juristas y economistas desde la perspectiva del análisis económico del derecho, cuyo hábitat natural se encuentra en las materias de contratos y sociedades, donde el derecho dispositivo es habitual. En este sentido, nos referimos a reglas que diseña el legislador pero que están a disposición de las partes. Al analizar el diseño óptimo de estas reglas supletorias hay que valorar siempre los costes de optar por una alternativa distinta a la que recoge la regla por defecto. Y esta es una cuestión a la que la literatura especializada ha prestado atención. Se pueden diferenciar tres líneas de análisis o de aproximación al problema.

- i) En primer lugar, la literatura más clásica, desde una perspectiva coasiana, defiende que las reglas por defecto deben reproducir o imitar la voluntad de las partes, con el propósito de reducir los costes de transacción (los costes de negociación, de decisión y de diseño de una regla alternativa<sup>17</sup>). En consecuencia, siguiendo esta línea argumental, la regla preferida por la mayoría de contratantes como regla por defecto reduciría los costes de contratación.
- ii) En segundo lugar, una rama de la literatura más moderna se fija en la adherencia de las reglas supletorias, es decir, la tendencia a asumirlas o aceptarlas por motivos psicológicos o de comportamiento. Pero, en lugar de verlo como una desventaja, se defiende como un instrumento de política legislativa que puede mejorar el bienestar común. Esto se conoce como *nudge* o paternalismo libertario, que consiste en diseñar deliberadamente reglas supletorias a modo de *empujoncito* para permitir asegurar unos resultados más positivos<sup>18</sup>. Las reglas por defecto pueden ayudar a los individuos menos sofisticados a tomar mejores decisiones por su adherencia a estas, sin impedir que los individuos más sofisticados puedan decidir qué regla les conviene más.
- iii) Por último, en tercer lugar, una rama incipiente de la literatura focaliza su análisis en los costes de información —en lugar de en los tradicionales costes de transacción— como el mayor impedimento para hacer una elección diferente

---

17 Véase Shavell, S. (2004). *Foundations of Economic Analysis of Law*. Cambridge (MA)/Londres, Harvard University Press.

18 Sustain, C. R. (2013). «Deciding by Default». *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 162, n.º 1, pp. 1-57; Thaler, R. y Sunstein, C. (2008). *Nudge. Improving decisions about Health, Wealth and Happiness*. New Haven (CT), Yale University Press.

a la ofrecida por defecto (*opt-out*) de manera óptima<sup>19</sup>. Según esta literatura, el problema de elegir una regla alternativa a la propuesta por la regla por defecto es que no se dispone de suficiente información para entender las consecuencias que conlleva la regla por defecto, cómo valorarla y cómo compararla con la alternativa.

Desde esta óptica, si los costes de información son bajos, los contratantes van a procurarse la información, sea cual sea la regla por defecto. Los individuos, heterogéneos pero informados, van a decidir de manera selectiva qué regla quieren que se les aplique. Aquí se confluye con la doctrina de la regla mayoritaria: la mejor regla supletoria es la que elegiría la mayoría de los contratantes porque reduciría los costes de transacción.

Cuestión distinta es cuál es la mejor norma por defecto cuando los costes de información son muy altos, ya que en este caso los contratantes no se procurarán la información, sea cual sea la regla por defecto (y, por lo tanto, valorarán tanto la regla por defecto como las alternativas según sus creencias desinformadas).

Se podría pensar que, en este caso, el decisor no informado elegirá de forma aleatoria la regla por defecto o su alternativa. Sin embargo, la literatura parece apoyar la idea de que los altos costes de información hacen que los contratantes no elijan el *opt-out*, aun cuando esa alternativa sea más eficiente y productiva. En este caso habría que ofrecer como regla por defecto la que se considere más eficiente para el decisor típico o mediano no informado.

## 4.2 La elección de la regla por defecto en el caso de la delegación de voto

¿Cómo se aplica este análisis a los problemas de voto en junta? Nótese que, para la cuestión que se está tratando en relación con el voto en junta, los costes de información son especialmente altos para los pequeños accionistas de las sociedades cotizadas. Debido a los problemas de información asimétrica inherentes a estas sociedades, es difícil que los minoristas puedan tomar una decisión informada. De hecho, esto genera pasividad racional: la estrategia de no votar de los pequeños accionistas es la mejor, dada su falta de información.

Formalizando esta idea, se puede pensar en el problema de la delegación de voto como una doble elección por parte del inversor no informado: votar o no votar (no devolviendo la tarjeta) y, en un segundo estadio, delegar o no a favor de los directivos, entendiendo que no delegar significa dar instrucciones en la tarjeta.

Como se observa en el caso de España, la mayoría de los pequeños accionistas optan por no votar, pero los que votan lo hacen a favor de los gestores (la opción por defecto). En otras palabras, el decisor —o, en nuestro caso, el accionista— desinformado se adhiere a la regla por defecto en vez de procurarse mayor información. Visto

---

19 Bar-Gill, O. y Ben Shohar, O. (2016). «Optimal Defaults in Consumer Markets». *Journal of Legal Studies*, Vol. 45, pp. 137 y ss. También los mismos autores tienen un documento de trabajo no publicado de 2019: «An Information-Cost Theory of Default Rules».

de este modo, parecería que la regla por defecto, en el caso de falta de instrucciones en la tarjeta, de votar con los directivos (informados) sería el comportamiento preferido por los pequeños accionistas desinformados. Las tarjetas así configuradas promocionarían la participación de los pequeños accionistas en la junta, eso sí, apoyando con su voto a los administradores, que tienen mayor información que ellos, frente a la alternativa de no votar. Esta ha sido la justificación tradicional del diseño de la regla por defecto: facilitar la participación y el ejercicio del voto por parte de los pequeños accionistas.

Pero en el escenario actual se puede plantear la posibilidad de que se ofreciera como regla por defecto el voto a favor de otra parte informada que no sean los directivos. Hasta hace bien poco, en las grandes empresas cotizadas, debido a los altos costes de coordinación y de información, no había contestación por parte del accionariado disperso a la gestión de los administradores. En este contexto, la delegación en los administradores a través de las tarjetas aumentaba la participación del accionariado y el quórum necesario para las juntas, de tal manera que la pasividad racional de los accionistas a la hora de votar no fuera tan alta como para dejar en entredicho la actuación de los administradores. Pero, en tiempos recientes, se ha dado un giro copernicano en la composición del accionariado. En este sentido, la fuerte irrupción de los inversores institucionales y su mayor compromiso con los emisores ha supuesto un incremento del control ejercido por los accionistas sobre los gestores. Con una frecuencia cada vez mayor, los inversores significativos introducen cuestiones a tratar en la junta o defienden propuestas alternativas a las defendidas por los directivos. En este escenario, el minorista puede decidir no votar, pero si decide delegar el voto debería abrirse la opción de votar con los institucionales si piensa que puede incrementar el valor esperado (es decir, si cree que la regla por defecto no maximiza su valor). Claramente, en este nuevo contexto, la adherencia a la regla por defecto en favor de los administradores puede verse en entredicho, ya que debería ser posible delegar en otra parte que sí tiene información y cuyos intereses parecerían estar mejor alineados con el pequeño accionista.

Paradójicamente, la cuestión de en quién delegan su voto los minoristas va perdiendo relevancia a medida que crecen los inversores institucionales, que por lo general dan instrucciones precisas en la delegación y suponen la mayoría del voto total. Así, el comportamiento del pequeño accionista desinformado que decide delegar el voto pasa a ser prácticamente irrelevante: no va a ser decisivo y va a tener escasa incidencia en el resultado.

Como conclusión de este análisis, se puede afirmar que fijar la regla por defecto que se ajusta más a los intereses de estos pequeños accionistas es una cuestión complicada, pero frente a la actual regla en favor de la acción de los administradores, se podría argumentar que, si hay entre el accionariado inversores institucionales informados, los intereses de estos accionistas son más parecidos a los del pequeño accionista que a los intereses de los administradores. Por lo tanto, una regla por defecto alternativa podría ser que, a falta de instrucciones, su voto se sume al de la mayoría de la minoría. Probablemente una regla así configurada maximizaría el valor esperado de los pequeños inversores desinformados. Sin embargo, esta posibilidad abre la presente discusión al importante y controvertido debate sobre el poder de voto de los inversores institucionales. En este debate, por un lado, los reguladores y algunos académicos defienden la necesidad de la implicación de los accionistas

institucionales, incluidos los activistas y fondos indexados en el gobierno de las compañías<sup>20</sup>. Por otro, algunos autores presentan evidencia del efecto anticompetitivo que puede tener la concentración de la propiedad de las empresas que compiten en el mismo sector en manos de unos cuantos grandes inversores institucionales<sup>21</sup>. Y, a la vista de esto, hay autores que desean que se introduzcan normas que limiten su poder<sup>22</sup>. Teniendo en cuenta esta encendida controversia, parece necesario un estudio más profundo del impacto que podría tener el cambio de la regla por defecto de la delegación en favor de los gestores, que queda fuera del marco de este artículo.

## 5 Conclusiones

En este artículo se han analizado las limitaciones de las tarjetas de delegación de voto que se usan habitualmente en las sociedades cotizadas. Como se ha visto, las cuestiones técnicas referidas a la representación de los accionistas son conflictivas, porque ponen de manifiesto la tensión existente entre la gestión del sistema de votación interno de las sociedades, que es competencia de los administradores, y la facilitación de la democracia accionarial. Por eso, no ha de sorprender que las sociedades hayan intentado controlar y manejar la mecánica del voto en su favor. En este sentido, las tarjetas de asistencia y de delegación están sesgadas a favor de la gestión de los administradores.

A la vista del análisis realizado, se ha propuesto una serie de medidas sencillas que podrían mejorar la práctica del uso de las tarjetas de delegación, como son:

- 
- 20 Esta literatura es muy extensa pero, como punto de partida para el lector, se recomiendan los siguientes trabajos: Ernst & Young (2017). *Q&A on Stewardship Codes*. Disponible en: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-stewardship-codes-august-2017/\\$FILE/ey-stewardship-codes-august-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-stewardship-codes-august-2017/$FILE/ey-stewardship-codes-august-2017.pdf); Kay, J. (2012). *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, Final Report*. Londres, Department for Business, Innovation & Skills; OECD (2011). *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, OECD Publishing. Disponible en: <http://www.oecd.org/daf/ca/49081553.pdf>; Hill, J. G. (2018). «Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes». *Seattle University Law Review*, Vol. 41, pp. 497. Algunos autores inciden en las dificultades de los inversores institucionales para ser más activos, por ejemplo: Bebchuk, L. A., Cohen, A. y Hirst, S. (2017). «The Agency Problems of Institutional Investors». *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, pp. 89-102; Bebchuk, L. A. y Hirst, S. (2018). *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*. ECGI-Law, Working Paper, n.º 433; próxima publicación en *Columbia Law Review*, Vol. 119, diciembre de 2019.
- 21 Entre los más influyentes se encuentran los estudios realizados para el sector del transporte aéreo por Azar, J., Schmalz, M. C. y Tecu, I. (2018). «Anticompetitive Effects of Common Ownership». *Journal of Finance*, Vol. 73, n.º 4, pp. 1.513-1.565; y, para la banca, por Azar, J., Raina, S. y Schmalz, M. C. (2019). *Ultimate Ownership and Bank Competition*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2710252>.
- 22 Entre las propuestas más relevantes están las de Posner, E. A., Morton, F. M. y Weyl, E. G. (2017). «A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors». *Antitrust Law Journal*, Vol. 82, n.º 2; y Elhauge, E. (2016). «Horizontal Shareholding». *Harvard Law Review*, Vol. 109, pp. 1.267-1.317. De hecho, estas propuestas han suscitado preocupación entre grandes inversores institucionales. Como ejemplo de esta preocupación de los inversores institucionales por influir en el debate, véase BlackRock (2017). *Index Investing and Common Ownership Theories, Public Policy Viewpoints*. Disponible en: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-index-investing-and-common-ownership-theories-eng-march.pdf>

- i) Sustitución de las tarjetas en papel emitidas por las entidades custodias por tarjetas electrónicas elaboradas por la compañía.
- ii) Plazos suficientes que permitan incorporar a las tarjetas las propuestas de la minoría.
- iii) Abstención por defecto en los asuntos no incluidos en la tarjeta.
- iv) Aceptación explícita de la delegación en el criterio de los administradores.

Sin embargo, la cuestión más delicada es la regla por defecto de delegación en los administradores, que opera en tanto no haya instrucciones.

Es verdad, no obstante, que hoy en día la regla por defecto no tiene una repercusión significativa en el resultado de las votaciones, porque solo afecta a los pequeños accionistas que devuelven las tarjetas en blanco, ya que estos inversores cada vez representan una menor proporción del capital. Por lo tanto, el impacto de la regla por defecto era mayor en el pasado, cuando los minoristas acaparaban un porcentaje mayor del capital flotante. Además, los fondos de inversión y otros inversores institucionales, sobre todo extranjeros —que, a diferencia de la mayoría de los fondos españoles, tienen políticas explícitas de voto— han ido incrementando su peso en el capital flotante y estos accionistas están informados y votan por delegación, pero con instrucciones claras y precisas.

Cuestión distinta es qué puede ocurrir en el futuro. En el entorno comparado se puede comprobar que las cuestiones relativas a la rendición de cuentas de los administradores van adquiriendo importancia a medida que aumenta la presencia de inversores institucionales. En particular, todo apunta a que se verá activismo accionarial en torno a la remuneración, la responsabilidad o la separación (y sustitución) de los administradores. Habrá que valorar entonces si es preciso hacer ulteriores ajustes en el sistema de delegación de votos.

## Apéndice: Sistema de registro de las acciones de las empresas cotizadas

La liquidación de las operaciones sobre valores efectuadas en los centros de negociación regulados se realiza a través de aquellas entidades de custodia que participan en el sistema de registro (entidades participantes) y el depositario central. En España, el depositario central es Iberclear y existen unas 100 entidades participantes.

El depositario central se encarga de las funciones de registro, compensación y liquidación de las operaciones que se realizan entre los clientes de las entidades participantes<sup>23</sup>. Además, el depositario central realiza funciones de seguimiento y control

---

23 Entre los custodios, los que realizan servicios de custodia internacional para entidades depositarias no residentes son BBVA, Banco Santander, Banco de Sabadell, UBS, Citybank, BNP y SC.

sobre la llevanza de los registros de detalle que llevan las entidades participantes de los titulares de los valores de las diferentes entidades cotizadas.

De acuerdo con la normativa española —que ha traspuesto la comunitaria— los valores admitidos en un centro de negociación deben estar representados obligatoriamente mediante anotaciones en cuenta. La LSC, en su artículo 113, señala, además, que esta forma de representación es compatible con los supuestos de nominatividad obligatoria, porque desde el punto de vista fáctico esta forma de representación permite llegar a conocer quiénes son, al menos, los titulares formales de los valores. La representación obligatoria mediante anotaciones en cuenta es también compatible con el hecho de que se puedan admitir valores extranjeros representados mediante títulos. En este caso, se inmovilizan los títulos en una entidad financiera y contra esta inmovilización se dan de alta anotaciones en cuenta, lo que permite que estos valores extranjeros puedan negociarse en España conforme a las reglas del depositario central de valores (DCV) español.

Las empresas cotizadas con acciones nominativas representadas mediante anotaciones en cuenta reciben una comunicación diaria de actualización de su registro. Las empresas cotizadas pueden solicitar la actualización siempre que lo deseen y, en particular, para la celebración de juntas (aunque este servicio conlleva un coste<sup>24</sup>).

Por lo que respecta al registro de los titulares de las acciones, cada entidad participante mantiene tres tipos de cuentas en el depositario central:

- Cuenta propia de la entidad participante *i*: cuenta relativa a los valores de los que dicha entidad es propietaria.
- Cuenta general de terceros de la entidad participante *i*: cuenta que agrega todos los valores de los que son propietarios los clientes de la entidad (con quienes mantienen un contrato de custodia). A su vez, las entidades participantes deben llevar los registros de detalle correspondientes a los saldos de los valores anotados en las cuentas generales de terceros (art. 33 del Real Decreto 878/2015).
- Cuentas individuales solicitadas por los titulares clientes de la entidad participante *i* que soliciten dicha cuenta (con coste): esto permite a los titulares evitar el riesgo de custodio que puede ocurrir cuando un custodio quiebra.

Además, los depositarios centrales pueden contar con un sistema de único escalón o de doble escalón, según el grado de información que el depositario central tenga sobre los clientes de la cuenta general de terceros.

En España se utiliza el sistema de doble escalón. En concreto, aunque Iberclear no tiene conocimiento permanente de los titulares de los registros de detalle de las entidades participantes, sí puede tener un acceso puntual a esta información. Y, con carácter permanente, puede tener conocimiento de las cuentas de valores de los clientes de detalle que se están moviendo en la liquidación de valores (aunque no

---

24 También pueden solicitar el listado los accionistas que posean al menos un 3 % de las acciones o las asociaciones de accionistas que de manera agregada posean un 1 %.

conoce la identidad de los titulares de estas cuentas, que solo son conocidos por cada entidad participante<sup>25</sup>).

La diferencia fundamental a efectos de distinguir entre sistemas de un solo escalón o de doble escalón es el alcance del perímetro registral. En los primeros —y sin perjuicio de que haya muchas variantes— el registro solo se lleva a nivel central (DCV-entidades participantes), de manera que, salvo por aquellos con cuentas individuales abiertas en el DCV, los clientes de las entidades participantes no acceden al registro y solo pueden ejercitar sus derechos frente al emisor a través del intermediario que custodia sus valores. Por eso son sistemas de tenencia indirecta. En el caso español, además del registro a nivel central a cargo del DCV, forman parte del registro las cuentas de detalle que llevan las entidades participantes. Los inversores anotados en estas cuentas gozan a su favor de la presunción (*iuris tantum*) de titularidad frente a terceros y de los efectos de la legitimación para exigir directamente del emisor la prestación de los derechos que derivan de los valores. Nótese, sin embargo, que, en el caso de accionistas extranjeros que tengan su cuenta de valores en un custodio extranjero que mantenga un contrato de depósito con una entidad participante española, la cadena de identificación de la titularidad solo llega hasta el custodio extranjero<sup>26</sup>, que es de hecho considerado accionista por la normativa española. Pero, aunque en los registros de detalle de la entidad participante figure como titular de las acciones el custodio extranjero, este puede votar en junta siguiendo las instrucciones de su cliente o delegar el voto en el propio cliente (art. 524 de la LSC). Por lo tanto, el problema de la identificación no afecta tanto al accionista titular como a los directivos o a los accionistas activistas que deseen contactar con otros accionistas para recabar su voto. Por esta razón es frecuente que contraten a los consultores llamados *proxy solicitors* para que los ayuden a identificar a los titulares que realmente votarán a través del custodio extranjero y contactar con ellos. A este respecto, cabe destacar que la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, aunque reconoce la importancia de la identificación de los accionistas, no obliga a identificar a los titulares últimos si, como ocurre en el caso de España, estos no son considerados accionistas conforme a la normativa nacional.

Otros países (como, por ejemplo, Alemania) utilizan un sistema de único escalón, por lo que la información sobre los clientes de la cuenta de terceros no se comunica ni al depositario central ni a las empresas emisoras<sup>27</sup>, aunque sigue existiendo la posibilidad de mantener cuentas individuales<sup>28</sup>. En los sistemas de un solo escalón es el titular indirecto o intermediario (el custodio) el que está legitimado para ejercer el derecho de voto, aunque puede delegar este voto en los accionistas titulares si lo desea. Es decir, el custodio puede recabar los votos de los accionistas últimos y votar lo que estos le indiquen en la junta, siendo posible fraccionar el voto (es decir, emitir

---

25 Véase el artículo 23.3 del Real Decreto 878/2015.

26 Un ejemplo de los problemas que esto supone se dio recientemente en la OPA por la empresa DIA, en la que el opante tenía más del 3 % de las acciones y por lo tanto podría solicitar un listado de accionistas, pero, al tener las acciones en un custodio extranjero no podía acreditar tener las acciones a su nombre.

27 Por último, los países nórdicos y Grecia utilizan un esquema de tenencia directa de las acciones.

28 En este caso surge una tensión entre el deseo de evitar el riesgo de custodio y el deseo de mantener la privacidad sobre la titularidad de las acciones.

un porcentaje de los votos en un sentido y otro en otro sentido). Por esto el sistema de único escalón es un sistema de titularidad indirecta.

En cuanto a la operativa concreta de las juntas de accionistas en España hay algunas cuestiones de interés. En primer lugar, el listado de accionistas se remite a las empresas 20 días antes de la junta y, en ese momento, se envían los *proxies* a los clientes de los custodios. Sin embargo, la normativa española contempla el cierre del derecho de asistencia a la junta tan solo 5 días antes de su celebración. Un accionista que comprase las acciones entre el día 20 y el día 5 antes de la celebración de la junta podría querer votarlas de manera simultánea al vendedor de estas que hubiese enviado un *proxy*. En este caso, la Mesa de la Junta debería resolver el conflicto. En segundo lugar, la normativa española contempla el añadido de complementos al orden del día tras la convocatoria formal de la junta. Si esto ocurre, la empresa debe informar a la depositaria central y esta debe difundir esta nueva información a las entidades participantes, que a su vez deben comunicarla a sus clientes. Sin embargo, esto no implica que se haga un nuevo *proxy*, ya que podría no haber tiempo material para su realización.



## **La publicidad al público en general de los contratos por diferencias (CFD) y otros productos financieros complejos (\*)**

(\*) Este artículo ha sido elaborado por la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.



Los contratos financieros por diferencias (CFD) y las opciones binarias (OB) son instrumentos financieros especialmente complejos, que se caracterizan por su alto riesgo y elevada volatilidad a corto plazo. Los CFD, además, suelen incorporar apalancamiento, lo cual implica que el inversor puede incurrir en pérdidas superiores al importe inicialmente desembolsado.

Por la dificultad de comprensión de su naturaleza y riesgos, estos productos no resultan adecuados para los clientes minoristas. Además, con frecuencia los precios, los costes y las condiciones de negociación de los CFD y las OB no son suficientemente transparentes, lo que perjudica la capacidad de los inversores para comprender adecuadamente los términos de los productos y para poder evaluar el rendimiento esperado de estos y los riesgos asumidos.

Atendiendo a su mandato de protección al inversor, la CNMV ha llevado a cabo en los últimos años diversas actuaciones en relación con la comercialización, distribución o venta de este tipo de productos financieros a los inversores minoristas, entre las que destacan la publicación de advertencias y fichas explicativas acerca de los riesgos asociados, la supervisión de la aplicación de la decisión de la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA) de imponer restricciones a la comercialización de estos productos entre inversores minoristas y la posterior resolución de la CNMV de restricción de la comercialización, distribución o venta de dichos productos financieros entre los citados inversores.

En lo que sigue se detallan las actuaciones mencionadas, atendiendo a la siguiente estructura: en la sección 1 se ofrece una introducción acerca de este tema; en la sección 2 se trata el enfoque del supervisor, realizando una comparativa con otros países europeos. Dentro de esta sección se abordan tres cuestiones: i) la publicación de advertencias; ii) la restricción/prohibición de la comercialización, distribución o venta de CFD y OB a los inversores minoristas; y iii) la posible prohibición de la publicidad de CFD y OB en medios generalistas. A continuación, en la sección 3, se efectúa un análisis de la situación en España respecto a la publicidad de productos financieros complejos mediante el patrocinio de equipos de fútbol. Por último, en la sección 4 se ofrece la conclusión y se indican posibles actuaciones.



# 1 Introducción

El 22 de mayo de 2018 ESMA adoptó la decisión de prohibir la comercialización, distribución o venta de OB a los inversores minoristas en la Unión Europea desde el 2 de julio de 2018, así como la de restringir la comercialización, distribución o venta de CFD a los inversores minoristas en la Unión Europea a partir del 1 de agosto de 2018. Estas decisiones, tomadas de conformidad con el artículo 40 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, prevalecían sobre cualquier medida desarrollada previamente por las autoridades competentes y se aplicaron con carácter temporal durante un periodo de tres meses desde su entrada en vigor.

ESMA procedió a renovar en tres ocasiones dichas medidas, al considerarse que persistía una preocupación significativa por la protección de los inversores y transmitió a las autoridades nacionales competentes que esperaba que estas adoptaran medidas similares que tuvieran efecto tras el vencimiento de sus decisiones.

En esta línea, el 27 de junio de 2019 la CNMV acordaba prohibir<sup>1</sup> de forma indefinida la comercialización, venta y distribución entre clientes minoristas de OB y restringir dichas actividades respecto de los CFD.

Las medidas adoptadas por la CNMV coincidían con las de ESMA, por lo que cumplían los requisitos previstos en el artículo 42 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 para su adopción, incluida la evaluación de los criterios y factores previstos en el artículo 21 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión, de 18 de mayo de 2016, tales como la existencia de una preocupación significativa por la protección del inversor, la inexistencia en la legislación de otras respuestas alternativas que sean suficientes para atajar el problema, la proporcionalidad de la medida y su efecto no discriminatorio.

No obstante lo anterior y a pesar de dichas restricciones, se ha observado que existe abundante publicidad de marca o referida genéricamente a las entidades que ofrecen este tipo de productos y también referida generalmente a CFD en medios de comunicación masivos y horarios determinados de gran difusión, con ocasión de eventos deportivos o en equipaciones deportivas.

Por ello, en el *Plan de actividades de la CNMV* para 2019<sup>2</sup> se incluyó como objetivo el análisis de la adopción de posibles medidas destinadas a restringir la publicidad dirigida al público en general de entidades que comercializan y distribuyen CFD y otros productos financieros complejos.

---

1 <https://www.boe.es/boe/dias/2019/06/29/pdfs/BOE-A-2019-9737.pdf>

2 [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan\\_Actividades\\_2019.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/PlanActividad/Plan_Actividades_2019.pdf)

## 2 Enfoque del supervisor: comparativa con otros países europeos

La actuación de los supervisores europeos en relación con la comercialización, distribución o venta de CFD y OB a los inversores ha combinado acciones dirigidas a advertir (*warnings*) sobre los riesgos asociados a su contratación, a restringir o prohibir su comercialización entre inversores minoristas y, en algunos casos, a establecer una prohibición de la publicidad en canales generalistas o medios destinados al gran público.

### 2.1 Publicación de advertencias por parte de las autoridades nacionales competentes (*warnings*)

Ante el incremento en la negociación de este tipo de productos, la mayoría de los países europeos han optado en los últimos años por publicar advertencias sobre los riesgos asociados a su adquisición, incluyendo especialmente advertencias sobre las estimaciones de las minusvalías derivadas de su negociación. Del mismo modo, se han publicado en todas las jurisdicciones advertencias sobre las entidades —en numerosas ocasiones, no autorizadas— que ofrecían este tipo de productos. Muchas de estas advertencias se publicaron con anterioridad a la adopción de medidas relativas a la restricción o prohibición de la comercialización, distribución o venta de estos productos entre inversores minoristas.

En España, el 21 de marzo de 2017 la CNMV publicaba el documento titulado *Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos entre clientes minoristas*<sup>3</sup>, en el que se advertía sobre la inadecuación de la comercialización entre clientes minoristas de CFD, productos *forex* y OB, y se incluían ciertas recomendaciones para las entidades que comercializaban dichos productos.

Del mismo modo, la CNMV ha publicado una ficha explicativa<sup>4</sup> con la finalidad de informar al público en general sobre el riesgo asociado a este tipo de productos.

Se incluye como anexo I un cuadro resumen que, en su primera columna, contiene las actuaciones de las autoridades más relevantes de la Unión Europea relacionadas con las advertencias.

### 2.2 Restricción/prohibición de la comercialización, distribución o venta de CFD y OB a los inversores minoristas

Como complemento a la publicación de advertencias, la mayoría de los países europeos han optado por restringir o prohibir la comercialización, distribución o venta de CFD y OB a los inversores minoristas en la Unión Europea.

Como se señalaba anteriormente, ESMA, tras proceder a renovar en tres ocasiones las medidas relativas a la restricción o la prohibición de la comercialización,

---

3 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7Bf1a92bb1-5f1b-420b-b58c-122d64a1ed9a%7D>

4 [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Ficha\\_CFD.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/Ficha_CFD.pdf)

distribución o venta de CFD y OB a los inversores minoristas, transmitió a las autoridades nacionales competentes que esperaba que estas adoptaran medidas similares que tuvieran efecto tras el vencimiento de sus decisiones.

Las autoridades nacionales competentes pueden adoptar medidas de intervención de conformidad con el artículo 42 del Reglamento (UE) n.º 600/2014. Un mes antes de que la medida tenga efecto, la autoridad nacional debe notificar a todas las demás autoridades nacionales y a ESMA los detalles de su medida propuesta. ESMA debe analizar si la medida nacional está justificada y es proporcionada y si las medidas de intervención son al menos tan restrictivas como las medidas de ESMA.

Se incluye como anexo II un listado con las opiniones emitidas por ESMA en relación con las medidas adoptadas por las diferentes autoridades competentes.

Además, durante 2018 y 2019 la CNMV ha llevado a cabo un ejercicio de revisión del cumplimiento de dichas restricciones por parte de los intermediarios.

Por un lado, se ha revisado la información proporcionada en las páginas web de los intermediarios sobre garantías iniciales, protección de la garantía inicial, protección del saldo negativo e incentivos a la comercialización, así como la realización de la advertencia de riesgo estandarizada.

Adicionalmente, se ha comprobado si los intermediarios promueven cambios a la categoría de profesional con el fin de evitar la restricción. Las conclusiones se recogieron en un informe que se elevó al Comité Ejecutivo de la CNMV el 17 de enero de 2019.

Por otro lado, en el primer semestre de 2019 se ha revisado si los contenidos sobre CFD disponibles en las páginas web de las entidades comercializadoras describen de manera equilibrada las características y los riesgos del producto, la aplicación por parte de las entidades de las protecciones de la garantía inicial y la información proporcionada a los clientes con antelación al cierre de posiciones.

Por tanto, en España, además de la decisión acordada el 27 de junio de 2019, se ha llevado a cabo un ejercicio de supervisión de la actividad relacionada con la comercialización de estos productos.

Adicionalmente, y en estrecha vinculación con la comercialización de este tipo de productos, la CNMV ha promovido en el seno de ESMA un mayor grado de cooperación entre las autoridades competentes nacionales (los supervisores de valores de los diferentes Estados miembros) a la hora de supervisar las actividades desarrolladas por entidades fuera de su territorio de origen en régimen de libre prestación de servicios (es decir, sin establecimiento permanente), dado que este es un formato muy frecuente de distribución de este tipo de productos.

El esquema establecido por la normativa europea asigna la responsabilidad supervisora a la autoridad del Estado miembro de origen, lo que es susceptible de no generar los suficientes incentivos para vigilar cómo afecta la actividad de estas entidades a los inversores del Estado miembro de destino. Con respecto a este esquema, la CNMV ha propuesto que los supervisores de origen proporcionen con regularidad

cierta información a los supervisores de destino, de forma que se puedan identificar aquellas entidades que están distribuyendo en mayor medida este tipo de productos entre sus inversores, así como que exista un mecanismo de cooperación que facilite la detección y las actuaciones represivas necesarias en caso de infracciones de las restricciones impuestas o de las normas de conducta con carácter general.

## 2.3 Posible prohibición de la publicidad de CFD y OB en medios generalistas

Algunos países europeos han decidido establecer medidas adicionales dirigidas a limitar o prohibir la publicidad al público de este tipo de productos financieros.

A continuación se detallan estas medidas adoptadas por otras autoridades y que, más en concreto, están dirigidas a prohibir la publicidad de OB y CFD en medios de comunicación masivos y horarios determinados de gran difusión, con ocasión de eventos deportivos, en equipaciones deportivas o mediante campañas activas de marketing a través de internet o de llamadas telefónicas.

Se incluye como anexo I un cuadro resumen que, en su tercera columna, incluye las actuaciones de las autoridades más relevantes de la Unión Europea relacionadas con la prohibición de la publicidad de estos productos.

### 2.3.1 Francia

En 2017 se aprobó el Decreto n.º 2017-159, de 9 de febrero de 2017, sobre servicios de publicidad digital (también denominado Sapin 2) que entró en vigor el 1 de enero de 2018.

Este decreto adapta las normas de la ley francesa Sapin, de 29 de enero de 1993, (introducida originalmente para los medios tradicionales, es decir, televisión, radio y prensa) a los medios digitales.

Sapin 2 introdujo una prohibición respecto a la publicidad digital de ciertos productos de inversión, como las OB, dirigida a los inversores franceses.

Además, en noviembre de 2017 la Autorité des marchés financiers (AMF) publicó un documento de preguntas y respuestas para clarificar el alcance de dicha prohibición. El regulador confirmó que la prohibición se debía aplicar a la publicidad digital (*banners*, ventanas emergentes, correos electrónicos, anuncios de motores de búsqueda, seminarios web, aprendizaje, anuncios en redes sociales, *remarketing*, etc.) de productos que implican un riesgo de pérdidas que son más altas que la suma inicialmente invertida.

La prohibición incluye todo tipo de OB pero no abarca todos los tipos de CFD. Los CFD que tienen protección al consumidor, es decir, que garantizan que la pérdida no puede exceder la suma invertida, pueden ser anunciados. En tales casos, el anuncio debe indicar explícitamente la presencia de dicha protección y esbozar los riesgos asociados a este tipo de inversión.

El decreto citado también introduce una prohibición de la actividad de patrocinio o mecenazgo cuando su objeto o efecto sea publicitario, directo o indirecto, a favor de servicios de inversión relacionados con dichos contratos financieros<sup>5</sup>. Además incluye un periodo transitorio de un año para ajustarse a dicha prohibición<sup>6</sup>.

### 2.3.2 Holanda

En 2017 se aprobó la introducción de un nuevo artículo 56 bis en el Decreto de Supervisión de la Conducta del Mercado, con el objetivo de incluir la prohibición de publicitar ciertos productos financieros.

Esta prohibición supuso que las instituciones financieras ya no pueden promover la adquisición de OB, convertibles contingentes emitidos por bancos (CoCo), CFD, productos derivados especiales conocidos como *turbos*, futuros y préstamos de día de pago (*flitskredieten*). Se aplica a todos los anuncios *online* y tradicionales dirigidos a inversores minoristas en Holanda.

La Ley de Supervisión Financiera (*Wet op het financieel toezicht*) de los Países Bajos define un *anuncio*<sup>7</sup> como cualquier forma de suministro de información que recomienda un servicio o producto financiero específico.

### 2.3.3 Bélgica

El Real Decreto de 21 de julio de 2016 aprobó una modificación del Reglamento de la Financial Services and Markets Authority (FSMA), el supervisor belga de valores y servicios de inversión, en relación con la distribución de derivados OTC y otros productos complejos. Este reglamento prohibió la *distribución* de productos como CFD y OB a los consumidores en Bélgica.

Por *distribución* se entiende «presentar el producto, de cualquier manera, con el fin de animar al cliente o cliente potencial a comprar, suscribirse, adherirse, aceptar o registrarse o abrir el producto en cuestión». La FSMA publicó un documento de preguntas y respuestas con el fin de clarificar el alcance la prohibición<sup>8</sup>.

### 2.3.4 Reino Unido

En el caso del Reino Unido, la Advertising Standards Authority (ASA) realiza un seguimiento de los anuncios relacionados con la comercialización de CFD y, en

---

5 Artículo 77 Decreto Sapin 2: «Toute opération de parrainage ou de mécénat est interdite lorsqu'elle a pour objet ou pour effet la publicité, directe ou indirecte, en faveur de services d'investissement portant sur les contrats financiers définis à l'article L. 533-12-7 du code monétaire et financier».

6 «L'exécution des contrats en cours au 1er juillet 2016 relatifs à toute opération mentionnée au premier alinéa de l'article L. 222-16-2 du code de la consommation est poursuivie jusqu'au 30 juin 2017 au plus tard».

7 Si un anuncio se dirige a inversores minoristas en los Países Bajos, debe determinarse de acuerdo con los criterios desarrollados por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en los asuntos Pammer y Alpenhof.

8 <https://www.fsma.be/en/faq/fsma-regulation-governing-distribution-certain-derivative-financial-instruments-binary-options-0>

algunos casos, ha advertido sobre el contenido de determinados anuncios asociados a la comercialización de estos productos entre colectivos especialmente vulnerables, como los estudiantes.

### 2.3.5 Otras compañías o instituciones relevantes

Compañías tecnológicas de primer nivel como Google<sup>9</sup> o Facebook<sup>10</sup> han prohibido o limitado los anuncios relacionados con la comercialización de CFD y otros productos complejos en sus plataformas o páginas web. En ambos casos se ha incluido esta prohibición en su *Financial Services Policy*, indicando que dichos productos eran complejos y difíciles de comprender, así como que existe regulación nacional o local al respecto.

En el caso de Google, se han prohibido los anuncios de opciones binarias y productos similares, además de los relativos a criptomonedas y contenido relacionado (por ejemplo, ofertas iniciales de criptomonedas). Los anunciantes que ofrecen CFD, por su parte, tienen que contar con una certificación de Google, que solo está disponible en ciertos países. Para ser certificados por Google, los anunciantes tienen que estar autorizados por la autoridad financiera competente en el país o países a los que se dirigen, asegurar que los anuncios cumplen con las políticas de anuncios de Google y observar todos los requisitos legales relevantes<sup>11</sup>.

Por su parte, Facebook incluye las opciones binarias y la negociación de CFD en su lista de productos y servicios financieros prohibidos, por lo que no permite anuncios promocionando estos productos.

## 3 Análisis de la situación en España. Publicidad de productos financieros complejos mediante patrocinio de equipos de fútbol

En los últimos años se ha observado un aumento considerable de los patrocinios de clubes de fútbol y jugadores de primer nivel por parte de empresas de servicios o plataformas electrónicas cuyos productos más comercializados son *forex*, CFD, OB o criptomonedas.

A continuación se detalla un listado con la publicidad de las equipaciones de los clubes de fútbol de la Liga de Fútbol Profesional.

---

9 <https://support.google.com/adspolicy/answer/7648803?hl=en>

10 <https://en-gb.facebook.com/business/news/updating-our-ad-policies-for-financial-services-and-products>

11 Google permite anuncios promocionando productos financieros especulativos complejos dirigidos a Alemania, Austria, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Grecia, Hungría, Irlanda, Islandia, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, República Checa, Rumanía, Suecia o Reino Unido, siempre que el proveedor de estos productos esté autorizado en el Espacio Económico Europeo por una autoridad nacional competente. Se deben cumplir, asimismo, otros requisitos legales locales, incluidos los límites de apalancamiento y las advertencias de riesgo.

- Eibar: Avia (red de gasolineras)
- Athletic: Kutxabank (entidad bancaria)
- Atlético Madrid: Plus500 (empresa de servicios de inversión)
- Barça: Rakuten (tienda de productos *online*)
- Real Madrid: Fly Emirates (línea aérea)
- Valencia: Bwin (apuestas *online*)
- Alavés: Betway (apuestas *online*)
- Celta: Estrella Galicia (sector alimenticio)
- Espanyol: Riviera Maya (promoción turística)
- Getafe: Tecnocasa (sector inmobiliario)
- Leganés: Betway (apuestas *online*)
- Levante: Betway (apuestas *online*)
- Sevilla: Marathonbet (apuestas *online*)
- Valladolid: Cuatro Rayas (sector alimenticio)
- Villarreal: Pamesa (sector cerámico)
- Mallorca: Betpoint (apuestas *online*)
- Osasuna: Kirolbet (apuestas *online*)
- Betis: Easy Markets (empresa de servicios de inversión)

En la temporada 2019/2020 de la Liga Santander española, hay dos equipos que incluyen publicidad de este tipo de empresas en sus camisetas. En el resto de las principales ligas europeas, no hay ningún club de fútbol que incluya anuncios de este tipo de entidades en sus equipaciones.

También es destacable que 7 de los 18 equipos de la Liga Santander española incluyen publicidad de firmas de apuestas *online* en sus equipaciones, por lo que este tipo de actividad es el que más frecuentemente se publicita en las equipaciones deportivas de los equipos de la liga española, tal y como sucede en la Premier League inglesa.

### Comparativa equipación deportiva con otras ligas europeas (temporada 2019/2020)

CUADRO 1

	Apuestas <i>online</i>	Empresa de servicios de inversión	Otros
Liga española	7	2	11
Premier League	10	0	10
Ligue1	0	0	18
Bundesliga	0	0	20
Serie A	0	0	20

Fuente: elaboración propia.

Se incluye en el anexo III el detalle de los equipos de las principales ligas europeas y el tipo de patrocinio.

### 3.1 Patrocinio y publicidad en clubes de fútbol: tipo de empresas

Se ha llevado a cabo un análisis de las empresas de servicios de inversión que ejercen de patrocinadores de clubes de fútbol españoles y las actividades publicitarias que realizan.

- i) **Easy Forex Trading Limited** es una empresa de servicios de inversión aprobada por la autoridad de competente de Chipre (CySEC – Lic.: 079/07) que ofrece servicios en los principales países europeos, así como en Omán, Qatar, Sudáfrica y Emiratos Árabes Unidos.

Easy Markets opera con CFD, *forex*, materias primas, acciones, índices y criptomonedas y permite acceder a más de 200 mercados.

- ii) **Libertex (Indication Investments Ltd.)** es una empresa de servicios de inversión aprobada por la CySEC (Lic.: 164/12) que opera en 27 países y posee cerca de 2,2 millones de clientes en todo el mundo.

Gestiona dos plataformas on line: Libertex (destinado a clientes minoristas) y Metatrader (dirigida a profesionales), y opera en CFD, *forex*, materias primas, acciones, índices y criptomonedas.

- iii) **Plus500 CY Ltd.** es una empresa de servicios de inversión aprobada por la CySEC (Lic.: 250/14) y que cotiza en la bolsa de Londres.

Plus500 es un proveedor de CFD, acciones, productos *forex*, materias primas, criptomonedas, *Exchange Traded Funds* (ETF), opciones e índices.

- iv) **Exness Cy (Ltd.)** es una empresa de servicios de inversión aprobada por la CySEC (Lic.: 178/12) y opera con CFD, *forex*, materias primas, acciones, índices y criptomonedas.

Esta empresa está también autorizada por la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido y la Financial Services Authority (FSA) de las Seychelles.

- v) **Ever FX** es una empresa de servicios de inversión aprobada por la CySEC (Lic.: HE388419) y opera con CFD, *forex*, materias primas, acciones, índices y criptomonedas.

### 3.2 Tipo de publicidad y equipos de fútbol destacados

La actividad de patrocinio de los clubes no se limita a incluir el nombre de la empresa en la equipación de los equipos de fútbol. También se traduce en la inclusión de menciones destacadas en las web de los equipos de fútbol o se cuenta con la participación de los jugadores en eventos publicitarios y de marketing organizados por esas empresas. Además, normalmente se ofrecen descuentos especiales a los socios de los clubes de fútbol a los que patrocinan.

En la temporada 2019/2020 de la Liga Santander española, hay seis equipos patrocinados por empresas que comercializan productos financieros complejos, de los cuales dos lucen publicidad en su equipación:

- i) **Atlético de Madrid - Plus500<sup>12</sup>**: Uno de sus principales patrocinadores es Plus500 y su patrocinio incluye la publicidad en la equipación.

La web de Plus500 incluye imágenes de jugadores del Atlético de Madrid. En la web del equipo hay publicidad de Plus500.

- ii) **Real Betis Balompié - Easy Markets<sup>13</sup>**: Uno de sus principales patrocinadores es Easy Markets y su patrocinio incluye la publicidad en la equipación.

El equipo participa, además, en actos públicos organizados por el patrocinador y se ofrecen descuentos a los aficionados por operar a través de Easy Markets.

- iii) **Valencia y Getafe - Libertex<sup>14</sup>**: Su principal patrocinador es Libertex, aunque no incluyen publicidad en sus camisetas.

El equipo participa, además, en actos públicos organizados por el patrocinador y se ofrecen descuentos a los aficionados por operar a través de Libertex. Esta empresa incluye el escudo del Valencia en un lugar preeminente de su web.

- iv) **Real Madrid - Exness<sup>15</sup>**: Su patrocinador es Exness, aunque no incluyen publicidad en sus camisetas.

El equipo participa, además, en actos públicos organizados por el patrocinador y se ofrecen descuentos a los aficionados por operar a través de Libertex.

- v) **Sevilla - Ever FX<sup>16</sup>**: Su patrocinador es Ever FX, aunque no incluyen publicidad en sus camisetas.

#### Patrocinadores que comercializan productos financieros complejos (temporada 2019/2020)

CUADRO 2

Equipo	Patrocinador	Publicidad en la equipación
Atlético de Madrid	Plus500	✓
Real Betis Balompié	Easy Markets	✓
Valencia	Libertex	✗
Getafe	Libertex	✗
Real Madrid	Exness	✗
Sevilla	Ever FX	✗

Fuente: elaboración propia.

12 <https://www.plus500.es/>

13 <https://www.easymarkets.com/eu/es-es/>

14 <https://libertex.com/es>

15 <https://www.exness.uk/>

16 <https://everfxglobal.com/legal-documents>

## 4 Actuaciones

La CNMV ha llevado a cabo múltiples actuaciones en relación con la comercialización, distribución o venta de CFD y OB entre los inversores minoristas, entre las que destacan la publicación de advertencias y fichas explicativas de los riesgos asociados y la reciente restricción o prohibición de la CNMV de la comercialización, distribución o venta de este tipo de productos financieros entre inversores minoristas. Las medidas adoptadas están en línea con las aprobadas por otras autoridades relevantes europeas. Adicionalmente, la CNMV ha realizado y está realizando distintas actuaciones y promoviendo en el seno de ESMA iniciativas dirigidas a reforzar el grado de supervisión de las entidades que ofrecen este tipo de productos en España desde otro Estado miembro en régimen de libre prestación de servicios.

Sin perjuicio de que algunas de dichas actuaciones e iniciativas se refieran a la publicidad, esta, sin embargo, está sujeta a las reglas generales, sin que existan en España restricciones específicas como las que sí se aplican en algunos países europeos y que se refieren a productos especialmente complejos, entre los que en todos los casos se incluyen las OB y los CFD.

A resultas de ello, en España existe abundante publicidad directa o indirecta de este tipo de productos a través de una gran diversidad de canales, incluida la basada en el patrocinio de equipos de fútbol españoles de primera división por parte de entidades cuya principal actividad es la comercialización de CFD y OB, patrocinio que se concreta mediante la inserción del nombre o logo de la entidad en sus equipaciones deportivas, en publicidad en sus páginas web o en eventos publicitarios de diverso tipo.

La actividad de patrocinio de clubes de fútbol que incluye publicidad en las equipaciones deportivas no se observa en el resto de ligas europeas relevantes. Respecto al resto de actividades de patrocinio, solo se produce en algunos equipos de la Premier League y en un equipo de la liga italiana. Se incluye en el anexo III el detalle de los patrocinios de empresas de servicios de inversión que comercializan OB y CFD de los equipos de las principales ligas europeas.

Este tipo de productos no es apropiado para los inversores minoristas en general, dada su complejidad y sus riesgos, hasta el punto de que la CNMV —como la mayor parte de supervisores europeos— ha decidido establecer limitaciones y prohibir la comercialización de OB y de CFD a los inversores de este tipo que no cumplan ciertos requisitos y limitaciones, con rigurosas exigencias de información al cliente. Por tanto, deberían introducirse restricciones específicas a su publicidad, en línea con lo que ya han hecho otros países europeos.

Entre las restricciones que deberían establecerse estaría justificada la de la publicidad, tanto directa como indirecta, mediante fórmulas de patrocinio o colaboración con clubes de fútbol, que por definición representan un cauce publicitario dirigido indiscriminadamente al público en general —incluido el juvenil—.

El establecimiento de tales restricciones requiere determinar el tipo de disposición que debería aprobarse y, en particular, decidir si se precisa una norma con rango de

ley<sup>17</sup> (sería necesario analizar en qué medida, provisional o permanente, podrían utilizarse habilitaciones actualmente existentes en la Ley del Mercado de Valores o en MiFIR<sup>18</sup>), así como elaborar una propuesta concreta sobre el alcance de la prohibición. Asimismo, sería necesario establecer un régimen transitorio para los contratos existentes. Está previsto incluir esta cuestión como uno de los objetivos específicos del *Plan de actividades* para 2020 de la CNMV.

Sin perjuicio de los trabajos relativos a tal propuesta, podrían adoptarse iniciativas dirigidas a sensibilizar a los clubes y a la sociedad en general sobre el problema. Una de ellas podría ser remitir una carta a la Liga de Fútbol Profesional, en la que se recuerden las restricciones vigentes en este momento sobre la distribución de OB y CFD y se traslade la preocupación de la CNMV sobre la utilización de los clubes de fútbol como cauce publicitario para este tipo de productos.

---

17 A este respecto, es interesante destacar la posibilidad, de la que se han hecho eco últimamente diversos medios de comunicación, de una próxima introducción de restricciones adicionales a la publicidad del juego, también habitual en España en buena medida a través de eventos y equipos de fútbol.

18 Artículo 42 del Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012, referido a las medidas de intervención de productos que pueden adoptar las autoridades competentes de los Estados miembros.

## Detalle de las actuaciones adoptadas por las principales autoridades competentes

ANEXO I

	Advertencias	Restricción/ Prohibición comercialización	Prohibición publicidad
<b>ESMA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Warning on CFD (28/02/13).</li> <li>Q&amp;As on ESMA's temporary product intervention measures on the marketing, distribution or sale of CFDs and binary options to retail clients.</li> <li>Statement of ESMA on the application of product intervention measures under Articles 40 and 42 of Regulation (EU) No. 600/2014 (MiFIR) by CFD providers (12/07/19).</li> </ul>	ESMA Decision (EU) 2018/796, of 22 May 2018, to temporarily restrict contracts for differences in the Union in accordance with Article 40 of Regulation (EU) No. 600/2014 of the European Parliament and of the Council (renewed three times).	–
<b>España</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ficha explicativa sobre los CFD.</li> <li>Medidas en relación con la comercialización de CFD y otros productos especulativos (21/03/17).</li> </ul>	Resolución de 27 de junio de 2019 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias.	–
<b>Francia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Multiple warnings in 2017, 2018 y 2019.</li> <li>Public warning against the activities of unauthorised websites offering binary options trading (25/06/19).</li> </ul>	Product intervention measures relating to contracts for differences and binary options (as from 1 August 2019).	Decreto n.º 2017-159, de 9 de febrero de 2017, sobre servicios de publicidad digital (Sapin 2).
<b>Holanda</b>	Multiple warnings starting in 2015 <sup>19</sup> .	Product intervention measures relating to contracts for differences and binary options (as from 19 April 2019).	Consulta pública <sup>20</sup> sobre posible prohibición de publicidad. Introducción del artículo 56 bis en el Decreto de Supervisión de la Conducta del Mercado (desde 2017).
<b>Bélgica</b>	Warnings in 2017, 2018 and 2019.	Royal Decree of 21 July 2016. The distribution of certain financial derivatives among Belgian retail clients was restricted.	The Royal Decree includes a ban on a number of aggressive or inappropriate distribution techniques (cold calling via external call centers, inappropriate forms of remuneration, fictitious gifts or bonuses, etc.) used when distributing OTC derivatives to consumers.
<b>Italia</b>	Warning in 2017.	Product intervention measures relating to contracts for differences and binary options proposed by CONSOB (30 July 2019).	–
<b>Alemania</b>	Guidelines on additional payments obligation (29/11/2017).	BaFin issued a General Administrative Act that restricted the marketing, distribution and sale of CFDs (8/05/17). Product intervention measures relating to contracts for differences and binary options proposed by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht of Germany (2019).	–

<sup>19</sup> <https://www.afm.nl/en/nieuws/2011/dec/esma-waarschuwing-beleggers>

<sup>20</sup> <https://www.afm.nl/en/nieuws/2017/feb/consultatie-reclameverbod>

**Listado con las opiniones emitidas por ESMA en relación con  
las medidas adoptadas por las diferentes autoridades competentes**

ANEXO II

<b>Autoridad</b>	<b>Opinión ESMA</b>	<b>Autoridad</b>	<b>Opinión ESMA</b>
Reino Unido (OB)	2/04/19	Dinamarca (OB)	26/06/19
Polonia (OB)	2/04/19	Grecia (CFD y OB)	26/06/19
Países Bajos (CFD y OB)	2/04/19	Chipre (OB)	1/07/19
Austria (CFD y OB)	13/05/19	Malta (OB)	1/07/19
Finlandia (CFD y OB)	28/05/19	Suecia (CFD y OB)	2/07/19
Lituania (CFD y OB)	28/05/19	Francia (CFD y OB)	2/07/19
España (CFD y OB)	28/05/19	Reino Unido (CFD y OB)	2/07/19
Eslovaquia (OB)	11/06/19	República Checa (CFD)	17/07/19
Estonia (CFD y OB)	17/06/19	Bulgaria (CFD)	24/07/19
Italia (CFD y OB)	17/06/19	Dinamarca (CFD)	24/07/19
Irlanda (CFD y OB)	17/06/19	Croacia (CFD)	24/07/19
Luxemburgo (CFD y OB)	17/06/19	Hungría (CFD y OB)	24/07/19
Portugal (CFD y OB)	17/06/19	Alemania (CFD)	31/07/19
Alemania (OB)	26/06/19	Malta (CFD)	31/07/19
Letonia (CFD y OB)	26/06/19	Polonia (CFD)	31/07/19
Bulgaria (OB)	26/06/19	Eslovenia (CFD y OB)	27/08/19
		Chipre (CFD)	27/09/19

España				Premier League				Ligue 1				Bundesliga				Serie A			
Equipo	Equipación	Partner	Equipo	Equipo	Equipación	Partner	Equipo	Equipo	Equipación	Partner	Equipo	Equipo	Equipación	Partner	Equipo	Equipo	Equipación	Partner	Equipo
Barcelona	×	×	Liverpool	×	×	×	PSG	×	×	×	Borussia M.	×	×	×	Juventus	×	×	✓	
Real Madrid	×	✓	Leicester City	×	×	✓	Marseille	×	×	×	Leipzig	×	×	×	Inter de Milán	×	×	×	
Atlético Madrid	✓	✓	Chelsea	×	×	×	Angers	×	×	×	Bayern Múnich	×	×	×	Lazio	×	×	×	
Sevilla	×	✓	Manchester City	×	×	✓	Saint-Étienne	×	×	×	Freiburg	×	×	×	Cagliari	×	×	×	
Real Sociedad	×	×	Sheffield United	×	×	×	Lille	×	×	×	Hoffenheim	×	×	×	Atalanta	×	×	×	
Athletic	×	×	Arsenal	×	×	✓	Montpellier	×	×	×	B. Dortmund	×	×	×	Roma	×	×	×	
Getafe	×	✓	Manchester United	×	×	×	Bordeaux	×	×	×	FC Schalke 04	×	×	×	Nápoles	×	×	×	
Granada	×	×	Wolveshampton	×	×	×	Reims	×	×	×	Bayer Leverkusen	×	×	×	Parma	×	×	×	
Valencia	×	✓	Bournemouth	×	×	×	Nantes	×	×	×	Eintracht Frankfurt	×	×	×	Fiorentina	×	×	×	
Osasuna	×	×	Burnley	×	×	×	Rennes	×	×	×	Wolfsburgo	×	×	×	Verona	×	×	×	
Villarreal	×	×	Brighton	×	×	×	Monaco	×	×	×	FC Union Berlin	×	×	×	Torino	×	×	×	
Levante	×	×	Crystal Palace	×	×	✓	Brest	×	×	×	Hertha BSC	×	×	×	Udinese	×	×	×	
Real Valladolid	×	×	Newcastle United	×	×	×	Nice	×	×	×	Fortuna Düsseldorf	×	×	×	Sassuolo	×	×	×	
Alavés	×	×	Tottenham Hotspur	×	×	✓	Lyon	×	×	×	SV Werder Bremen	×	×	×	Milan	×	×	×	
Eibar	×	×	Everton	×	×	×	Amiens	×	×	×	FC Augsburg	×	×	×	Bologna	×	×	×	
Mallorca	×	×	West Ham United	×	×	✓	Strasbourg	×	×	×	FSV Mainz 05	×	×	×	Lecce	×	×	×	
Real Betis	✓	✓	Aston Villa	×	×	×	Metz	×	×	×	FC Köln	×	×	×	Genoa	×	×	×	
Celta Vigo	×	×	Watford	×	×	×	Dijon	×	×	×	SC Paderborn 07	×	×	×	Sampdoria	×	×	×	
Espanyol	×	×	Southampton	×	×	×	Toulouse	×	×	×				×	SPAL	×	×	×	
Leganés	×	×	Norwich City	×	×	×	Nîmes	×	×	×				×	Brescia	×	×	×	
<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	

## La financiación sostenible

Jesús González Redondo (\*)

(\*) Jesús González Redondo pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV. Las opiniones reflejadas en este artículo no reflejan necesariamente la postura de la CNMV.



# 1 Introducción a la financiación sostenible

La financiación sostenible agrupa todos los recursos, tanto públicos como privados, orientados a financiar proyectos o actividades que se enmarcan en el contexto de los Objetivos de Desarrollo Sostenible<sup>1</sup> (2015-2030), una iniciativa impulsada por la Organización de Naciones Unidas (ONU) y destinada a paliar la pobreza, proteger el planeta y garantizar la prosperidad. Esta iniciativa ha tenido unas repercusiones significativas en el sistema financiero en los últimos años debido a la puesta en práctica de diversos mecanismos de financiación orientados a la consecución de estos objetivos, así como a la implicación de múltiples agentes económicos en el proceso. En este contexto, la financiación sostenible<sup>2</sup> agrupa la deuda emitida por las instituciones públicas y las compañías privadas destinada a la financiación o refinanciación de proyectos verdes y socialmente responsables.

La financiación denominada *verde* tiene como principal característica la financiación de proyectos destinados fundamentalmente a energías alternativas, eficiencia medioambiental, gestión de residuos, transporte limpio y adaptación al cambio climático. En un entorno donde la sociedad y, por tanto, las empresas tienen cada vez más conciencia de la importancia de la protección del medio ambiente y la necesidad de que el desarrollo sea sostenible, los bonos verdes se han consolidado como una alternativa de financiación eficiente. Además, la base de inversores ha evolucionado y son muchos los que consideran que sus inversiones no solo han de basarse en criterios de rentabilidad, sino también de sostenibilidad y de beneficios sociales<sup>3</sup> (inversión socialmente responsable y que tiene en cuenta criterios ESG<sup>4</sup>).

Un paso más allá de la financiación verde lo constituyen los denominados *bonos sociales*, que son una variante de la anterior destinada a financiar proyectos como el desarrollo de planes sanitarios, de servicios sociales o de empleo. En este caso, la financiación que recibe el emisor —por lo general una entidad o institución pública— ha de estar dirigida única y exclusivamente a financiar proyectos o actividades de carácter social.

Los primeros pasos relacionados con la financiación sostenible, que parece una actividad relativamente reciente, se remontan al año 2007, cuando el Banco Europeo de Inversiones (BEI) lanzó por primera vez al mercado una emisión de bonos verdes para financiar proyectos medioambientales. Desde entonces numerosas instituciones, gobiernos, bancos y empresas privadas han acudido a los mercados de capitales para captar recursos bajo el formato de los denominados bonos verdes o *green bonds*, cuyo

---

1 Los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible incluyen desde la eliminación de la pobreza hasta el combate del cambio climático, la educación, la igualdad de la mujer, la defensa del medio ambiente o el diseño de las ciudades.

2 La financiación sostenible forma parte de las finanzas sostenibles. En este sentido la Comisión Europea define las finanzas sostenibles como la toma de decisiones de inversión teniendo en cuenta los factores medioambientales y sociales, lo que lleva a una mayor inversión en actividades sostenibles y de más largo plazo.

3 Cada vez existen más fondos, sobre todo de origen escandinavo, holandés y francés, con políticas de inversión socialmente responsable, que solo invierten en este tipo de deuda.

4 La inversión socialmente responsable y que tiene en cuenta criterios ESG (*Environmental, Social and Governance*) es un modelo de gestión de inversiones que tiene en cuenta criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno corporativo a la hora de adoptar sus decisiones de inversión.

mercado alcanzó en 2018 un importe cercano a 150.000 millones de euros y cuyas estimaciones para 2019 apuntan a cifras superiores a los 220.000 millones de euros.

Este artículo comprende una descripción de las características más importantes de los bonos verdes y de los bonos sociales, incidiendo en los principios que deben cumplir para ser considerados como tales. En la actualidad no hay un marco regulatorio específico de la Unión Europea que defina estos bonos, por lo que su descripción se basa en los estándares establecidos por la Asociación Internacional de Mercados de Capitales (ICMA), que es la entidad privada más representativa a estos efectos. Esta descripción incluye la evolución de las emisiones realizadas en los últimos años, prestando una atención especial al mercado español. También se abordan las características de otras modalidades de financiación sostenible, como son los préstamos verdes y sostenibles y, finalmente, se expone la aproximación que se está realizando en la Unión Europea en esta parcela, donde la Comisión Europea presentó en marzo de 2018 un plan de acción para potenciar el papel de las finanzas sostenibles en la zona.

## 2 Los bonos verdes

Los bonos verdes son básicamente un instrumento de deuda como cualquier otro bono tradicional, que puede ser emitido tanto por instituciones públicas como por bancos o empresas privadas. La característica diferencial de los primeros respecto a los segundos es que los fondos obtenidos se destinan específicamente a la financiación o refinanciación de proyectos de carácter verde y no a cualquier otra necesidad financiera de la institución o la empresa. Luego, por tanto, estos proyectos han de ser sostenibles y socialmente responsables e incluyen las siguientes categorías<sup>5</sup>:

- Energías renovables (incluida la producción, la transmisión, las aplicaciones y los productos).
- Eficiencia energética (edificios nuevos y reformados, almacenamiento de energía, redes...).
- Prevención y control de la contaminación (reducción de emisiones, control de gases de efecto invernadero, reciclaje y reducción de residuos, tratamiento de aguas residuales...).
- Gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra (agricultura y cría de animales sostenibles, actividad forestal sostenible, conservación y restauración de paisajes naturales).
- Conservación de la biodiversidad terrestre y acuática.
- Transporte limpio (transporte eléctrico, público, infraestructuras, vehículos alimentados por energías limpias y reducción de emisiones).
- Gestión sostenible del agua y de las aguas residuales.
- Adaptación al cambio climático.
- Productos adaptados a la economía ecológica o circular, tecnologías y procesos de producción.

---

5 Según los Principios de los Bonos Verdes (*Green Bond Principles*) establecidos por ICMA, que fueron publicados en marzo de 2014 y que han tendido actualizaciones posteriores, la última de junio de 2018.

- Edificios ecológicos que cumplan con las normas o certificaciones reconocidas a nivel regional, nacional o internacional.

La consideración de un bono como verde implica que es necesario certificar el uso de los fondos del proyecto, además de verificar y auditar el mismo para constatar que los fondos se han empleado en dicho proyecto y que este cumple las características para ser considerado *verde*. Asimismo, aunque no es una condición indispensable, sí es deseable que la emisión sea conforme a los Principios de los Bonos Verdes (*Green Bond Principles*, GBP) de ICMA.

Los GBP hacen referencia a la transparencia informativa, la exactitud y la integridad en los procedimientos de certificación y auditoría. Además, es deseable que el emisor de los bonos elabore y publique informes periódicos relativos al uso de los fondos, para que los inversores puedan conocer con exactitud el desarrollo de los proyectos. El objetivo de estos principios es aportar transparencia, facilitando a los inversores la información necesaria para que aumenten su asignación de capital a proyectos de carácter verde, lo que favorece e incentiva la transición de los emisores hacia un modelo de negocio más sostenible ambientalmente mediante el desarrollo de proyectos específicos de este tipo.

Con este objetivo, los GBP se fundamentan en cuatro componentes:

- Uso de los fondos:** los fondos han de estar destinados a proyectos verdes, que deberán describirse adecuadamente y ofrecer beneficios ambientales claros que puedan ser evaluados y, cuando sea factible, cuantificados por el emisor.
- Evaluación y selección de proyectos:** los emisores deberán comunicar de forma clara a los inversores cuáles son los objetivos de sostenibilidad medioambiental; el proceso elegido para que el prestatario determine cómo encajan sus proyectos en las categorías de proyectos verdes existentes; y los criterios de elegibilidad relacionados, incluidos, si corresponde, criterios de exclusión o cualquier otro proceso aplicado para identificar y administrar riesgos ambientales potencialmente materiales asociados con los proyectos propuestos.
- Gestión de los fondos:** el importe de los fondos obtenidos por un bono verde deberá abonarse en una cuenta específica y poder monitorizarse adecuadamente, de forma que se mantenga la transparencia respecto a su uso.
- Publicación de informes:** los emisores deben mantener y tener disponible la información actualizada sobre el uso de los fondos, que habrá de renovarse anualmente hasta su asignación total y cada cierto tiempo, si fuese necesario por producirse un hecho relevante. Asimismo, el informe anual debería incluir una lista de proyectos a los que se han asignado los fondos del bono verde, así como una descripción de estos, las cantidades asignadas y el impacto esperado.

Además, los GBP recomiendan también el uso de auditores externos que certifiquen o verifiquen el cumplimiento de las operaciones y den transparencia al uso adecuado de los fondos conforme al destino de carácter medioambiental o sostenible para el que se solicitaron.

Con ese último objetivo, los auditores realizan evaluaciones externas para confirmar que las emisiones están alineadas con los GBP<sup>6</sup> y que cumplen con los estándares de los bonos verdes. Las formas más habituales de evaluación externa son:

- **Certificación:** confirmación de que un bono cumple con los GBP.
- **Opinión de un tercero:** valoración del marco de referencia del emisor del bono verde, confirmando el cumplimiento de los GBP.
- **Rating de bono verde:** evaluación de la metodología respecto a un tercero, que considera los aspectos medioambientales de la emisión (separados de los *ratings* de crédito).
- **Verificación:** verificación por parte de un tercero, que confirma que los activos cumplen con los criterios medioambientales y del sector.

Por otro lado, los bonos verdes cumplen con los criterios establecidos en el Acuerdo de París contra el cambio climático de diciembre de 2015. Así, los emisores pueden certificar sus emisiones conforme al estándar de *Climate Bond Standard*, que confirma que el bono está alineado con los Acuerdos de París. Un auditor reconocido e independiente valorará que el activo cumple con los *Climate Bond Standards* y los específicos del sector para otorgar la certificación, que deberá renovarse con carácter anual.

### 3 Los bonos sociales

Los bonos sociales, al igual que los bonos verdes, son cualquier tipo de bono donde los fondos obtenidos se destinan por completo a financiar o refinanciar, total o parcialmente, proyectos que generen resultados sociales positivos, que pueden ser de nueva creación o encontrarse ya en marcha. Los proyectos sociales han de abordar o mitigar un problema social concreto y obtener beneficios para determinados grupos de población<sup>7</sup>. Así, tendrían la consideración de proyectos sociales aquellos que busquen promover o proporcionar entre otras cosas:

- Una infraestructura básica asequible (como el agua potable, alcantarillado, saneamiento y transporte).
- Acceso de la población a servicios esenciales (como la salud, asistencia sanitaria, educación, formación profesional, financiación y servicios financieros).
- Vivienda asequible.
- Generación de empleo a través de potenciar la financiación de las pequeñas y medianas empresas.
- Seguridad alimenticia.
- Fortalecimiento y avance socioeconómico.

---

6 También incluyen los GLP, que son aplicables a los préstamos verdes.

7 Entre los que se incluyen: aquellos que viven por debajo del umbral de la pobreza, los excluidos o marginados; grupos vulnerables (incluidos los resultantes de un desastre natural); discapacitados; inmigrantes y desplazados; desempleados; personas con escasa educación y colectivos desatendidos.

Asimismo, los bonos sociales han de estar alineados con los cuatro componentes de los Principios de los Bonos Sociales<sup>8</sup> (*Social Bond Principles*, SBP), que, al igual que los GBP, son una guía de procedimiento voluntaria que recomienda la transparencia y divulgación de la información, a la vez que promueven la integridad en el desarrollo del mercado de bonos sociales.

Por otro lado, los bonos que combinan proyectos sociales y de carácter medioambiental se denominan sostenibles. Los fondos obtenidos habrán de destinarse, por tanto, a financiar o refinanciar exclusivamente una combinación de proyectos verdes y de carácter social, por lo que los bonos sostenibles deberán estar alineados tanto con los cuatro componentes de los GBP como con los de los SBP. La clasificación del uso de los fondos de los bonos verdes, bonos sociales y bonos sostenibles ha de determinarla el emisor del bono con base en los objetivos primarios de sus proyectos subyacentes.

## 4 Ventajas e inconvenientes para los emisores e inversores en bonos verdes y sostenibles

Cada vez son más las instituciones y empresas que emiten este tipo de bonos o lo están considerando, debido a que, además de permitirles captar financiación para los proyectos en cuestión, la demanda y el interés de los inversores por este tipo de productos no para de crecer. De hecho, cada vez existen más inversores y entidades gestoras de inversiones centrados únicamente en las compras de activos con criterios de inversión medioambientales y sostenibles, entre los que destacan las gestoras de Escandinavia, Alemania, Austria y los Países Bajos. Asimismo, numerosos inversores institucionales priman la inversión en este tipo de bonos frente a los tradicionales.

Los principales factores que favorecen el desarrollo de los mercados de bonos de este tipo son:

- Establecimiento de unos estándares claros sobre lo que es un bono verde y cuáles son sus características.
- Desarrollo de un marco regulatorio conciso y estable para los bonos verdes.
- Establecimiento de incentivos regulatorios para los emisores, así como de carácter fiscal tanto para emisores como para inversores.
- Establecimiento de estándares respecto al formato de la documentación y el reporte de la actividad.
- Diversidad de emisores pertenecientes a distintos sectores, así como sectores diferentes en el uso de los fondos, lo que permite a los inversores diversificar sus inversiones.
- Políticas económicas de los Gobiernos de los distintos países orientadas hacia la transición a una economía sostenible.

---

8 Los principios de los bonos sociales que publicó ICMA en 2017 tienen cuatro componentes principales: el uso de los fondos, el proceso de evaluación y selección de proyectos, la gestión de los fondos y la publicación de informes sobre el uso de los fondos.

- Sensibilización y educación de los inversores.
- Demanda e interés de los inversores por este tipo de activos y por la inversión responsable.
- Mejora de la reputación e imagen corporativa de las compañías.

En el lado contrario, los principales inconvenientes para el desarrollo del mercado son:

- Ausencia de estandarización de las emisiones y de sus características.
- Blanqueo ecológico, escasez de transparencia y de *reporting*.
- Escasez de emisores y gran concentración de los existentes en la actualidad en unos pocos sectores (principalmente en el de la energía).
- Ausencia de incentivos a la inversión en bonos verdes respecto a los bonos tradicionales.
- Mayores costes de estructuración que un bono normal, por los costes añadidos de auditorías y certificaciones.
- Ausencia de conocimientos sobre los beneficios de estos bonos por parte de los inversores.
- Dificultad de los emisores para agregar suficientes proyectos verdes para alcanzar un volumen suficiente y poder emitir el bono.
- Temor de los emisores a acusaciones de blanqueo ecológico que puedan dañar su reputación corporativa.
- Dificultad de los inversores para seguir la trazabilidad del uso final de los fondos.

## 5 Tipos de bonos sostenibles y mercados secundarios

En la actualidad existen varios tipos de bonos sostenibles (bien por su carácter de bonos verdes o sociales o bien por la combinación de ambos), que han ido en aumento a medida que el mercado ha ido creciendo y sus características han incorporado nuevos atributos. Los principales tipos son:

- **Bono estándar con uso verde o social de los fondos (*standard use of proceeds bond*):** implica una obligación de deuda estándar con recurso al emisor.
- **Bono verde o social de renta fija (*revenue bond*):** constituye una obligación de deuda sin recurso al emisor en el que la exposición crediticia del bono es a los flujos de caja obtenidos por un proyecto o conjunto de proyectos, que actúan como garantía del bono. El uso de los fondos se destina a proyectos verdes o sociales, que pueden estar relacionados o no entre sí.
- **Bono de proyecto (*project bond*):** se trata de un bono para uno o múltiples proyectos verdes o de carácter social en los cuales los inversores tienen exposición directa al riesgo de los proyectos, con o sin potencial recurso al emisor.
- **Bono titulado (*securitised bond*):** se trata de un bono garantizado por los flujos de caja generados por uno o más proyectos específicos, incluidos, con

carácter meramente enunciativo, los bonos de tipo ABS<sup>9</sup>, MBS<sup>10</sup> u otras estructuras. La primera fuente de amortización del bono suelen ser los flujos de caja generados por los proyectos.

- **Bono con colateral (*covered bond*):** consiste en un bono para uno o múltiples proyectos con recurso al emisor, que además está garantizado por los activos de uno o más proyectos específicos.

Todos los diferentes tipos de bonos anteriores van a estar alineados con los GBP o los SBP en función del tipo de proyecto al que se destinen los recursos captados. Asimismo, al tratarse de un mercado en desarrollo y con un importante crecimiento, es posible que puedan surgir nuevos tipos de instrumentos de carácter sostenible, como el papel comercial, notas estructuradas, bonos convertibles u otro tipo de deuda (*schuldschein*, etc.) a medida que el mercado siga creciendo y se vaya sofisticando.

## 6 Evolución del mercado de los bonos sostenibles

Desde el lanzamiento en 2007 de los primeros bonos verdes, este tipo de activo ha permitido financiar numerosos proyectos sostenibles, entre los que destacan, a modo de ejemplo, la ampliación de la red eléctrica en Perú con energía solar, el tranvía eléctrico de París, la instalación de sistemas de riego eficientes en Túnez o proyectos de carácter sanitario o social en la Comunidad de Madrid<sup>11</sup>.

Aunque en un principio fueron emitidos por bancos y empresas, posteriormente han sido muchas las instituciones públicas y gobiernos que han incorporado este tipo de activos entre sus fuentes de financiación. El primer Estado en emitir bonos verdes fue Polonia<sup>12</sup>, al que más adelante se sumó Francia y actualmente son muchos los gobiernos o instituciones públicas que han emitido este tipo de deuda. En España, el Tesoro no ha realizado todavía ninguna emisión de estas características<sup>13</sup>, pero las comunidades autónomas han realizado varias, destacando la Comunidad de Madrid<sup>14</sup>, que fue la primera entidad pública que realizó una emisión de deuda de carácter sostenible.

---

9 *Asset-Backed Securities*.

10 *Mortgage-Backed Securities*.

11 La Comunidad de Madrid financió en 2017 y 2018 proyectos sociales y sostenibles por valor total de 940 y 1.529 millones de euros, respectivamente, mediante bonos sociales (700 y 1.150 millones, respectivamente) y préstamos sostenibles (240 y 379 millones, respectivamente).

12 El Estado polaco realizó su primera emisión de bonos verdes en diciembre de 2016, adjudicando deuda por un importe de 750 millones de euros a un plazo de 5 años. Posteriormente, el Tesoro de Francia realizó la suya en enero de 2017.

13 Según recoge la prensa de fuentes del Ministerio de Economía, el Tesoro está trabajando en los desarrollos técnicos necesarios para emitir bonos verdes y su intención es realizar la primera emisión de este tipo a lo largo de 2020.

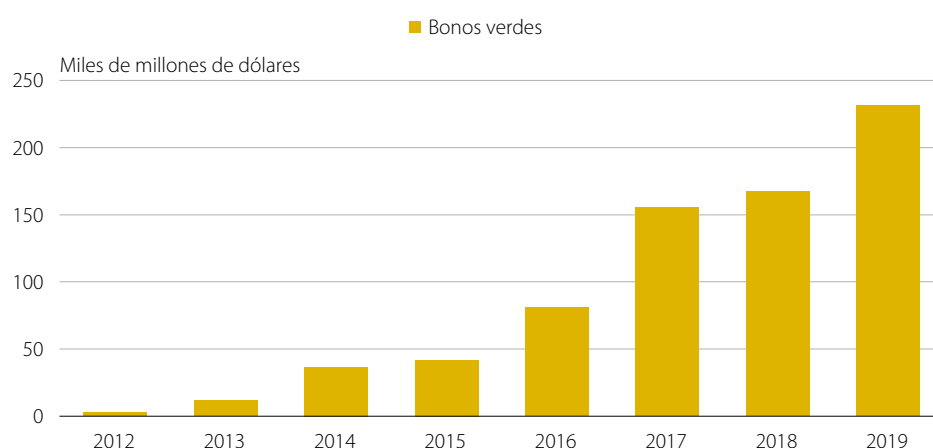
14 La Comunidad de Madrid emitió bonos sociales por primera vez en agosto de 2016, colocando deuda por un importe de 48 millones de euros a 15 años. En diciembre de 2019, acumula 5 emisiones de bonos sostenibles por un importe agregado superior a 3.000 millones de euros, así como varios préstamos de carácter sostenible.

En el caso de las empresas, aunque la mayor parte pertenecía a los sectores de la energía y el agua, cada vez son más las compañías de carácter industrial con proyectos de eficiencia energética, gestión sostenible de los recursos naturales y productos orientados a la economía ecológica que han emitido este tipo de bonos. Así, destacan algunos fabricantes de automóviles que han realizado emisiones de bonos verdes para captar recursos destinados a la financiación del desarrollo de vehículos eléctricos.

Los datos muestran que el despegue del mercado tuvo lugar realmente a partir de 2014, cuando se emitieron bonos verdes por un importe superior a 30.000 millones de euros y cuyo valor no ha parado de crecer desde entonces, hasta alcanzar su emisión valores máximos en Europa y en el mundo en lo que va de año (véanse gráficos 1 y 2). Según datos de la organización Climate Bonds Initiative, las emisiones de bonos verdes alcanzaron en 2018 un volumen agregado de 66.600 y 167.300 millones de dólares en Europa y en el mundo<sup>15</sup>, respectivamente, lo que supone un crecimiento del 15,5 % y 7,6 %, respectivamente, respecto al año anterior. En ese ejercicio se emitieron un total de 1.543 bonos diferentes de 320 emisores distintos pertenecientes a 44 países (8 más que en 2017), de los que 204 lo hacían por primera vez.

### Volúmenes emitidos de bonos verdes<sup>1</sup>

GRÁFICO 1



Fuente: Climate Bonds Initiative. Datos anuales.

<sup>1</sup> Datos del año 2019 hasta noviembre.

Asimismo, el tamaño del mercado de bonos de carácter sostenible es más amplio, debido a que al importe emitido en bonos verdes hay que añadirle los bonos sociales, los bonos sostenibles y aquellos bonos de carácter verde<sup>16</sup> que reúnen parcialmente las características de los bonos verdes, pero que no pueden considerarse como tales al no cumplir todos los GBP. Si se los considera en conjunto, las emisiones de deuda sostenible alcanzaron en 2018 un total de 226.200 millones de euros, lo que representa un crecimiento superior al 13 % respecto a 2017 (véase gráfico 3).

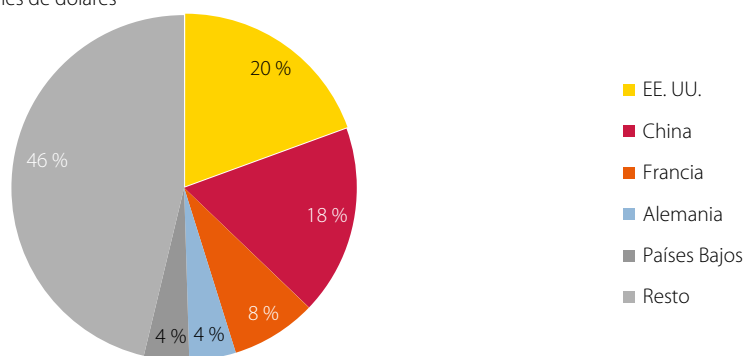
<sup>15</sup> No incluye el cómputo de las emisiones sostenibles en otras categorías, como las sociales.

<sup>16</sup> El importe emitido de este tipo de bonos alcanzó 55.000 millones de euros hasta noviembre de 2019.

## Volúmenes de bonos verdes emitidos por países. 2018

GRÁFICO 2

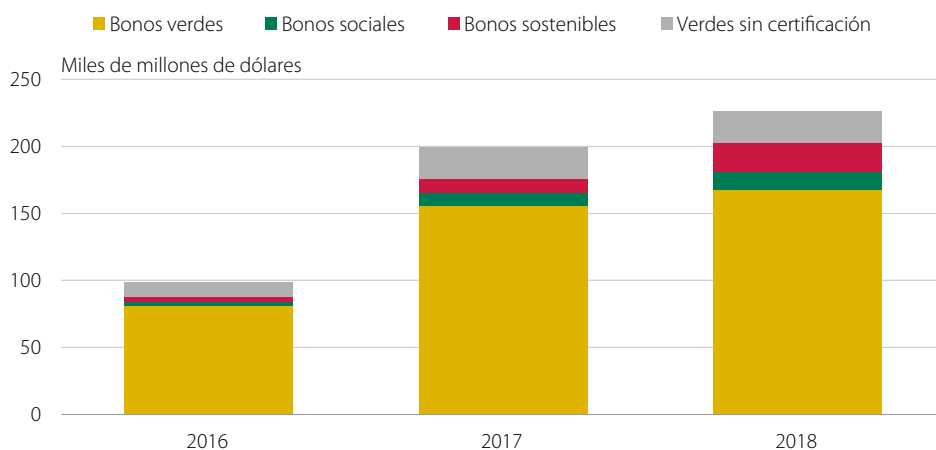
Miles de millones de dólares



Fuente: Climate Bonds Initiative. Datos anuales.

## Volúmenes de las emisiones de bonos de carácter sostenible

GRÁFICO 3



Fuente: Climate Bonds Initiative. Datos anuales.

Aunque la parte más significativa del mercado correspondió a los bonos verdes, el segmento de mayor crecimiento en 2018 fue el de los bonos sostenibles, cuya emisión alcanzó 21.000 millones de dólares, más del doble que en 2017. Asimismo, la emisión de bonos verdes realizada por Estados soberanos en el mismo periodo alcanzó el 10,5 % del total emitido, destacando las emisiones de Francia (14.800 millones de euros) y, en menor medida, de Bélgica (4.500 millones de euros<sup>17</sup>), Irlanda (3.000 millones de euros) y Polonia (1.000 millones de euros).

Por otro lado, el saldo de bonos sostenibles en circulación superó en 2019 un volumen de 500.000 millones de euros e incluye todo tipo de emisores. Entre ellos destacan grandes bancos (como BBVA y Credit Agricole) y grandes compañías industriales (como Iberdrola, Apple o Porsche), pero también gobiernos locales como el estado de Massachusetts y la ciudad de Gotemburgo (que realizaron las primeras

17 El Tesoro belga realizó una única emisión de bonos verdes por importe de 4.500 millones de euros, el récord del mercado por tamaño.

emisiones de este tipo en 2013) o, más recientemente, la región de Ontario y la provincia de La Rioja, en Argentina.

Las perspectivas para 2019 parecen indicar que las emisiones de bonos verdes alcanzarán los 250.000 millones de dólares y que el total del mercado de bonos sostenibles superará los 300.000 millones de dólares. El mercado se caracteriza por su dinamismo y evolución, aunque se observa una serie de tendencias que marcarán su comportamiento en los próximos ejercicios: la incorporación de nuevas emisiones de Estados soberanos<sup>18</sup>, que además se desplaza cada vez más hacia el sudeste asiático<sup>19</sup>; el creciente peso de los emisores financieros<sup>20</sup>, aunque las grandes compañías no financieras siguen liderando el mercado; el importante crecimiento de la inversión destinada a este tipo de activos<sup>21</sup>; y el lanzamiento de los bonos azules, destinados a proteger los fondos marinos y las economías basadas en los recursos marinos<sup>22</sup>.

## 6.1 El mercado de bonos sostenibles en España

Las primeras emisiones de bonos verdes en España tuvieron lugar en 2014 de la mano de las compañías Iberdrola y Abengoa. Desde entonces el mercado no ha parado de crecer, situándose el volumen emitido por encima de 5.000 millones de euros en los años 2017 y 2018<sup>23</sup>, con una especial relevancia de las emisiones de Iberdrola<sup>24</sup>, que lideró el mercado.

Las emisiones totales de bonos superaron los 6.000 millones de euros en 2019, que en gran parte se destinaron a financiar proyectos energéticos y, en menor medida, del sector transporte. Cada vez son más las instituciones o empresas que han emitido este tipo de bonos o lo están considerando. Entre ellas, entidades bancarias, grupos energéticos y entidades públicas, bien de modo directo o bien a través de empresas dependientes del Estado, destacando las emisiones de Telefónica, Iberdrola, Adif y el Instituto de Crédito Oficial.

Por otra parte, las emisiones de bonos sostenibles superaron los 2.000 millones de euros en 2018, lo que sitúa a España como el segundo emisor de bonos de este tipo a nivel global y el primero en el ámbito europeo. Por su parte, las emisiones de bonos sociales previstas para 2019 superarán los 1.500 millones de euros, lideradas por la Comunidad de Madrid.

---

18 Las emisiones de los Estados soberanos se caracterizan por su elevado tamaño, lo que aporta escala y liquidez al mercado.

19 Cada vez se incorporan más emisores localizados en esta área (Indonesia, Seychelles, Corea del Sur, Fiji...) y el importe emitido es cada vez mayor.

20 En 2018 representaron el 30 % del mercado frente a casi el 22 % de 2017.

21 Grandes gestoras de fondos de inversión como Amundi han desarrollado fondos específicos que solo invierten en bonos verdes.

22 El Gobierno de las Seychelles y el Banco de Inversiones Nórdico han emitido bonos azules destinados a proteger sus fondos marinos y el Mar Báltico, respectivamente.

23 Según datos de Climate Bonds Initiative.

24 Iberdrola fue la primera compañía española que emitió bonos verdes (en 2014) y actualmente tiene 15 emisiones en circulación por un importe agregado de 9.950 millones de euros. En 2018, fue el sexto emisor más grande de las economías desarrolladas y durante 2016, 2017 y 2018 ha sido el primer emisor corporativo de bonos verdes.

Además, las grandes entidades españolas (BBVA y Santander) forman parte del grupo de bancos internacionales especializados en la colocación en los mercados financieros de este tipo de activos.

## 7 Mercados secundarios de bonos sostenibles

El crecimiento de la emisión de bonos verdes ha provocado que cada vez sean más los mercados de valores que han dedicado un segmento específico a listar y negociar bonos verdes, sociales y sostenibles. Entre ellos destaca la Bolsa de Luxemburgo, que ha creado la primera plataforma específica destinada a la negociación de bonos de estos tipos: Luxembourg Green Exchange (LGX). Esta plataforma cuenta con más de 300 emisiones listadas de bonos de emisores de 21 países diferentes, incluidas las de algunos emisores españoles<sup>25</sup>, así como de Estados soberanos, a la vez que permite el acceso a las emisiones del mercado chino<sup>26</sup> de bonos verdes.

### Mercados de valores del mundo con segmentos de bonos verdes

CUADRO 1

Mercado de valores	Especialidad del segmento	Fecha de lanzamiento
Oslo Stock Exchange	Bonos verdes	Enero 2015
Stockholm Stock Exchange	Bonos sostenibles	Junio 2015
London Stock Exchange	Bonos verdes	Julio 2015
Shanghai Stock Exchange	Bonos verdes	Marzo 2016
México Stock Exchange	Bonos verdes	Agosto 2016
Luxembourg Stock Exchange	Luxembourg Green Exchange	Septiembre 2016
Borsa Italiana	Bonos verdes y sociales	Marzo 2017
Taipei Stock Exchange	Bonos verdes	Mayo 2017
Johannesburg Stock Exchange	Bonos verdes	Octubre 2017
Japan Exchange Group	Bonos verdes y sociales	Enero 2018
Vienna Exchange	Bonos verdes y sociales	Marzo 2018
Nasdaq Helsinki	Bonos sostenibles	Mayo 2018
The International Stock Exchange	Bonos verdes	Noviembre 2018
Frankfurt Stock Exchange	Bonos verdes	Noviembre 2018

Fuente: Climate Bonds Initiative.

25 En la actualidad diferentes emisiones de Caja Rural de Navarra, Greenalia, Iberdrola Finanzas y el Instituto de Crédito Oficial se negocian en esta plataforma.

26 El mercado chino de bonos verdes acumula emisiones por un importe superior a 250.000 millones de renminbi, pero el acceso a este por parte de la comunidad internacional de inversores es complejo, debido a las facultades para acceder al nivel adecuado de información sobre los bonos negociados tanto en el mercado Shanghai Stock Exchange como en el mercado interbancario chino de bonos, Chinese Interbank Bond Market (CIBM).

Asimismo, el importe de los bonos verdes listados en 2018 en algún mercado secundario o centro de negociación alcanzó los 100.200 millones de dólares<sup>27</sup>, lo que representa el 60 % de las emisiones de bonos verdes en el mercado primario en el mismo periodo, siendo LGX la plataforma que registra un mayor volumen de estas emisiones, seguida por London Stock Exchange.

## 8 Un paso más allá: los préstamos verdes y los préstamos sostenibles

Un paso más allá de los bonos verdes se sitúan los denominados préstamos verdes o *green loans*<sup>28</sup>, que han crecido de modo significativo en los tres últimos ejercicios y se espera que tengan un avance destacado en los próximos años. Inicialmente surgieron en el campo de la financiación corporativa de la mano de las grandes entidades financieras, aunque en la actualidad se han extendido a los clientes minoristas.

Consisten en préstamos cuyo fin es promover la sostenibilidad ambiental y pueden ser cualquier clase de préstamo destinado a financiar o refinanciar en su totalidad, o en parte, cualquier proyecto, tanto nuevo como ya existente, elegible como proyecto verde<sup>29</sup>.

Aunque inicialmente se rigieron por los mismos principios de los bonos verdes, en la actualidad cuentan con sus propias directrices, los *Green Loan Principles*<sup>30</sup> (GLP), que se han desarrollado con el objetivo de crear un marco de estándares de mercado, mantener la flexibilidad de estos préstamos y promover el desarrollo de este mercado manteniendo su integridad.

---

27 Según datos de Climate Bonds Initiative. Un número elevado bonos verdes se negocian OTC, como los emitidos por las entidades locales de EE. UU. o por China. Asimismo, no se dispone de este tipo de información para el 16 % de los bonos emitidos.

28 En los últimos años los principales bancos centrales, especialmente el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra, han puesto de manifiesto las repercusiones que el cambio climático tendrá en la banca europea y los potenciales riesgos que ello implica, señalando la necesidad de que las entidades financieras tengan en cuenta que tanto sus inversiones como su modelo de negocio sean sostenibles desde el punto de vista medioambiental.

29 Los proyectos verdes considerados como elegibles pertenecen a las siguientes categorías: energías renovables, eficiencia energética, prevención y control de la contaminación, gestión sostenible de los recursos naturales y el uso de la tierra, conservación de la biodiversidad terrestre y acuática, transporte limpio, gestión sostenible del agua y de las aguas residuales, adaptación al cambio climático, productos adaptados a la economía ecológica o circular, tecnologías y procesos de producción ecoeficientes y edificios ecológicos.

30 Publicados en marzo de 2018 por la Loan Market Association (LMA). Estas directrices se han desarrollado con la participación de representantes de las principales instituciones financieras más activas en el mercado de préstamos sindicados y son aplicables a una amplia variedad de tipos de préstamos, incluidas las líneas de crédito verdes desde marzo de 2018.

Los GLP tienen cuatro atributos que caracterizan un préstamo verde:

- i) **Uso de los fondos:** los proyectos deben ofrecer beneficios ambientales claros, que puedan ser contrastados, factibles, cuantificados y comunicados por el prestatario<sup>31</sup>.
- ii) **Evaluación y selección de proyectos:** el prestatario debe comunicar de forma clara a los bancos cuáles son los objetivos de sostenibilidad medioambiental; el proceso elegido para que el prestatario determine cómo encajan sus proyectos en las categorías de proyectos verdes existentes; y los criterios de elegibilidad relacionados, incluidos, si corresponde, criterios de exclusión o cualquier otro proceso aplicado para identificar y administrar riesgos ambientales potencialmente materiales asociados con los proyectos propuestos.
- iii) **Gestión de los fondos:** el importe de un préstamo verde debe reconocerse en una cuenta específica o debe poder monitorizarse adecuadamente, de forma que se mantenga la transparencia y se promueva la integridad del producto.
- iv) **Publicación de informes:** el prestatario ha de preparar toda la información sobre el uso de los fondos, que debe estar actualizada y disponible con carácter anual y hasta que se consuman, y según sea necesario a partir de ese momento en función de lo que exija el desarrollo.

Asimismo, al igual que en el caso de los bonos verdes, es recomendable también el uso de auditores externos<sup>32</sup> que verifiquen el cumplimiento de las operaciones y den transparencia al uso adecuado de los fondos conforme al destino de carácter medioambiental para el que fueron solicitados.

Por otro lado, en los últimos años<sup>33</sup> ha surgido un nuevo producto en el mercado de la financiación sostenible muy similar al anterior, pero con un carácter más amplio: los préstamos sostenibles<sup>34</sup>. Así, al contrario que en los primeros, el uso de los fondos no está ligado a una función específica, sino a la estrategia global del prestatario en materia de desarrollo sostenible. Por tanto, su concesión va a depender de la estrategia de sostenibilidad del prestatario y no del uso de los fondos para un proyecto específico, a la vez que su coste va a estar ligado al cumplimiento de unos criterios de sostenibilidad<sup>35</sup>, que van a permitir mejoras en el precio<sup>36</sup> del préstamo en función del desempeño. De este modo, aquellos prestatarios que alcanzan sus objetivos de sostenibilidad se benefician de rebajas en el coste del préstamo, mientras que

---

31 En el caso de las líneas de crédito verdes, el uso de los fondos para proyectos verdes es más complejo de identificar, puesto que la disposición de estos se realiza por tramos.

32 Los procedimientos habituales de evaluación externa incluyen: opiniones de terceros, certificaciones, emisión de *ratings* y verificaciones.

33 Philips suscribió el primer préstamo de este tipo en 2017 por un importe de 1.000 millones de euros, cuyo coste estaba ligado a un *rating* de tipo ESG emitido por la firma de análisis independiente Sustainalytics.

34 También denominados específicamente préstamos vinculados a la sostenibilidad (*Sustainability Linked Loans*, SLL). Inicialmente se denominaron *Positive-Incentive Loans* (PIL).

35 Definidos en términos medioambientales, sociales y de gobernanza (criterios ESG).

36 Según fuentes del mercado, este ahorro en coste del préstamo se sitúa entre el 5 % y el 10 % del tipo de interés a pagar.

aquellos que fallan en este desempeño son penalizados pagando un tipo de interés mayor.

También cuentan con sus propias directrices, los *Sustainability Linked Loan Principles*<sup>37</sup> (SLLP). Estos, al igual que el resto de directrices similares, se basan en cuatro componentes básicos de adopción voluntaria<sup>38</sup>, que tienen en cuenta la estrategia global en materia de sostenibilidad del prestatario, su grado de cumplimiento y la relación con el coste del préstamo.

Asimismo, la propia Unión Europea está trabajando en un reglamento<sup>39</sup>, que se encuentra actualmente en fase de consulta y que contempla ventajas desde el punto de vista de consumo de capital regulatorio para fomentar la financiación de carácter sostenible. Así, las entidades financieras podrían obtener reducciones en el consumo de capital de hasta un 25 % en su actividad crediticia, siempre y cuando tenga carácter sostenible y esté orientada a cumplir determinados objetivos medioambientales<sup>40</sup>.

## 9 Evolución del mercado de préstamos verdes y sostenibles

El interés de los mercados y de los inversores por los productos conformes con los criterios de sostenibilidad ESG se ha extendido también al mercado de los préstamos verdes y sostenibles, siguiendo el camino inicial marcado por los bonos verdes.

Aunque todavía representan una parte pequeña del mercado global de préstamos<sup>41</sup>, los préstamos verdes y sostenibles suponen un segmento del mercado de rápido e importante crecimiento, que alcanzó en 2018 un volumen en torno a 80.000 millones de dólares —con un avance superior al 40 % respecto a 2017— y que se espera continúe creciendo en 2019 hasta finalizar en valores por encima de 110.000 millones de dólares (véase gráfico 4). El interés del mercado por este tipo de préstamos se ha

---

37 Publicados en marzo de 2019 por la Loan Market Association (LMA).

38 Los componentes básicos de estas directrices consideran: i) la estrategia del prestatario en materia de desarrollo sostenible (no el uso de los fondos), ii) la fijación de objetivos y su vínculo con el coste del préstamo, iii) el reporte del progreso respecto a los objetivos de sostenibilidad fijados y iv) la revisión por parte de un tercero independiente.

39 Resolución legislativa del Parlamento Europeo, de 16 de abril de 2019, sobre la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 575/2013 en lo que se refiere a la ratio de apalancamiento, la ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012

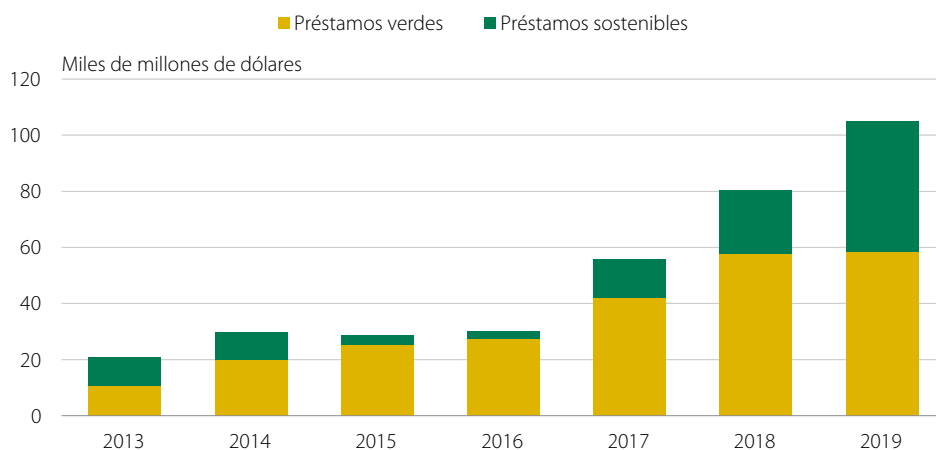
40 Estos objetivos incluyen los siguientes aspectos: mitigación del cambio climático; adaptación al cambio climático, uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos; transición a una economía circular, prevención y reciclaje de residuos; prevención y control de la contaminación; y protección de ecosistemas saludables.

41 Según los datos de Bloomberg, a finales de noviembre de 2019 representaban un 3,4 % del mercado global de préstamos corporativos, que ascendían a 3.09 billones de dólares.

visto impulsado tras la adopción en marzo de 2018 de sus propias directrices, los GLP<sup>42</sup>, pero fundamentalmente por la orientación de los reguladores hacia un sistema y unas instituciones financieras cada vez más alineadas con los criterios de sostenibilidad.

## Volúmenes emitidos de préstamos verdes y sostenibles<sup>1</sup>

GRÁFICO 4



Fuente: Bloomberg. Datos anuales.

1 Datos del año 2019 hasta noviembre.

El destino de los fondos se ha orientado en gran medida (más de dos tercios del total) a proyectos de energías renovables y de compañías energéticas, principalmente a *project finance* de infraestructuras energéticas a plazos que oscilan entre los 10 y los 20 años. Así, un informe<sup>43</sup> reciente de la red Network for Greening the Financial System<sup>44</sup> sugiere que los préstamos para infraestructuras verdes tienen una tasa de impago inferior<sup>45</sup> a los equivalentes de compañías sin actividades de carácter verde y, por lo tanto, a menudo se benefician de menores costes financieros. Asimismo, también han captado fondos en menor medida las compañías de servicios públicos<sup>46</sup>, el sector industrial e, incluso, el sector público (véase gráfico 5).

42 Los préstamos verdes conformes con los GLP alcanzaron 4.310 y 6.700 millones de dólares en 2018 y 2019 (datos hasta noviembre), respectivamente, lo que representa el 7,5 % y el 11,5 %, respectivamente de los préstamos de este tipo.

43 NGFS (2019). *A call for action. Climate change as a source of financial risk*.

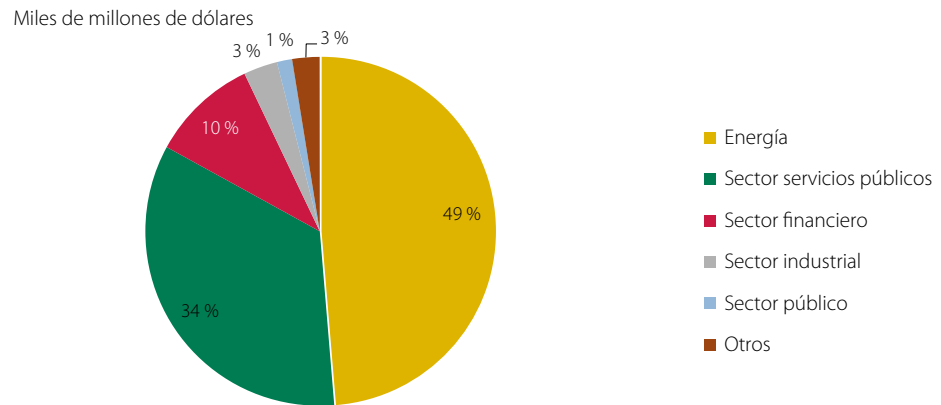
44 NGFS, por sus siglas en inglés. La NGFS es grupo de bancos centrales y supervisores que con carácter voluntario comparten sus experiencias y contribuyen al desarrollo de modelos de gestión de riesgos medioambientales y del clima para el sector financiero.

45 Del 5,7 % frente al 8,5 % de sectores comparables no verdes.

46 Compañías que ofrecen servicios públicos como electricidad, agua, gas y comunicaciones.

## Volúmenes de préstamos verdes por prestatario. 2017-2019<sup>1</sup>

GRÁFICO 5



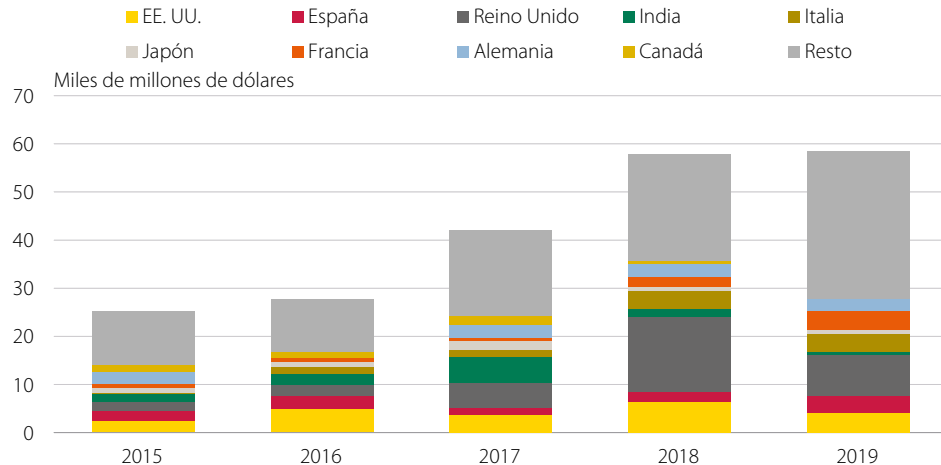
Fuente: Bloomberg. Datos anuales.

<sup>1</sup> Datos del año 2019 hasta noviembre.

En cuanto a su distribución geográfica, los mayores emisores de este tipo de préstamos están localizados en EE. UU., el Reino Unido, España y la India, y representan en torno al 40 %<sup>47</sup> del total del mercado de préstamos verdes, aunque destaca el crecimiento de Australia, Italia y los mercados emergentes a partir de 2017 (véase gráfico 6). Asimismo, alrededor de un 36 % del total está denominado en euros, seguido del dólar (24,5 %) y la libra (11 %).

## Volúmenes de préstamos verdes emitidos por país<sup>1</sup>

GRÁFICO 6



Fuente: Bloomberg. Datos anuales.

<sup>1</sup> Datos del año 2019 hasta noviembre.

Por otro lado, el mercado de préstamos sostenibles ha evolucionado de modo extraordinario, siendo en la actualidad el segmento de deuda sostenible con mayor expansión. En 2019, este tipo de préstamos ha supuesto más del 40 % respecto al

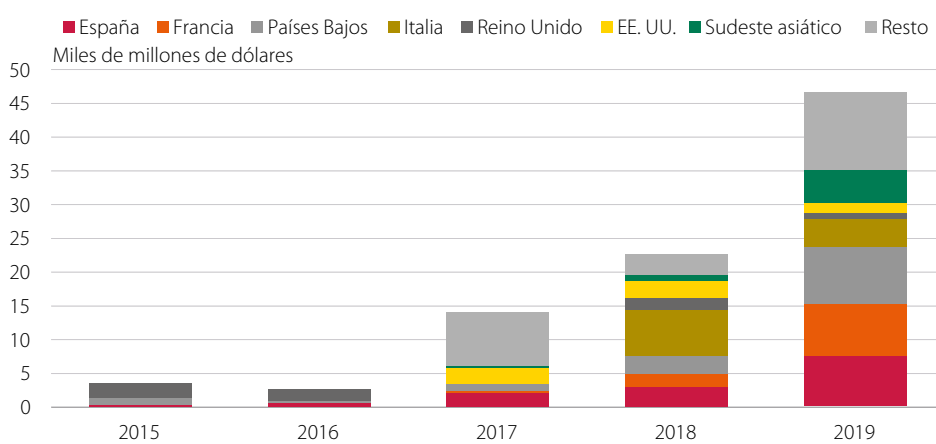
<sup>47</sup> El agregado de estos 4 países representó el 37,7 % y 44,3 % del total del mercado en 2017 y 2018, respectivamente.

total de las emisiones<sup>48</sup> de préstamos verdes y sostenibles —frente al 28 % que representaba en 2018— y se espera que siga creciendo de modo significativo en los próximos años, al tratarse de un instrumento financiero con menores restricciones que los anteriores. Esto se debe a que el destino de los fondos no es finalista, sino que ofrece una mayor flexibilidad en su uso, ya que el carácter genérico de sostenible ofrece múltiples alternativas de uso<sup>49</sup> a una gran variedad de agentes.

La composición de la distribución geográfica de los préstamos sostenibles difiere de modo destacado de la de los préstamos verdes, puesto que en este caso los mayores emisores están localizados en Europa, con Francia y España a la cabeza, en detrimento de EE. UU., la India y el Reino Unido. Asimismo, destaca el crecimiento en el ejercicio actual de España, Francia, los Países Bajos y las economías del sudeste asiático (véase gráfico 7), con un abanico de proyectos y usos más amplio que el de los préstamos verdes, por su carácter más flexible.

**Volúmenes de préstamos sostenibles emitidos por país<sup>1</sup>**

GRÁFICO 7



Fuente: Bloomberg. Datos anuales.

<sup>1</sup> Datos del año 2019 hasta noviembre.

## 9.1 Evolución del mercado en España

En el caso de España, al igual que en el resto del mundo, los préstamos verdes y sostenibles representan una parte pequeña del mercado global de préstamos, pero su peso proporcional es mayor que en otras economías, lo que sitúa al país, tanto a nivel europeo como internacional, como una de las economías con un mercado destacado de este tipo de préstamos.

Así, el volumen de préstamos de esa naturaleza ha crecido de modo significativo a partir de 2017, acercándose a 12.000 millones de dólares en 2019, de los que más de dos tercios corresponden a préstamos sostenibles (véase gráfico 8). Algunas de las principales compañías españolas, como Iberdrola, Red Eléctrica o Mapfre, ya han

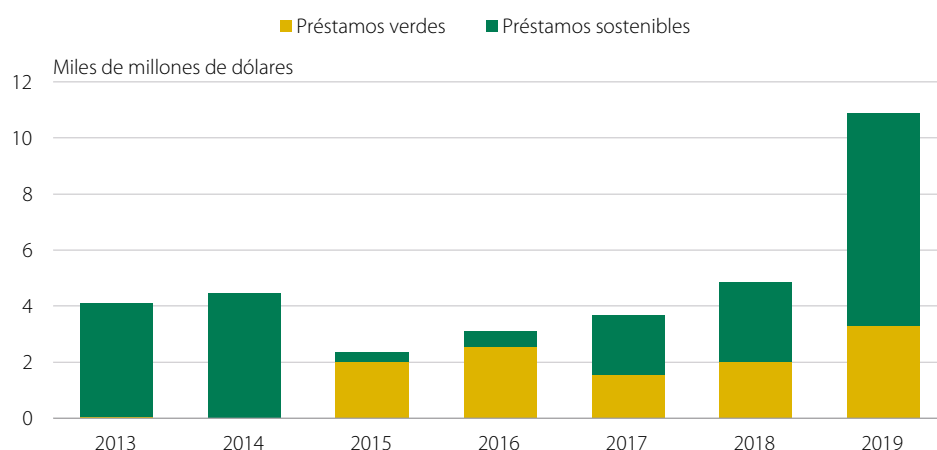
<sup>48</sup> De acuerdo con los datos de Bloomberg hasta noviembre de 2019.

<sup>49</sup> Gran parte de los préstamos de este tipo se han estructurado como líneas de crédito.

firmado préstamos verdes, aunque por el momento su volumen (incluidas las líneas de crédito verdes) es inferior al de los bonos verdes. Además, las principales entidades financieras españolas ocupan una posición destacada como coordinadores y como entidades financiadoras en el mercado global de préstamos<sup>50</sup> verdes.

### Volúmenes emitidos de préstamos verdes y sostenibles<sup>1</sup>

GRÁFICO 8



Fuente: Bloomberg. Datos anuales.

<sup>1</sup> Datos del año 2019 hasta noviembre.

Por otro lado, la creciente sensibilización de los clientes minoristas ante el cambio climático, así como de las propias entidades financieras dentro de su compromiso de responsabilidad social corporativa además de la propia orientación a las necesidades del cliente, está llegando a uno de los productos más universales: las hipotecas. Un número cada vez mayor de bancos españoles, incluidas las grandes entidades, están empezando a comercializar hipotecas verdes, aunque aún se trata de un fenómeno minoritario. Así, inicialmente este se articuló mediante la concesión de créditos a promotores con bonificación en su coste (por lo general de entre 10 y 25 p.b. anuales en el coste de la financiación) si estaban destinados a viviendas sostenibles, pero recientemente también a particulares si los utilizan para comprar una vivienda sostenible o reformarla con tecnologías destinadas a mejorar su eficiencia energética. Además, las principales entidades han comenzado a comercializar préstamos específicos destinados a la financiación de vehículos híbridos y eléctricos.

En este sentido, las principales entidades financieras españolas<sup>51</sup> han anunciado su compromiso de movilizar cantidades significativas de recursos en los próximos años en proyectos de financiación sostenible.

50 Según datos de Bloomberg, Banco de Santander, BBVA y Caixbank se situaban en 2018 entre las 10 mayores entidades que actuaron como *bookrunners* (coordinadores y colocadores de las emisiones) tanto a nivel global como europeo, mientras que las mismas entidades figuraban a su vez como las 15 mayores entidades a nivel global que actuaban como *mandated lead arranger* (aportadores de fondos).

51 BBVA anunció en febrero de 2018 su proyecto de destinar 100.000 millones de euros a este fin hasta 2025, mientras que Banco de Santander confirmó en julio de 2019 un importe de 120.000 millones hasta 2025, que ampliará en 100.000 millones de euros más hasta 2030 para abordar el cambio climático.

## 10 Evolución de los precios de los bonos sostenibles en los mercados secundarios

La teoría económica establece que el factor fundamental que explica el precio de un bono y, por tanto, su rendimiento, es el riesgo de crédito de su emisor, habitualmente medido a través de la calificación crediticia o *rating*, y el plazo de vencimiento del mismo. Además, puede haber otros factores que pueden condicionar su precio, como la liquidez, si incluye o no opciones de amortización anticipada, el riesgo de divisa y la fiscalidad.

Ahora bien, cuando evaluamos dos bonos de características similares del mismo emisor, si el mercado es eficiente, su rendimiento debería ser similar, porque en caso contrario surgirían oportunidades de arbitraje. Luego, cuando comparamos dos bonos estándar del mismo emisor cuyas características son similares<sup>52</sup> (ambos de tipo sénior con el mismo riesgo de crédito) y la única diferencia entre ellos es que uno es verde o sostenible y el otro es estándar, el rendimiento en el mercado secundario de ambos bonos debería ser parecido, porque sus características intrínsecas son iguales a excepción del uso final de los fondos obtenidos por el emisor.

No obstante, el interés cada vez mayor de los inversores y de los mercados por orientar sus inversiones hacia activos que cumplan con criterios de inversión medioambientales y sostenibles<sup>53</sup> podría haber incrementado la demanda de los bonos sostenibles, puesto que son muchos los inversores —especialmente del norte de Europa— y cada vez más los gestores de inversiones que limitan su inversión a este tipo de activos. Luego, dado el tamaño aún reducido del mercado de bonos sostenibles y del saldo vivo de estos bonos en circulación, algunos agentes consideran que este tipo de inversores estarían dispuestos a pagar una prima por invertir en esta clase de activos y que, por tanto, cotizarían con un precio mayor y devengarían una rentabilidad inferior que bonos de características similares emitidos por los mismos emisores.

Con el objetivo de verificar si los precios observados en el mercado secundario cumplen o no con esta afirmación, se ha tomado una muestra de bonos de tres emisores diferentes, pertenecientes a su vez a tres sectores distintos y que disponen de emisiones de bonos de ambos tipos (estándar y sostenibles). Los bonos elegidos y sus principales características aparecen recogidos en el siguiente cuadro:

---

52 Suponiendo el resto de características (liquidez, plazo de vencimiento, divisa y fiscalidad) similares o iguales.

53 Según datos de SpainSif, los activos gestionados profesionalmente en España de acuerdo con criterios medioambientales, sociales y de buen gobierno alcanzaron 210.644 millones de euros.

Emisor/emisión	Tipo de emisor	Tipo de deuda	Tamaño emisión (millones de euros)	Vencimiento
<b>Tesoro de Francia</b>				
FR0010371401	Soberano	Estándar	26.534	Oct.-2038
FR0013234333	Soberano	Verde	20.677	Jun.-2039
<b>Repsol</b>				
XS0975256685	No financiero	Estándar	1.000	Oct.-2021
XS1613140489	No financiero	Verde	500	May.-2022
<b>ICO</b>				
XS1915152000	Financiero	Estándar	500	Oct.-2023
XS1979491559	Financiero	Verde	500	Ene.-2024

Fuente: Bloomberg.

A pesar del reducido tamaño de la muestra y de sus limitaciones<sup>54</sup>, se ha comparado la evolución del rendimiento en el mercado secundario de los tres pares de bonos, analizando cada par de bonos (estándar y verde) del mismo emisor entre sí desde el momento en que ambos estaban cotizados, con el objetivo de evaluar si el diferencial entre sus rendimientos ha seguido una evolución paralela o si se ha ampliado o reducido a favor de uno u otro bono. El análisis realizado considera que se cumplen las siguientes hipótesis restrictivas: i) los movimientos o cambios en la estructura temporal de los tipos de interés suponen desplazamientos paralelos de la curva del emisor en todos los plazos de esta<sup>55</sup> de cuantía similar y ii) los pares de emisiones cuentan con una liquidez parecida<sup>56</sup>, por lo que ninguna emisión se beneficia de una prima positiva por liquidez.

Los datos preliminares recogidos en los siguientes gráficos (véanse gráficos 9, 10 y 11) muestran que tanto en los bonos del Tesoro de Francia como en los de la compañía petrolera Repsol se ha producido una reducción del diferencial entre ambos bonos de entre 5 y 15 p.b. a favor del bono verde, que se ha concentrado en su mayoría en el ejercicio 2019 y que es más intenso aún en el caso de la compañía petrolera. Por su parte, en los bonos del Instituto de Crédito Oficial (ICO) se ha observado un ligero diferencial positivo a favor del bono verde (entre 1 y 4 p.b.), que ha existido prácticamente desde el momento de su emisión.

54 Se han utilizado bonos (estándar y verde) del mismo emisor con fechas de vencimiento parecidas (la diferencia es inferior a un año), ante la imposibilidad de encontrar dos bonos del mismo emisor con un vencimiento idéntico.

55 Esta afirmación en la práctica no es real, pero sí se observa que los desplazamientos tienden a ser paralelos o bastante similares cuando se consideran plazos de la curva relativamente próximos (en todos los casos son inferiores a un año).

56 Todos los pares de emisiones presentan liquidez similar e, incluso, el tamaño de las emisiones de bonos estándar es mayor, lo que favorece su liquidez.

### Evolución del diferencial entre bono estándar y verde (Tesoro de Francia) GRÁFICO 9



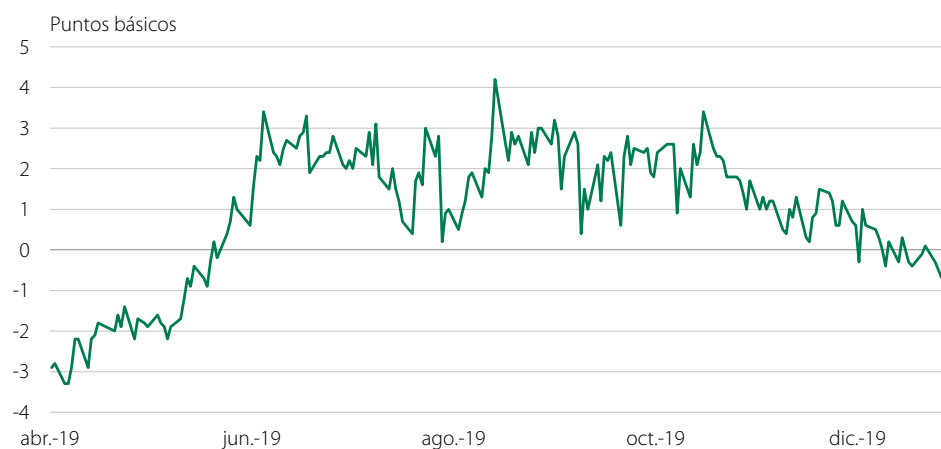
Fuente: Bloomberg.

### Evolución del diferencial entre bono estándar y verde (Repsol) GRÁFICO 10



Fuente: Bloomberg.

### Evolución del diferencial entre bono estándar y verde (ICO) GRÁFICO 11



Fuente: Bloomberg.

Por tanto, parecería que los bonos sostenibles cuentan con una pequeña prima a su favor desde el momento de su emisión, lo que podría incentivar su emisión entre nuevos emisores, puesto que se ven favorecidos por una mayor demanda, en proporción a emisiones de igual riesgo de crédito del mismo emisor, así como de un coste de emisión ligeramente menor en términos de rentabilidad a pagar (que podría oscilar entre 3 y 15 p.b.), a la vez que benefician la reputación y la imagen de marca del emisor. No obstante, hay que tener en cuenta que los costes de estructuración de la emisión son mayores debido al coste adicional de las auditorías y certificaciones.

## 11 Finanzas sostenibles en el seno de la Unión Europea

La Comisión Europea presentó en marzo de 2018 un Plan de Acción para potenciar el papel de las finanzas sostenibles en la Unión Europea (UE), con el objetivo de conseguir una economía que funcione correctamente y permita alcanzar los objetivos ambientales y sociales en materia de sostenibilidad recogidos en el Acuerdo de París<sup>57</sup>. Este plan proponía una estrategia de la UE en materia de finanzas sostenibles dentro la Unión de los Mercados de Capitales que incluiría, entre otras, las siguientes actuaciones:

- i) Establecer un sistema de clasificación unificado —o taxonomía— de la UE, que defina lo que es sostenible y lo que no, señalando los ámbitos en los que la inversión sostenible podría tener mayor repercusión.
- ii) Crear etiquetas propias de la UE para los productos financieros *verdes*<sup>58</sup> sobre la base de este sistema de clasificación, de modo que los inversores puedan identificar fácilmente las inversiones que cumplen los criterios ecológicos o de bajas emisiones de carbono.
- iii) Clarificar la obligación de los gestores de activos y de los inversores institucionales de tener en cuenta la sostenibilidad en el proceso de inversión y reforzar los requisitos de divulgación de la información.
- iv) Obligar a las empresas de seguros y de inversión a asesorar a sus clientes sobre la base de las preferencias de estos en materia de sostenibilidad.
- v) Incorporar la sostenibilidad a los requisitos prudenciales. La Comisión Europea evaluará la posibilidad de introducir el denominado *factor de apoyo verde* a la

---

57 Según las estimaciones de la Comisión Europea era necesario invertir 180.000 millones de euros adicionales al año para alcanzar los objetivos de sostenibilidad establecidos en el acuerdo, principalmente la reducción del 40 % de las emisiones de gases de efecto invernadero. La Unión Europea anunció en diciembre de 2019 la actualización del plan, elevando el importe de las inversiones hasta 260.000 millones de euros hasta 2050 e incrementando la reducción de las emisiones hasta el 50-55 %.

58 En la actualidad se está trabajando en el desarrollo de criterios técnicos para establecer una ecoetiqueta de la UE para productos financieros destinados a minoristas. [https://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial\\_products/docs/20191220\\_EU\\_Ecolabel\\_FP\\_Draft\\_Technical\\_Report\\_2-0.pdf](https://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial_products/docs/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf)

hora de establecer los requisitos de capital a los bancos, cuando se justifique desde la perspectiva de riesgos y se asegure la estabilidad financiera.

- vi) Aumentar la transparencia de los informes corporativos revisando la información no financiera vinculada a los aspectos relacionados con la sostenibilidad.

Posteriormente, en junio de 2019 la Comisión Europea publicó tres informes del Grupo de Expertos Técnicos sobre Finanzas Sostenibles<sup>59</sup>, que incluyen:

- i) Un informe relativo a un sistema de clasificación o taxonomía<sup>60</sup> de las actividades económicas sostenibles desde el punto de vista del medio ambiente<sup>61</sup>. Su objetivo es formular orientaciones prácticas para los responsables políticos, la industria y los inversores sobre el mejor modo de apoyar a las actividades económicas que contribuyan a que se alcance una economía neutra desde el punto de vista climático e invertir en ellas.
- ii) Un segundo informe relativo a una norma de la UE sobre bonos verdes, que recomienda criterios comparables para la emisión de bonos verdes. Esta norma está vinculada a la taxonomía anterior y determinará qué actividades respetuosas con el medio ambiente y el clima pueden acogerse a la financiación a través de un bono verde de la UE. La Comisión espera que esto impulse el mercado de bonos verdes y que los inversores puedan aumentar las inversiones ecológicas y sostenibles.
- iii) Un tercer informe relativo a índices de referencia de la UE en materia de clima y divulgación de información en relación con los criterios ESG, que establece la metodología y los requisitos técnicos mínimos que deben contener los índices para orientar la elección de los inversores que deseen adoptar una estrategia de inversión que tenga en cuenta el clima y haga frente al riesgo de blanqueo ecológico.

El proyecto pretende clarificar cuáles son las actividades verdes o medioambientalmente sostenibles, lo que en principio ayudaría a facilitar el diseño de productos financieros verdes y reducir el blanqueo ecológico<sup>62</sup>. No obstante, va más allá de los bonos verdes estándar, al incluir un universo de inversiones más amplio que aquellos, puesto que considera actividades que en la actualidad no son hipocarbónicas, como la fabricación de acero y hierro, pero que podrían contribuir de forma sustancial a los objetivos de reducción del carbono. Así considera tres grupos de

---

59 El grupo inició su actividad en julio de 2018 y está compuesto por 35 miembros de la sociedad civil, el mundo académico, el sector empresarial y el sector financiero.

60 La propuesta de la Comisión sobre la taxonomía está pendiente de acuerdo por parte de los legisladores.

61 Incluye una lista de 67 actividades económicas que contribuyen a 6 objetivos medioambientales: mitigación del cambio climático; adaptación al cambio climático; uso sostenible y protección del agua y de los recursos marinos; transición a una economía circular, tratamiento de residuos y reciclado; prevención y control de la contaminación; y protección de los ecosistemas. Así, para estar incluida en la taxonomía, una actividad económica debe contribuir sustancialmente a uno de los objetivos y no erosionar significativamente los cinco restantes.

62 El denominado *green washing*, que consiste en captar financiación para inversiones de carácter sostenible, lo que a la vez mejora la imagen de la compañía al aparentar su compromiso con el medio ambiente, cuando en realidad los recursos se destinan a actividades que no son sostenibles.

actividades que hacen una contribución significativa a la mitigación del cambio climático: actividades hipocarbónicas, como el transporte cero emisiones; actividades de transición, como la fabricación de hierro y acero; y actividades que facilitan las dos anteriores, como la fabricación de aerogeneradores.

La taxonomía no establece una etiqueta sobre los productos de inversión, pero establece una referencia sobre la propuesta de bonos verdes de la UE, de modo que los productos de inversión verdes que hayan sido estructurados conforme a la taxonomía ganarán credibilidad entre los inversores y, por tanto, es de esperar que aumente su demanda.

En lo que respecta a la norma de la UE sobre los bonos verdes, se trataría de un Estándar de Bonos Verdes de la UE<sup>63</sup> de carácter voluntario y no legislativo, con el objetivo de mejorar la efectividad, transparencia, comparabilidad y credibilidad del mercado de bonos verdes y animar a sus participantes a emitir en bonos verdes de la UE<sup>64</sup>. Así, el Estándar de Bonos Verdes de la UE incluye cuatro elementos esenciales:

- i) Alineación con los principios recogidos en la taxonomía, de modo que los fondos de los Bonos Verdes de la UE deberían estar destinados a financiar o refinar proyectos o actividades que cumplan con, al menos, uno de los seis objetivos fundamentales recogidos en la taxonomía y no erosionen significativamente ninguno de los cinco restantes, a la vez que se respetan unas salvaguardas sociales mínimas. Asimismo, cuando se hayan desarrollado criterios técnicos específicos, los proyectos o actividades financiados deberán cumplirlos, permitiendo algunas excepciones cuando alguno de ellos nos sea aplicable.
- ii) Publicación de un marco de referencia de los bonos verdes, que confirme la alineación voluntaria de los bonos verdes emitidos con el Estándar de Bonos Verdes de la UE, que explique cómo pueden alinearse la estrategia del emisor con los objetivos de sostenibilidad medioambientales y que facilite detalles clave de los aspectos relacionados con el uso de los fondos, su gestión y el reporte.
- iii) Reporte obligatorio del uso de los fondos (informe de utilización) y de impacto medioambiental (informe medioambiental).
- iv) Verificación obligatoria del cumplimiento del marco de referencia de los bonos verdes e informe sobre el uso final de los fondos realizado por un auditor externo.

Por tanto, la utilización del Estándar de los Bonos Verdes tendría carácter voluntario, pero el uso de la certificación Bono Verde de la UE solo estaría permitido cuando se cumplen todos y cada uno de los elementos recogidos en el estándar.

---

63 EU Green Bond Standard (EU GBS).

64 Los Bonos Verdes de la UE podrían estar o no listados en un mercado y podrán ser emitidos por un emisor, tanto europeo como internacional, siempre que lo hagan conforme al Estándar de Bonos Verdes de la UE.

Además, el informe recomienda que los auditores externos estén acreditados y supervisados e identifica a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) como autoridad europea más adecuada para diseñar y gestionar un régimen de acreditación de estos. Entretanto, recomienda un periodo de transición de tres años, en el que se establezca un proceso de registro provisional de auditores externos de bonos verdes.

Finalmente, el informe recomienda una serie de medidas complementarias para promover y controlar la adopción del Estándar de Bonos Verdes de la UE, entre las que se incluyen que el Sistema Europeo de Bancos Centrales<sup>65</sup> y los miembros de la red Network for Greening the Financial System deberían considerar tanto expresar como implantar su preferencia por los Bonos Verdes de la UE cuando compren bonos verdes. Asimismo, también recomienda que sean tanto la Comisión Europea como los Estados miembros de la UE los que animen a los emisores e inversores institucionales a hacer lo propio.

Con base en todo lo anterior, al contrario que los agentes, los mercados e incluso algunas instituciones públicas que han incluido un componente social en las finanzas sostenibles, el Plan de Acción de la Comisión Europea está orientado hacia criterios de sostenibilidad medioambiental recogidos en el Acuerdo de París, otorgando menos importancia a los supuestos de carácter social, de emprendimiento social e, incluso, de inclusión financiera, que sí están incorporados en los bonos sociales.

En la actualidad, los últimos avances en el seno de la UE en materia de sostenibilidad se centran en un acuerdo político<sup>66</sup> alcanzado en diciembre de 2019 por los colegisladores acerca del sistema de clasificación o taxonomía de las actividades económicas sostenibles, que está sujeto a su aprobación por parte del Parlamento Europeo y el Consejo.

Estas iniciativas se enmarcan en el contexto del Pacto Verde de la UE<sup>67</sup> (*EU Green Deal*), presentado por la Comisión Europea en diciembre del año pasado y que incluye 50 acciones concretas para la lucha contra el cambio climático, que pretenden convertir a Europa en el primer continente climáticamente neutro en 2050.

## 12 Conclusiones

La orientación por parte de los Estados y de los reguladores hacia una economía más sostenible supone un enorme reto, pero a la vez una oportunidad para todas las instituciones públicas y privadas y para el conjunto del sistema financiero. La transición a una economía de bajo carbono y los proyectos orientados a combatir el cambio climático van a requerir inversiones cuantiosas tanto del sector público como del privado. Se percibe el apoyo de ambos sectores y destaca el del sector

---

65 ESCB, por sus siglas en inglés.

66 El acuerdo establece que las disposiciones referentes al clima comenzarían a aplicarse el 31 de diciembre de 2021, mientras que para el resto de actividades comenzarían en diciembre de 2022.

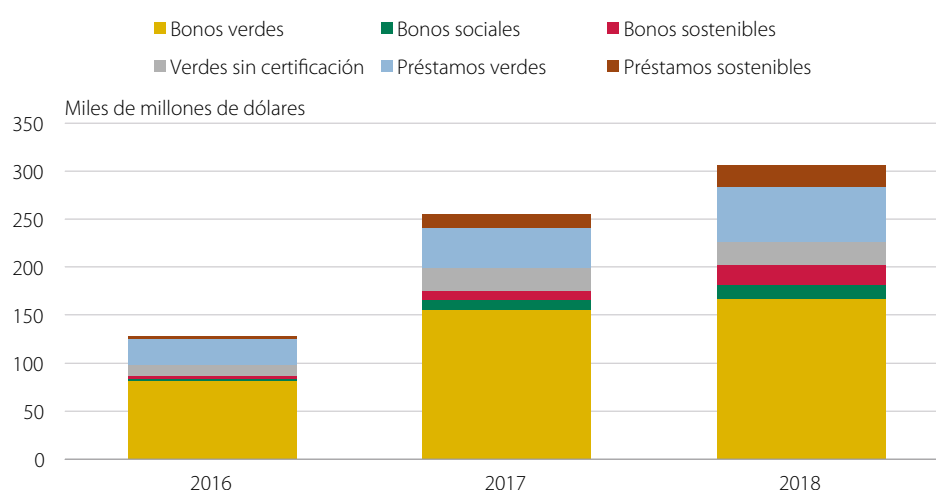
67 [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/european-green-deal-communication_en.pdf)

privado, puesto que tanto los grandes inversores como las entidades financieras han mostrado un elevado interés por este tipo de activos y proyectos.

Las cifras del conjunto del mercado de financiación sostenible recogen un rápido crecimiento en los últimos años (véase gráfico 12), que con gran probabilidad se mantendrá en el futuro, apoyado en una regulación cada vez más orientada hacia la sostenibilidad. Por ello, tanto el mercado de bonos verdes y bonos sostenibles como el de préstamos de este tipo cuentan con grandes perspectivas de crecimiento, si bien se observa que una parte muy significativa de los proyectos sigue orientada a los sectores de las energías renovables y la eficiencia energética, en detrimento de otros sectores como los de la conservación del medio ambiente o los bonos de tipo social. Además, es previsible que las entidades financieras lideren el crecimiento del sector y ganen peso en el mercado en perjuicio de otros agentes<sup>68</sup>, a la vez que los mercados emergentes y del sudeste asiático ganen peso a nivel global.

### Evolución de la financiación sostenible. 2016-2018

GRÁFICO 12



Fuente: Bloomberg. Datos anuales.

A pesar de que el interés de los inversores por este tipo de activos y proyectos es muy elevado, en el horizonte aparecen algunos riesgos que podrían ralentizar la expansión del mercado. Así, un escenario de desaceleración o recesión económica global o un endurecimiento de las políticas monetarias podrían reducir el ritmo de crecimiento del crédito y las emisiones de deuda de este tipo. Esta expansión también puede verse condicionada por la seguridad que perciban los inversores en esta categoría de inversiones. Estos inversores ponen de manifiesto con mayor rotundidad la necesidad de que estos activos cuenten con una certificación o garantía de carácter verde, que avale el uso final de los fondos, evitando actuaciones de blanqueo ecológico.

68 En la Cumbre Mundial del Clima (COP25), celebrada en diciembre de 2019 en Madrid, representantes de numerosas instituciones financieras internacionales públicas y privadas coincidieron en que el papel del sector financiero es clave en la financiación de los proyectos sostenibles, donde es necesaria la colaboración público-privada.

En este sentido se hace necesario el desarrollo de un estándar común y de una taxonomía que determine claramente lo que es verde y sostenible y lo que no lo es, para evitar de este modo las dudas de los inversores y otorgar seguridad a las inversiones. Además, existen riesgos adicionales para su desarrollo, como la falta de líneas de actuación clara por parte de los gobiernos, así como de carácter regulatorio, con sucesivos cambios en los incentivos propuestos por los Estados.

Por todo ello, se precisa el establecimiento de unos estándares, al menos a nivel europeo, para favorecer el desarrollo del mercado, por lo que sería deseable que la UE acelerase la instauración de un marco regulatorio al respecto con su taxonomía, a la vez que establece su propio Estándar de Bonos Verdes de la UE, lo que contribuiría a acelerar el desarrollo de la financiación sostenible, así como de los propios mercados y activos financieros de este tipo.



**III Anexo legislativo**



Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al tercer trimestre de 2019 se han producido las siguientes novedades legislativas:

## Normativa nacional

- **Resolución de 24 de octubre de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifica el anexo I de la de 16 de noviembre de 2011, por la que se crea y regula el Registro Electrónico de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El anexo I de la citada resolución recoge la relación de trámites mediante documentos electrónicos normalizados susceptibles de ser presentados ante el Registro Electrónico de la CNMV. La entrada en vigor de numerosas normas comunitarias que crean y desarrollan tanto tipos de entidades como obligaciones de comunicación a la CNMV nuevos aconsejan la incorporación de trámites adicionales a dicho anexo I. Se modifica, por tanto, el anexo I de la Resolución de 16 de noviembre de 2011 con el fin de incorporar 13 nuevos trámites y eliminar 2 trámites anteriores.

- **Circular 2/2019, de 27 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se modifica la Circular 1/2017, de 26 de abril, sobre los contratos de liquidez.

Se incorporan unas modificaciones que responden a la demanda de los participantes del mercado y pretenden lograr el acceso a los contratos de liquidez de un mayor número de sociedades emisoras —especialmente de aquellas cuyas acciones tienen una liquidez menor— y modular ciertas restricciones a la operativa del intermediario financiero en periodos de subasta.

Las principales modificaciones introducidas son:

- Se establece un nuevo límite alternativo de volumen máximo diario aplicable a compañías del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y a las compañías del primer mercado con menor nivel de liquidez.
- Se elimina, con carácter general, la prohibición de mantener órdenes de compra y venta de acciones simultáneas durante el periodo de subasta.

Esta circular fue publicada en el *Boletín Oficial del Estado* el 10 de diciembre de 2019 y entrará en vigor a los tres meses de su publicación.

## Normativa europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2019/1851 de la Comisión, de 28 de mayo de 2019**, por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la homogeneidad de las exposiciones subyacentes en las titulizaciones.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 285, de 6 de noviembre de 2019.

- **Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019**, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican las Directivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE y 2014/65/UE.

Publicada en el *DOUE* (L) n.º 314, de 5 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019**, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión, y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 314, de 5 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2075 de la Comisión, de 29 de noviembre de 2019, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008**, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las Normas Internacionales de Contabilidad 1, 8, 34, 37 y 38, las Normas Internacionales de Información Financiera 2, 3 y 6, las interpretaciones 12, 19, 20 y 22 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera y la Interpretación 32 del Comité de Interpretaciones de Normas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 316, de 6 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019**, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 317, de 9 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019**, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 317, de 9 de diciembre de 2019.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/2091 de la Comisión, de 28 de noviembre de 2019**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2197 en lo que respecta a las divisas estrechamente correlacionadas con arreglo al Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 317, de 9 de diciembre de 2019.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/2103 de la Comisión, de 27 de noviembre de 2019**, que modifica y corrige el Reglamento de Ejecución (UE) 2015/2450, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con las plantillas para

la presentación de información a las autoridades de supervisión de conformidad con la Directiva 2009/138/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 318, de 10 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2104 de la Comisión, de 29 de noviembre de 2019**, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Contabilidad 1 y 8.

Publicado en *DOUE* (L) n.º 318, de 10 de diciembre de 2019.

- **Reglamento (UE) 2019/2099 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de octubre de 2019**, que modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 en lo que respecta a los procedimientos de autorización de las ECC, las autoridades que participan en la misma y los requisitos para el reconocimiento de las ECC de terceros países.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 322, de 12 de diciembre de 2019.

## Otros

- **Directrices sobre factores de riesgo en el marco del Reglamento de folletos de 1 de octubre de 2019**, de la European Securities Market Authority (ESMA). El objetivo de estas directrices es prestar asistencia a las autoridades competentes a la hora de examinar la especificidad e importancia de los factores de riesgo, así como la presentación de dichos factores de riesgo por categorías en función de su naturaleza.



**IV   Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2017	2018	2019	2018 IV	2019 I	II	III	IV <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	46	46	33	24	14	11	10	12
Ampliaciones de capital	44	45	33	24	14	11	10	12
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	2	1	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	12	10	5	5	4	4	2
De las cuales dividendo elección	9	10	9	3	5	4	4	1
Ampliaciones de capital por conversión	5	6	3	2	2	0	1	1
De contrapartida no monetaria	8	7	2	3	0	1	1	0
Con derecho de suscripción preferente	8	10	8	3	3	1	2	3
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	13	10	3	6	2	8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	89	81	52	26	14	13	10	15
Ampliaciones de capital	82	80	52	26	14	13	10	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	2	1	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	17	15	5	5	4	4	2
De las cuales dividendo elección	13	15	14	3	5	4	4	1
Ampliaciones de capital por conversión	6	10	4	2	2	0	1	1
De contrapartida no monetaria	12	9	2	3	0	1	1	0
Con derecho de suscripción preferente	8	10	9	3	3	1	2	3
Sin negociación de derechos de suscripción	36	32	21	11	3	7	2	9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	1	0	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	32.538,1	12.063,2	9.806,0	3.611,7	1.733,7	1.113,7	2.823,1	4.135,5
Ampliaciones de capital	29.593,6	11.329,5	9.806,0	3.611,7	1.733,7	1.113,7	2.823,1	4.135,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	956,2	200,1	10,0	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.807,3	3.939,7	1.565,4	323,5	347,5	140,4	1.074,9	2,6
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	299,0	347,5	140,4	1.074,9	1,3
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	9,9	13,0	0,0	0,7	341,1
De contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	8.469,3	2.999,7	2.034,2	557,3	0,0	351,6	1.682,6	0,0
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	141,5	1.352,7	199,8	44,6	3.132,8
Sin negociación de derechos de suscripción	6.880,5	2.912,9	1.111,8	2.379,5	10,5	421,9	20,4	659,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	3.165,1	2.092,4	1.297,2	479,7	230,9	414,9	385,2	266,2
Ampliaciones de capital	2.662,8	1.810,6	1.297,2	479,7	230,9	414,9	385,2	266,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	749,2	104,9	0,5	104,9	0,5	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	324,3	381,6	306,3	76,7	140,9	15,2	148,8	1,3
De las cuales dividendo elección	299,1	357,1	306,3	52,2	140,9	15,2	148,8	1,3
Ampliaciones de capital por conversión	182,8	90,0	13,1	1,0	12,4	0,0	0,7	0,0
De contrapartida no monetaria	181,9	557,6	401,0	204,1	0,0	210,2	190,8	0,0
Con derecho de suscripción preferente	882,0	611,1	372,1	68,3	76,9	141,2	44,6	109,5
Sin negociación de derechos de suscripción	342,6	65,5	204,2	24,7	0,2	48,2	0,4	155,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	502,3	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>4</sup></b>								
Número de emisores	13	8	12	2	5	2	5	4
Número de emisiones	15	12	17	2	5	2	6	4
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	3,4	20,3	3,4	74,1	200,5
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	3,4	20,3	3,4	74,1	200,5
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	0,0	3,0	0,0	30,0	196,3
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 (*Exchange Traded Funds*) ni Latibex.

2 Datos disponibles: diciembre de 2019.

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

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

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

CUADRO 1.2

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	130	134	133	133	132	132	128	128
Empresas extranjeras	7	7	8	8	8	8	7	7
Segundo mercado	5	4	4	4	4	4	4	4
Madrid	2	1	1	1	1	1	1	1
Barcelona	3	3	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	14	12	11	11	11	10	9	9
Madrid	5	4	4	4	4	3	3	3
Barcelona	8	6	6	6	6	5	5	5
Bilbao	5	4	3	3	3	3	2	2
Valencia	3	3	3	3	3	2	2	2
MAB	3.336	2.965	2.842	2.842	2.816	2.774	2.749	2.730
Latibex	20	20	19	19	19	19	19	19

1 Datos al final del periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2019.

3 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	779.123,8	877.867,6	733.656,4	733.656,4	812.919,7	813.664,3	770.475,7	794.427,4
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	151.043,2	178.620,3	143.598,7	143.598,7	170.909,4	177.526,6	132.453,7	143.578,8
Ibex 35	484.059,2	534.250,1	444.178,3	444.178,3	483.168,5	478.002,5	481.981,4	488.707,1
Segundo mercado	114,1	49,9	37,4	37,4	45,3	45,4	45,3	45,1
Madrid	72,0	8,7	1,9	1,9	1,7	1,9	1,9	1,9
Barcelona	42,1	41,2	35,4	35,4	43,7	43,5	43,3	43,3
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	1.291,6	1.288,5	1.459,1	1.459,1	1.446,0	1.240,4	1.116,8	1.146,6
Madrid	289,9	165,9	219,4	219,4	226,6	66,3	68,1	68,1
Barcelona	1.136,6	1.134,3	1.318,4	1.318,4	1.305,8	1.082,6	1.003,4	1.036,5
Bilbao	54,0	211,3	56,5	56,5	56,5	79,8	32,9	32,9
Valencia	349,2	54,0	257,0	257,0	264,7	77,8	77,8	74,5
MAB <sup>5</sup>	38.580,8	43.804,8	40.020,7	40.020,7	42.358,3	42.822,3	43.607,7	43.975,0
Latibex	198.529,6	215.277,7	223.491,3	223.491,3	231.334,0	239.265,8	193.789,8	190.343,1

1 Datos al final del periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2019.

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

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	635.797,8	640.293,7	583.327,6	132.062,2	106.970,0	129.816,2	98.913,6	86.863,3
Empresas extranjeras	6.018,0	6.908,0	3.517,1	717,0	901,5	918,9	690,9	718,1
Segundo mercado	3,1	0,7	0,8	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Madrid	2,7	0,5	0,6	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Barcelona	0,4	0,3	0,2	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	7,4	8,1	8,2	2,1	0,9	3,2	1,4	0,2
Madrid	3,2	2,3	0,7	0,7	0,0	0,6	0,2	0,0
Barcelona	4,2	6,2	7,4	1,4	0,9	0,5	1,2	0,1
Bilbao	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	2,0	0,1	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
MAB	5.055,1	4.985,6	4.216,3	1.032,3	932,6	1.018,9	704,2	711,3
Latibex	156,4	130,8	151,6	43,0	38,8	26,0	32,4	27,9

1 Datos disponibles: noviembre de 2019.

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

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

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
En sesión	619.351,6	619.108,6	552.716,8	126.786,8	103.130,8	127.429,1	95.693,0	85.355,6
Órdenes	346.980,8	335.917,3	300.107,8	71.170,0	64.703,7	66.302,8	62.180,0	44.153,0
Aplicaciones	68.990,5	51.315,9	48.644,1	10.917,4	9.481,2	8.715,0	10.408,8	7.065,7
Bloques	203.380,2	231.875,3	203.965,0	44.699,3	28.946,0	52.411,3	23.104,1	34.136,9
Fuera de hora	1.996,2	2.373,8	1.667,2	345,5	609,3	617,0	1.074,4	593,1
Autorizadas	12.667,0	9.265,3	2.597,0	772,9	406,1	279,8	677,5	251,5
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	788,4	389,9	18.981,7	1.294,8	1.720,1	337,6	451,8	0,0
OPV	777,5	2.288,1	1.333,2	534,0	0,0	39,5	20,0	74,9
Toma de razón	37,3	0,0	200,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	5.408,3	4.462,2	3.793,9	1.640,5	692,2	722,1	629,1	145,4
Operaciones de cobertura	1.833,8	2.405,7	2.037,8	487,6	411,4	391,1	367,7	442,8

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2019.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2017	2018	2019	2018 IV	2019 I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	48	43	39	20	15	17	16	18
Cédulas hipotecarias	9	12	12	7	5	7	4	6
Cédulas territoriales	1	2	2	2	0	0	0	2
Bonos y obligaciones no convertibles	16	12	13	7	9	8	5	7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	21	14	13	6	1	3	5	6
Pagarés de empresa	13	13	12	4	2	3	4	3
De titulización	1	1	1	0	0	0	0	1
Resto de pagarés	12	12	11	4	2	3	4	2
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	0	0	0	1	0
Participaciones preferentes	1	4	1	1	1	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	378	303	294	76	70	66	64	94
Cédulas hipotecarias	28	28	29	13	9	7	4	9
Cédulas territoriales	1	2	3	2	0	0	0	3
Bonos y obligaciones no convertibles	276	215	201	40	56	50	36	59
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	58	41	48	16	2	6	19	21
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	13	13	11	4	2	3	4	2
De titulización	1	1	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	12	11	4	2	3	4	2
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	0	0	0	1	0
Participaciones preferentes	1	4	1	1	1	0	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	109.487,4	101.295,6	90.065,8	58.433,0	20.850,0	14.325,0	19.967,6	34.923,3
Cédulas hipotecarias	29.823,7	26.575,0	22.933,0	14.700,0	2.745,0	5.930,0	6.750,0	7.508,0
Cédulas territoriales	350,0	2.800,0	1.300,0	2.800,0	0,0	0,0	0,0	1.300,0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006,2	35.836,4	29.601,7	28.245,7	13.620,0	2.364,6	1.533,4	12.083,8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	29.415,4	18.145,2	18.740,9	7.912,5	1.270,0	2.881,4	4.909,0	9.680,5
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	17.911,2	15.089,1	14.990,2	4.524,8	2.215,0	3.149,0	5.275,2	4.351,1
De titulización	1.800,0	240,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	16.111,2	14.849,1	14.990,2	4.524,8	2.215,0	3.149,0	5.275,2	4.351,1
Otras emisiones de renta fija	981,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0	1.500,0	0,0
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	250,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	6.504,6	4.923,0	3.213,5	1.301,3	350,0	316,2	459,0	2.088,3
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: diciembre de 2019.

2 Programas registrados.

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

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

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2018 IV	2019 I	II	III	IV <sup>2</sup>
Total	121.556,6	76.751,3	114.048,4	25.017,2	52.557,5	14.236,2	18.338,2	28.916,6
Pagarés	18.388,9	15.007,0	15.036,1	5.073,5	1.963,7	3.364,4	4.098,5	5.609,4
Bonos y obligaciones	43.182,3	19.234,2	45.096,4	2.301,2	38.038,8	2.790,4	2.587,6	1.679,6
Cédulas hipotecarias	30.000,0	19.935,0	29.375,0	8.060,0	9.285,0	6.030,0	4.500,0	9.560,0
Cédulas territoriales	350,0	800,0	3.300,0	800,0	2.000,0	0,0	0,0	1.300,0
Bonos de titulización	28.635,4	18.925,2	18.740,9	8.532,5	1.270,0	1.051,4	5.652,0	10.767,5
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	250,0	0,0	1.000,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	0,0	1.500,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: diciembre de 2019.

	2016	2017	2018	2018	2019			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	375	362	353	353	347	337	327	326
Renta fija privada	374	342	320	320	314	304	294	293
Pagarés	14	14	9	9	9	9	9	9
Bonos y obligaciones	52	48	45	45	44	42	40	41
Cédulas hipotecarias	43	41	40	40	38	39	37	35
Cédulas territoriales	9	7	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	276	262	244	244	239	229	222	222
Participaciones preferentes	9	4	7	7	6	6	6	6
Bonos matador	6	6	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	1	20	33	33	33	33	33	33
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	–	11	14	14	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	–	–	9	9	10	10	10	10
Otra deuda pública	–	7	8	8	8	8	8	8
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	2.637	2.468	2.851	2.851	2.841	2.858	2.785	2.782
Renta fija privada	2.433	2.084	1.917	1.917	1.890	1.901	1.834	1.839
Pagarés	351	179	106	106	89	108	100	99
Bonos y obligaciones	856	764	737	737	749	752	730	727
Cédulas hipotecarias	231	218	213	213	209	207	206	204
Cédulas territoriales	29	24	20	20	21	21	21	22
Bonos de titulización	948	889	828	828	810	785	764	774
Participaciones preferentes	12	4	8	8	7	8	8	8
Bonos matador	6	6	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	204	384	934	934	951	957	951	943
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	192	226	243	243	242	246	241	236
Deuda autonómica	–	133	164	164	167	170	169	168
Deuda pública extranjera	–	–	502	502	517	516	516	514
Otra deuda pública	–	13	13	13	13	13	13	13
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	1.408.556,6	1.466.964,4	6.663.565,5	6.663.565,5	6.691.658,7	6.588.828,9	6.550.655,7	6.443.402,3
Renta fija privada	531.056,9	493.629,6	448.394,4	448.394,4	472.155,5	463.325,3	464.021,4	464.337,4
Pagarés	16.637,4	11.978,9	9.308,7	9.308,7	8.655,4	8.665,5	6.965,1	7.499,4
Bonos y obligaciones	85.477,8	70.127,7	47.894,0	47.894,0	72.955,9	70.786,7	72.674,1	73.265,2
Cédulas hipotecarias	180.677,5	181.308,7	183.266,8	183.266,8	187.023,7	186.258,2	189.286,3	191.523,7
Cédulas territoriales	29.387,3	23.862,3	18.362,3	18.362,3	19.862,3	19.862,3	19.862,3	20.362,3
Bonos de titulización	217.992,1	204.570,0	185.002,7	185.002,7	179.103,4	172.197,8	169.678,7	166.132,0
Participaciones preferentes	497,8	1.395,0	4.245,0	4.245,0	4.240,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0
Bonos matador	386,9	386,9	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	877.499,6	973.334,7	6.215.171,1	6.215.171,1	6.219.503,2	6.125.503,6	6.086.634,3	5.979.064,9
Letras del Tesoro	81.037,1	78.835,2	70.442,2	70.442,2	68.686,8	67.284,4	65.204,9	67.986,4
Bonos y obligaciones del Estado	796.462,5	864.059,7	918.000,0	918.000,0	942.865,7	949.953,2	949.990,4	933.609,3
Deuda autonómica	–	28.620,8	33.100,4	33.100,4	35.497,1	34.989,3	34.942,4	34.744,7
Deuda pública extranjera	–	–	5.192.055,3	5.192.055,3	5.170.880,4	5.071.703,5	5.034.923,4	4.941.151,3
Otra deuda pública	–	1.819,1	1.573,2	1.573,2	1.573,2	1.573,2	1.573,2	1.573,2

<sup>1</sup> Datos disponibles: noviembre de 2019.

<sup>2</sup> Importes nominales.

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	169.658,2	68.422,0	94.241,3	25.543,9	49.240,2	44.245,0	39.146,0	19.868,4
Renta fija privada	169.534,0	68.297,4	435,4	53,1	81,4	71,5	59,4	47,9
Pagarés	20.684,3	7.144,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	27.795,6	15.839,5	427,0	52,8	78,5	60,0	59,0	47,6
Cédulas hipotecarias	79.115,6	24.936,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	5.329,3	381,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	36.554,9	18.502,5	7,3	0,3	2,0	11,5	0,1	0,2
Participaciones preferentes	43,1	1.482,3	1,2	0,1	0,9	0,0	0,3	0,1
Bonos matador	11,1	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	124,2	124,6	93.805,8	25.490,8	49.158,8	44.173,5	39.086,6	19.820,5
Letras del Tesoro	8,5	4,2	24.766,7	12.355,2	4.301,8	5.501,1	8.190,4	4.445,0
Bonos y obligaciones del Estado	115,8	120,4	56.122,5	6.477,3	33.406,7	26.937,1	21.176,1	8.937,2
Deuda autonómica	–	0,0	3,2	0,0	26,0	7,6	1,5	0,0
Deuda pública extranjera	–	–	12.913,5	6.658,3	11.424,4	11.709,7	9.718,6	6.438,3
Otra deuda pública	–	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	169.658,3	68.422,0	94.241,3	25.543,9	49.240,2	44.245,0	39.146,0	19.868,4
Simple	127.643,7	57.723,9	94.241,3	25.543,9	49.240,2	44.245,0	39.146,0	19.868,4
Repo	4.143,7	671,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	37.870,9	10.026,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2019.

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

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Total	117.373,0	49.230,2	92.661,9	24.430,5	49.235,5	44.241,5	39.143,6	19.865,7
Sociedades no financieras	7.119,3	1.492,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	63.048,2	23.402,5	92.661,9	24.430,5	49.235,5	44.241,5	39.143,6	19.865,7
Entidades de crédito	46.583,9	15.363,2	437,9	98,4	123,5	107,8	84,4	46,2
IIC, seguros y fondos de pensiones	8.525,2	4.337,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	7.939,1	3.701,5	92.224,0	24.332,1	49.111,9	44.133,7	39.059,2	19.819,5
Administraciones públicas	4.969,7	3.196,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	1.076,0	256,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	41.159,9	20.882,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2019.

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

	2016	2017	2018	2018 IV	2019 I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	17	15	14	14	14	13	13	13
Emisores privados	7	7	6	6	6	5	5	5
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	7	7	6	6	6	5	5	5
Administraciones públicas <sup>2</sup>	10	8	8	8	8	8	8	8
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	75	64	58	58	60	59	57	55
Emisores privados	26	24	19	19	19	16	16	16
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	26	24	19	19	19	16	16	16
Administraciones públicas <sup>2</sup>	49	40	39	39	41	43	41	39
Comunidades autónomas	23	22	21	21	21	21	21	20
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	10.203,4	9.718,0	8.268,3	8.268,3	8.247,4	8.202,0	8.163,1	7.355,1
Emisores privados	899,4	760,6	589,8	589,8	567,5	517,8	498,6	488,1
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	899,4	760,6	589,8	589,8	567,5	517,8	498,6	488,1
Administraciones públicas <sup>2</sup>	9.304,0	8.957,4	7.678,5	7.678,5	7.679,9	7.684,1	7.664,6	6.867,0
Comunidades autónomas	8.347,6	8.193,1	6.959,7	6.959,7	6.959,7	6.959,7	6.959,7	6.260,7

1 Datos disponibles: noviembre de 2019.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

## SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2018 IV	2019 I	II	III	IV <sup>1</sup>
Total	165.472,0	131.475,0	96.708,0	25.505,0	43.454,0	35.920,0	37.224,0	26.484,0
Simple	165.472,0	131.475,0	96.708,0	25.505,0	43.454,0	35.920,0	37.224,0	26.484,0
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: noviembre de 2019.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2017	2018	2019	2018	2019	II	III	IV <sup>1</sup>
				IV	I			
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional <sup>2</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	6.911.671	6.983.287	7.935.425	1.833.729	1.926.515	1.952.837	2.056.740	1.999.333
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.268.290	6.342.478	5.965.905	1.611.803	1.473.355	1.463.601	1.553.764	1.475.185
Futuro mini sobre Ibex 35	161.886	149.023	1.454.885	36.175	349.688	351.831	386.841	366.525
Futuro micro sobre Ibex 35	–	–	36	–	27	5	1	3
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	43.372	70.725	144.831	34.672	24.017	51.710	16.277	52.827
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	7.753	2.745	6	490	0	4	1	1
Opción <i>call</i> mini	206.843	193.480	177.369	64.297	36.917	33.841	46.123	60.488
Opción <i>put</i> mini	223.527	224.835	192.393	86.292	42.511	51.846	53.733	44.304
Sobre acciones <sup>5</sup>	32.335.004	31.412.879	32.841.027	8.641.796	8.703.690	9.672.088	5.126.089	9.339.160
Futuros	11.671.215	10.703.192	15.298.027	2.683.936	4.865.427	5.841.433	1.487.978	3.103.189
Futuros sobre dividendos de acciones	346.555	471.614	758.700	127.608	96.355	496.789	57.552	108.004
Futuros sobre dividendos de acciones plus	880	200	0	200	0	0	0	0
Opción <i>call</i>	8.848.643	7.761.974	7.405.619	1.917.543	1.812.214	1.555.488	1.439.960	2.597.957
Opción <i>put</i>	11.467.711	12.475.899	9.378.681	3.912.509	1.929.694	1.778.378	2.140.599	3.530.010

1 Datos disponibles: diciembre de 2019.

2 Nominal del contrato: 100.000 euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) y micro (multiplicador de 0,1 euros) 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.

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

				2018	2019			
	2017	2018	2019	IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.433,6	2.084,9	1.837,7	320,5	470,5	563,5	246,0	557,7
Sobre acciones	939,5	819,0	901,4	169,0	246,0	252,1	145,0	258,3
Sobre índices	1.443,0	1.160,5	809,3	145,0	199,5	261,4	80,9	267,5
Otros <sup>2</sup>	51,1	105,5	127,1	6,5	25,0	50,0	20,1	31,9
Número de emisiones	5.730	5.231	5.496	871	1.452	1.631	1.107	1.306
Número de emisores	6	5	6	3	5	5	5	6
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	1.964,5	953,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	1.950,0	950,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	14,5	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	15	11	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	2	2	0	0	0	0	0	0

1 Datos disponibles: diciembre de 2019.

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

	2016	2017	2018	2018 IV	2019 I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	715,5	462,6	435,2	152,9	87,3	81,6	59,4	41,4
Sobre acciones nacionales	248,4	156,8	93,3	29,8	19,8	25,6	14,6	14,4
Sobre acciones extranjeras	32,6	29,9	31,6	10,3	3,6	4,5	4,5	4,4
Sobre índices	420,4	266,0	305,5	111,1	63,5	50,3	39,2	21,3
Otros <sup>2</sup>	14,2	9,9	4,8	1,6	0,3	1,1	0,7	1,3
Número de emisiones <sup>3</sup>	6.296	5.084	3.986	954	972	938	872	797
Número de emisores <sup>3</sup>	8	7	7	7	7	7	8	8
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores <sup>3</sup>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.045,2	4.464,1	2.806,4	632,7	467,1	375,9	414,3	279,9
Número de fondos	33	8	6	6	6	6	5	5
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	349,3	359,3	288,9	288,9	301,3	296,5	267,0	269,5

1 Datos disponibles: noviembre de 2019.

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.

## Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2016	2017	2018	2018 IV	2019 I	II	III	IV
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	40	41	39	39	39	39	40	39
Sucursales en España	27	24	25	25	23	22	22	19
Agentes operantes en España	5.761	5.747	2.027	2.027	1.974	1.954	1.948	1.947
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	6	5	9	9	9	9	9	9
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	22	24	24	24	25	25	25	25
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1, 2</sup>	162	165	172	172	223	223	223	205
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	41	48	52	52	54	55	57	56
Sucursales en España	22	23	21	21	21	22	22	23
Agentes operantes en España	492	461	414	414	356	374	354	387
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	0	2	2	2	2	1	1	1
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	17	22	25	25	25	24	24	23
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1, 2</sup>	111	116	150	150	152	146	146	144
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	2	1	1	1	1	1	1	1
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	160	171	158	158	152	146	144	140
Sucursales en España	15	19	21	21	21	23	22	22
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	1	2	2	2	2	2	2	2
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	26	29	29	29	29	29	29	29
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1, 2</sup>	54	62	51	51	51	51	51	51
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	126	122	114	114	113	113	113	112

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

2 Número de pasaportes en libre prestación de servicios. Una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

3 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2016	2017	2018	2018 IV	2019 I	II	III	IV
Total	3.310	3.339	3.474	3.474	3.535	3.596	3.582	3.575
Empresas de servicios de inversión	2.843	2.872	3.002	3.002	3.068	3.117	3.103	3.096
Comunitarias	2.840	2.869	2.999	2.999	3.065	3.114	3.100	3.093
Con sucursal	46	53	61	61	61	64	62	65
En libre prestación de servicios	2.794	2.816	2.938	2.938	3.004	3.050	3.038	3.028
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito <sup>1</sup>	467	467	472	472	467	479	479	479
Comunitarias	460	461	466	466	461	473	473	473
Con sucursal	55	52	53	53	50	54	53	54
En libre prestación de servicios	405	409	413	413	411	419	420	419
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	7	6	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	5	4	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	2	3	3	3	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros

				2018		2019		
	2016	2017	2018	III	IV	I	II	III
RENTA FIJA								
Total	4.625.411,6	3.727.687,0	3.082.789,5	644.508,3	684.049,0	883.235,8	812.562,2	791.523,6
Sociedades de valores	3.171.599,2	2.347.959,0	2.184.921,9	463.909,0	487.804,5	615.169,4	575.936,8	574.831,6
Mercados organizados nacionales	1.350.483,4	836.831,1	855.948,9	222.782,1	205.986,0	247.928,9	220.796,9	239.719,8
Otros mercados nacionales	1.570.540,0	1.255.087,2	1.111.231,9	205.198,5	231.533,7	296.146,3	265.019,0	235.678,5
Mercados extranjeros	250.575,8	256.040,7	217.741,1	35.928,4	50.284,8	71.094,2	90.120,9	99.433,3
Agencias de valores	1.453.812,4	1.379.728,0	897.867,6	180.599,3	196.244,5	268.066,4	236.625,4	216.692,0
Mercados organizados nacionales	25.247,8	6.067,6	6.237,8	944,6	2.393,6	6.567,9	5.131,7	4.714,1
Otros mercados nacionales	1.222.925,7	1.175.387,4	702.731,7	148.974,5	140.269,1	219.215,9	195.568,6	178.640,9
Mercados extranjeros	205.638,9	198.273,0	188.898,1	30.680,2	53.581,8	42.282,6	35.925,1	33.337,0
RENTA VARIABLE								
Total	798.564,7	804.328,3	630.896,1	118.831,1	137.264,0	137.077,5	358.803,5	330.078,7
Sociedades de valores	636.727,0	660.312,8	600.442,4	114.083,1	131.497,7	131.816,5	354.079,3	326.053,1
Mercados organizados nacionales	583.283,9	610.682,8	525.648,7	105.785,0	110.589,9	78.179,0	92.697,9	69.963,7
Otros mercados nacionales	2.313,1	3.178,2	839,1	143,7	203,7	148,3	235,0	446,3
Mercados extranjeros	51.130,0	46.451,8	73.954,6	8.154,4	20.704,1	53.489,2	261.146,4	255.643,1
Agencias de valores	161.837,7	144.015,5	30.453,7	4.748,0	5.766,3	5.261,0	4.724,2	4.025,6
Mercados organizados nacionales	11.090,1	7.037,7	6.462,5	1.176,9	1.788,5	1.922,8	1.694,7	2.115,0
Otros mercados nacionales	8.902,9	12.052,0	1.328,5	217,1	329,2	250,4	252,7	241,5
Mercados extranjeros	141.844,7	124.925,8	22.662,7	3.354,0	3.648,6	3.087,8	2.776,8	1.669,1

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III
Total	10.985.305,6	10.708.583,9	10.308.915,0	2.257.783,7	2.578.868,8	2.524.895,6	2.594.223,7	2.595.476,8
Sociedades de valores	10.698.379,2	10.528.524,3	10.065.090,4	2.212.452,0	2.506.350,8	2.449.278,4	2.526.680,4	2.552.432,9
Mercados organizados nacionales	4.842.990,7	5.330.761,9	5.457.270,1	1.250.515,7	1.423.241,9	1.253.396,9	1.139.191,0	1.267.019,9
Mercados organizados extranjeros	5.204.785,7	4.676.156,7	3.927.718,5	863.611,6	849.883,8	952.954,8	1.008.116,6	999.213,7
Mercados no organizados	650.602,8	521.605,7	680.101,8	98.324,7	233.225,1	242.926,7	379.372,8	286.199,3
Agencias de valores	286.926,4	180.059,6	243.824,6	45.331,7	72.518,0	75.617,2	67.543,3	43.043,9
Mercados organizados nacionales	20.935,4	17.171,0	30.836,1	5.236,5	11.703,7	3.795,6	14.570,6	4.695,3
Mercados organizados extranjeros	59.427,1	48.043,8	105.915,8	21.002,9	27.394,7	34.491,2	24.127,6	21.661,2
Mercados no organizados	206.563,9	114.844,8	107.072,7	19.092,3	33.419,6	37.330,4	28.845,1	16.687,4

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 gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

				2018		2019		
	2016	2017	2018	III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CARTERAS								
Total <sup>2</sup>	15.818	12.601	16.171	14.929	16.171	17.467	19.523	21.934
Sociedades de valores. Total	5.743	3.769	3.806	3.901	3.806	3.711	3.663	3.619
IIC <sup>3</sup>	34	18	37	32	37	35	37	43
Otras <sup>4</sup>	5.709	3.751	3.769	3.869	3.769	3.676	3.626	3.576
Agencias de valores. Total	6.512	8.831	12.364	11.028	12.364	13.756	15.860	18.315
IIC <sup>3</sup>	90	89	83	91	83	83	80	79
Otras <sup>4</sup>	6.422	8.742	12.281	10.937	12.281	13.673	15.780	18.236
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	3.563	1	1	–	1	–	–	–
IIC <sup>3</sup>	1	1	1	–	1	–	–	–
Otras <sup>4</sup>	3.562	0	0	–	0	–	–	–
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total <sup>2</sup>	13.298.318	36.923.861	4.854.719	5.566.055	4.854.719	4.777.612	4.941.068	5.044.255
Sociedades de valores. Total	5.534.052	33.958.038	2.216.956	2.429.004	2.216.956	2.340.424	2.407.541	2.471.912
IIC <sup>3</sup>	890.371	344.474	838.379	834.096	838.379	860.229	921.876	1.020.180
Otras <sup>4</sup>	4.643.682	33.613.564	1.378.577	1.594.908	1.378.577	1.480.195	1.485.665	1.451.732
Agencias de valores. Total	2.557.207	2.949.741	2.619.297	3.137.051	2.619.297	2.437.188	2.533.527	2.572.343
IIC <sup>3</sup>	1.352.653	1.595.851	1.295.580	1.662.052	1.295.580	1.107.640	974.538	1.054.869
Otras <sup>4</sup>	1.204.553	1.353.890	1.323.717	1.474.999	1.323.717	1.329.548	1.558.989	1.517.474
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	5.207.059	16.082	18.466	–	18.466	–	–	–
IIC <sup>3</sup>	15.916	16.082	18.466	–	18.466	–	–	–
Otras <sup>4</sup>	5.191.143	0	0	–	0	–	–	–

1 Datos al final del periodo. Datos corregidos en diciembre de 2019.

2 Desde I-2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

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

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

**Asesoramiento financiero. Número de contratos<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.6

				2018		2019		
	2016	2017	2018	III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAF <sup>3</sup> )	21.341	20.170	23.149	24.116	23.149	23.947	24.479	25.762
Sociedades de valores. Total	4.678	5.125	5.241	5.825	5.241	5.605	5.852	5.971
Clientes minoristas	4.669	5.108	5.211	5.795	5.211	5.574	5.820	5.932
Clientes profesionales	3	6	21	21	21	23	24	29
Contrapartes elegibles	6	11	9	9	9	8	8	10
Agencias de valores. Total	14.358	15.045	17.908	18.291	17.908	18.342	18.627	19.791
Clientes minoristas	14.170	14.881	17.654	18.108	17.654	18.093	18.363	19.439
Clientes profesionales	154	132	199	134	199	202	211	310
Contrapartes elegibles	34	32	55	49	55	47	53	42
Sociedades gestoras de cartera <sup>3</sup> . Total	2.305	0	0	–	0	–	–	–
Clientes minoristas	2.303	0	0	–	0	–	–	–
Clientes profesionales	2	0	0	–	0	–	–	–
Contrapartes elegibles	0	0	0	–	0	–	–	–
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero <sup>4</sup> (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAF <sup>4</sup> )	11.515	16.473	35.287	11.411	35.287	3.878	14.337	30.581
Sociedades de valores	2.547	5.555	9.562	4.945	9.562	1.152	7.599	21.118
Agencias de valores	8.614	10.918	25.725	6.466	25.725	2.726	6.738	9.463
Sociedades gestoras de cartera <sup>4</sup>	354	0	0	–	0	–	–	–

1 Datos al final del 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 Desde I-2016 solo se muestra la información pública de final de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

4 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 de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros<sup>1</sup>

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	53.930	21.377	73.969	73.969	1.537	12.446	27.328	34.551
II. Comisiones netas	373.552	402.154	296.037	296.037	54.965	118.404	201.925	220.878
Comisiones percibidas	538.586	549.298	414.595	414.595	81.242	184.559	307.881	339.553
Tramitación y ejecución de órdenes	245.700	217.601	160.320	160.320	28.307	65.962	115.073	129.102
Colocación y aseguramiento de emisiones	5.955	17.553	11.090	11.090	155	2.153	4.103	4.636
Depósito y anotación de valores	47.843	38.200	42.958	42.958	11.013	22.946	34.619	34.792
Gestión de carteras	23.738	49.720	13.505	13.505	2.995	6.163	9.249	10.242
Diseño y asesoramiento	14.648	16.406	21.135	21.135	3.445	12.469	29.275	30.176
Búsqueda y colocación de paquetes	2.155	1.500	543	543	0	16	1.058	1.298
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	75.505	83.354	55.483	55.483	13.368	27.276	40.195	44.522
Otras	123.042	124.964	109.561	109.561	21.958	47.574	74.310	84.784
Comisiones satisfechas	165.034	147.144	118.558	118.558	26.277	66.155	105.956	118.675
III. Resultado de inversiones financieras	104.292	43.725	27.088	27.088	8.595	17.277	22.367	25.366
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.177	28.507	16.614	16.614	7.985	15.491	21.730	24.263
V. Margen bruto	530.597	495.763	413.708	413.708	73.082	163.618	273.350	305.058
VI. Resultado de explotación	169.499	145.364	85.837	85.837	-316	16.219	38.755	45.927
VII. Resultado de actividades continuadas	140.521	120.683	91.771	91.771	1.412	18.179	40.421	47.781
VIII. Resultado neto del ejercicio	140.521	157.065	91.771	91.771	1.412	18.179	40.421	47.781

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

<sup>2</sup> Datos disponibles: octubre de 2019.

## Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros<sup>1</sup>

				2018		2019		
	2016	2017	2018	III	IV	I	II	III
TOTAL								
Total	152.893	92.832	114.751	91.929	114.751	18.860	46.603	74.611
Activos monetarios y deuda pública	8.332	3.909	11.193	4.996	11.193	1.277	1.816	2.266
Otros valores de renta fija	35.415	34.369	11.842	13.858	11.842	6.852	14.210	21.178
Cartera interior	19.863	20.941	8.304	4.898	8.304	3.149	5.680	8.873
Cartera exterior	15.552	13.428	3.538	8.960	3.538	3.703	8.530	12.305
Renta variable	135.587	53.601	10.844	8.216	10.844	1.344	6.250	5.218
Cartera interior	14.010	11.494	9.901	7.504	9.901	971	3.542	4.265
Cartera exterior	121.577	42.107	943	712	943	373	2.708	953
Derivados	-52.325	-40.286	-1.167	-112	-1.167	-1.026	-1.236	-1.911
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-471	-288	-107	-46	-107	-99	-934	-2.105
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-1.030	114	3.884	2.732	3.884	524	255	829
Diferencias de cambio netas	-29.730	4.353	283	73	283	41	-78	-24
Otros productos y cargas de explotación	28.555	24.154	16.330	17.757	16.330	7.943	15.571	21.755
Otras operaciones	28.560	12.906	61.649	44.455	61.649	2.004	10.749	27.405
MARGEN DE INTERESES								
Total	53.930	21.377	73.968	50.419	73.968	1.536	12.445	27.327
Activos monetarios y deuda pública	1.708	1.576	2.036	1.446	2.036	482	648	839
Otros valores de renta fija	1.742	1.285	1.300	946	1.300	620	1.432	1.971
Cartera interior	809	415	124	72	124	36	67	113
Cartera exterior	933	870	1.176	874	1.176	584	1.365	1.858
Renta variable	24.619	6.140	3.673	2.479	3.673	54	1.824	1.800
Cartera interior	3.298	3.047	2.892	1.956	2.892	42	924	1.564
Cartera exterior	21.321	3.093	781	523	781	12	900	236
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-471	-288	-107	-46	-107	-99	-934	-2.105
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-1.030	114	3.884	2.732	3.884	524	255	829
Otras operaciones	27.362	12.550	63.182	42.862	63.182	-45	9.220	23.993
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	104.291	43.725	27.088	23.262	27.088	8.593	17.278	22.366
Activos monetarios y deuda pública	6.624	2.333	9.157	3.550	9.157	795	1.168	1.427
Otros valores de renta fija	33.673	33.084	10.542	12.912	10.542	6.232	12.778	19.207
Cartera interior	19.054	20.526	8.180	4.826	8.180	3.113	5.613	8.760
Cartera exterior	14.619	12.558	2.362	8.086	2.362	3.119	7.165	10.447
Renta variable	110.968	47.461	7.171	5.737	7.171	1.290	4.426	3.418
Cartera interior	10.712	8.447	7.009	5.548	7.009	929	2.618	2.701
Cartera exterior	100.256	39.014	162	189	162	361	1.808	717
Derivados	-52.325	-40.286	-1.167	-112	-1.167	-1.026	-1.236	-1.911
Otras operaciones	5.351	1.133	1.385	1.175	1.385	1.302	142	225
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-5.328	27.730	13.695	18.248	13.695	8.731	16.880	24.918
Diferencias de cambio netas	-29.730	4.353	283	73	283	41	-78	-24
Otros productos y cargas de explotación	28.555	24.154	16.330	17.757	16.330	7.943	15.571	21.755
Otras operaciones	-4.153	-777	-2.918	418	-2.918	747	1.387	3.187

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros<sup>1</sup>

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
I. Margen de intereses	903	3.127	1.583	1.583	56	609	783	794
II. Comisiones netas	108.111	120.674	135.782	135.782	28.211	58.008	89.925	100.236
Comisiones percibidas	129.682	142.771	156.624	156.624	32.691	66.889	103.815	116.022
Tramitación y ejecución de órdenes	24.181	20.449	20.018	20.018	5.880	11.788	17.375	19.377
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.193	3.427	1.120	1.120	74	208	580	580
Depósito y anotación de valores	603	903	824	824	204	421	649	725
Gestión de carteras	11.054	12.470	15.412	15.412	3.295	6.462	9.600	10.649
Diseño y asesoramiento	8.980	11.263	26.446	26.446	2.832	6.873	9.639	10.714
Búsqueda y colocación de paquetes	40	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	50.504	60.571	63.821	63.821	14.132	29.171	43.829	49.258
Otras	31.128	33.689	28.983	28.983	6.273	11.967	22.143	24.719
Comisiones satisfechas	21.571	22.097	20.842	20.842	4.480	8.881	13.890	15.786
III. Resultado de inversiones financieras	245	1.133	-51	-51	613	738	824	784
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.030	-1.680	-279	-279	-18	291	739	785
V. Margen bruto	108.229	123.254	137.035	137.035	28.862	59.646	92.271	102.599
VI. Resultado de explotación	10.140	17.024	12.031	12.031	3.198	7.071	8.749	9.279
VII. Resultado de actividades continuadas	6.982	11.620	7.459	7.459	2.819	6.404	8.107	8.161
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.982	11.620	7.459	7.459	2.819	6.404	8.107	8.161

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

2 Datos disponibles: octubre de 2019.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1</sup>

CUADRO 2.10

Miles de euros<sup>2</sup>

	2014	2015	2016	2017	2018
I. Margen de intereses	574	399	83	23	6
II. Comisiones netas	11.104	8.526	6.617	1.543	350
Comisiones percibidas	15.411	13.064	6.617	1.543	350
Gestión de carteras	13.572	11.150	4.228	1.095	350
Diseño y asesoramiento	849	371	354	59	0
Otras	990	1.544	2.035	390	0
Comisiones satisfechas	4.307	4.538	0	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	-6	-28	-1	6	-25
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-237	-234	-126	-52	-20
V. Margen bruto	11.435	8.663	6.573	1.520	311
VI. Resultado de explotación	5.860	3.331	3.172	623	-2
VII. Resultado de actividades continuadas	4.135	2.335	2.222	439	-2
VIII. Resultado neto del ejercicio	4.135	2.335	2.222	439	-2

1 Solo se muestra la información recogida en los estados públicos de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

2 Importes acumulados desde el inicio del año. Incluye las empresas dadas de baja a lo largo del año.

	2016	2017	2018	2018 III	2019 IV	I	II	III
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	44,13	33,40	42,36	34,20	42,36	39,00	36,69	35,74
Exceso de recursos propios (miles de euros)	965.833	803.793	915.383	825.626	915.383	919.676	919.410	901.336
% exceso <sup>4</sup>	451,60	317,54	429,49	327,45	429,49	387,56	358,66	346,78
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	15	18	20	20	20	23	21	24
> 100-≤ 300 %	25	23	29	22	29	28	28	26
> 300-≤ 500 %	13	14	10	18	10	9	9	10
> 500 %	18	18	15	15	15	16	19	20
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	45,97	34,28	45,16	35,54	45,16	41,02	38,02	36,95
Exceso de recursos propios (miles de euros)	912.248	755.143	874.235	780.992	874.235	875.732	870.260	852.187
% exceso <sup>4</sup>	474,60	328,55	464,51	344,24	464,51	412,79	375,22	361,84
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	8	8	7	9	7	7	5	7
> 100-≤ 300 %	11	10	10	7	10	12	14	14
> 300-≤ 500 %	9	8	7	10	7	5	4	3
> 500 %	12	13	14	13	14	14	15	15
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	26,35	24,69	21,17	22,13	21,17	21,98	24,11	24,11
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.620	48.452	40.952	44.634	40.952	43.944	49.151	49.149
% exceso <sup>4</sup>	229,33	208,66	164,84	176,67	164,84	174,71	201,36	201,40
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	7	10	13	11	13	16	16	17
> 100-≤ 300 %	13	12	18	15	18	16	14	12
> 300-≤ 500 %	4	6	3	8	3	4	5	7
> 500 %	5	5	1	2	1	2	4	5
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	61,64	30,70	29,68	–	29,68	–	–	–
Exceso de recursos propios (miles de euros)	5.965	198	196	–	196	–	–	–
% exceso <sup>4</sup>	670,22	282,86	272,22	–	272,22	–	–	–
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	0	0	0	–	0	–	–	–
> 100-≤ 300%	1	1	1	–	1	–	–	–
> 300-≤ 500%	0	0	0	–	0	–	–	–
> 500%	1	0	0	–	0	–	–	–

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios. Desde esa fecha 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 Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 2 Desde I-2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.
- 3 La 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. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 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 los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.12

	2016	2017	2018	2018 III	2019 IV	2019 I	2019 II	2019 III
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	15,74	17,73	12,27	9,83	12,27	1,42	4,93	6,91
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	20	40	35	40	41	36	39
0-≤ 15 %	31	28	22	23	22	24	24	27
> 15-≤ 45 %	17	22	10	17	10	16	20	17
> 45-≤ 75 %	6	4	6	6	6	2	3	4
> 75 %	11	15	14	12	14	10	11	10
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	15,93	17,84	12,16	9,52	12,16	0,08	3,92	6,36
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	7	18	16	18	19	18	19
0-≤ 15 %	20	17	12	13	12	13	12	15
> 15-≤ 45 %	6	11	5	9	5	6	8	5
> 45-≤ 75 %	2	1	2	1	2	0	1	1
> 75 %	5	4	2	1	2	1	0	0
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	11,30	16,49	13,24	13,43	13,24	13,40	14,55	11,80
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	13	21	19	21	22	18	20
0-≤ 15 %	10	11	10	10	10	11	12	12
> 15-≤ 45 %	11	10	5	8	5	10	12	12
> 45-≤ 75 %	3	3	4	5	4	2	2	3
> 75 %	6	11	12	11	12	9	11	10
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	46,28	20,65	-0,84	-	-0,84	-	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	1	-	1	-	-	-
0-≤ 15 %	1	0	0	-	0	-	-	-
> 15-≤ 45 %	0	1	0	-	0	-	-	-
> 45-≤ 75 %	1	0	0	-	0	-	-	-
> 75 %	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 Desde I-2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes<sup>1</sup>

CUADRO 2.13

Miles de euros

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>2</sup></b>					
Total	21.284.942	25.084.882	30.174.877	30.790.535	31.658.460
Clientes minoristas	5.671.431	6.499.049	7.588.143	9.096.071	10.281.573
Clientes profesionales	4.808.250	5.108.032	5.654.358	6.482.283	7.052.031
Otros	10.805.261	13.477.801	16.932.376	15.212.181	14.324.856
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>					
Total	48.460	57.231	52.534	65.802	62.168
Comisiones percibidas	47.641	56.227	51.687	65.191	61.079
Otros ingresos	819	1.004	847	611	1.088
<b>PATRIMONIO NETO</b>					
Total	24.808	25.021	24.119	32.803	33.572
Capital social	5.372	5.881	6.834	8.039	6.894
Reservas y remanentes	7.978	7.583	12.123	13.317	15.386
Resultado del ejercicio <sup>3</sup>	11.458	11.481	7.511	11.361	10.626
Resto de fondos propios	-	76	-2.349	86	666

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAF a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2 Datos al final del periodo.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	5.035	4.564	4.386	4.386	4.351	4.324	4.290	4.233
Fondos de inversión	1.748	1.676	1.617	1.617	1.612	1.620	1.611	1.595
Sociedades de inversión	3.239	2.833	2.713	2.713	2.682	2.643	2.614	2.569
IIC de IIC de inversión libre	7	8	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	41	47	49	49	50	54	58	62
Total IIC inmobiliarias	9	7	7	7	6	6	6	5
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	4	4	4	4	4	4	3
Total IIC extranjeras comercializadas en España	941	1.013	1.024	1.024	1.000	1.020	1.017	973
Fondos extranjeros comercializados en España	441	455	429	429	396	403	392	339
Sociedades extranjeras comercializadas en España	500	558	595	595	604	617	625	634
SGIIC	101	109	119	119	119	121	123	123
Depositarias IIC	56	54	37	37	36	36	36	36

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva<sup>1, 2</sup>

CUADRO 3.2

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>3</sup>
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	8.704.329	10.704.585	11.627.118	11.627.118	11.615.863	11.748.951	11.620.670	11.825.445
Fondos de inversión	8.248.249	10.283.312	11.213.482	11.213.482	11.208.135	11.347.628	11.221.151	11.427.106
Sociedades de inversión	456.080	421.273	413.636	413.636	407.728	401.323	399.519	398.339
Total IIC inmobiliarias	4.601	1.424	905	905	905	909	811	801
Fondos de inversión inmobiliaria	3.927	1.097	483	483	483	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	674	327	422	422	422	426	328	318
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4, 5</sup>	1.748.604	1.984.474	3.172.682	3.172.682	3.233.984	3.147.153	3.144.420	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	372.872	431.295	547.517	547.517	546.485	500.154	488.522	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.375.732	1.553.179	2.625.165	2.625.165	2.687.499	2.646.999	2.655.898	n.d.

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 A partir de I-2018 los datos de IIC extranjeras se estiman con la información recibida hasta el momento.

3 Datos disponibles: octubre de 2019.

4 Solo incluye datos de UCIT. Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF.

5 Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

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.

## Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva<sup>1</sup>

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	269.953,8	296.619,5	286.930,9	286.930,9	297.624,2	300.021,8	301.467,3	302.187,0
Fondos de inversión <sup>3</sup>	237.862,2	265.194,8	259.095,0	259.095,0	268.363,8	270.916,0	273.100,7	273.839,0
Sociedades de inversión	32.091,6	31.424,7	27.835,9	27.835,9	29.260,4	29.105,8	28.366,6	28.348,1
Total IIC inmobiliarias	1.077,4	991,4	1.058,2	1.058,2	1.061,6	1.070,2	1.069,50	1.056,8
Fondos de inversión inmobiliaria	370,1	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,3	309,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	707,3	631,4	748,8	748,8	752,3	760,8	760,2	747,4
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4,5</sup>	114.990,2	150.420,6	162.701,9	162.701,9	177.916,0	180.975,8	177.366,2	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	21.337,5	26.133,9	34.237,0	34.237,0	36.028,6	36.796,2	30.010,6	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	93.652,8	124.286,7	128.464,8	128.464,8	141.887,4	144.179,6	147.356,0	n.d.

1 A partir de I-2018 los datos de IIC extranjeras se estiman con la información recibida hasta el momento.

2 Datos disponibles: octubre de 2019.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2019, del orden de 6.838,2 millones de euros.

4 Solo incluye datos de las UCITS. Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF.

5 Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019	I	II	III
				III	IV			
Patrimonio	237.862,2	265.194,8	259.095,0	274.645,4	259.095,0	268.363,8	270.916,0	273.100,7
Cartera de inversiones financieras	219.141,1	244.598,0	241.016,2	253.303,6	241.016,2	247.325,5	251.189,1	251.719,1
Cartera interior	95.799,1	83.032,1	74.486,1	75.622,0	74.486,1	74.823,9	73.843,0	69.542,8
Valores representativos de deuda	63.471,1	55.389,1	50.537,5	48.998,8	50.537,5	50.908,9	51.611,7	47.670,3
Instrumentos de patrimonio	8.529,9	10.911,7	10.868,4	12.330,6	10.868,4	10.718,9	9.788,0	9.258,3
Instituciones de inversión colectiva	6.249,5	7.625,9	6.984,9	7.982,1	6.984,9	7.591,5	7.690,2	7.982,2
Depósitos en EE. CC.	17.134,3	8.657,1	5.854,8	5.973,5	5.854,8	5.358,8	4.493,0	4.375,5
Derivados	405,7	441,4	235,4	331,8	235,4	240,1	254,7	251,3
Otros	8,5	6,8	5,2	5,3	5,2	5,7	5,4	5,2
Cartera exterior	123.336,0	161.556,6	166.522,5	177.674,3	166.522,5	172.494,1	177.336,6	182.169,4
Valores representativos de deuda	56.307,9	67.794,0	74.079,1	76.175,4	74.079,1	74.020,9	77.987,5	82.625,8
Instrumentos de patrimonio	20.035,3	27.081,8	26.660,8	30.409,3	26.660,8	27.351,1	26.943,6	30.924,1
Instituciones de inversión colectiva	46.435,1	66.099,9	65.624,3	70.839,7	65.624,3	70.906,7	72.134,2	68.328,8
Depósitos en EE. CC.	81,2	74,7	21,1	38,4	21,1	24,2	29,9	14,7
Derivados	474,3	504,7	136,0	210,0	136,0	190,0	240,4	275,0
Otros	2,3	1,4	1,2	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,1	9,3	7,6	7,3	7,6	7,5	9,5	6,9
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	18.392,6	19.988,5	16.897,1	20.668,7	16.897,1	19.929,6	18.625,3	20.954,7
Neto deudores/acreadores	328,5	608,3	1.181,7	673,1	1.181,7	1.108,7	1.101,6	426,9

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	32.091,6	31.424,7	27.835,9	30.758,8	27.835,9	29.260,4	29.105,8	28.366,6
Cartera de inversiones financieras	28.127,7	28.804,9	24.840,8	27.919,3	24.840,8	25.815,5	25.773,8	25.140,6
Cartera interior	7.707,1	6.229,4	5.031,5	5.390,3	5.031,5	5.027,8	4.828,1	4.621,3
Valores representativos de deuda	2.395,4	1.653,8	1.433,8	1.237,0	1.433,8	1.369,5	1.346,1	1.265,2
Instrumentos de patrimonio	2.871,9	2.674,5	2.193,7	2.543,9	2.193,7	2.224,3	2.077,3	1.992,2
Instituciones de inversión colectiva	1.485,3	1.625,9	1.193,8	1.400,3	1.193,8	1.239,3	1.217,6	1.178,6
Depósitos en EE. CC.	925,3	236,2	164,3	170,4	164,3	148,2	152,7	134,6
Derivados	-5,2	-0,6	-0,2	-5,5	-0,2	-1,1	-16,9	-2,1
Otros	34,4	39,7	46,2	44,2	46,2	47,5	51,2	52,9
Cartera exterior	20.412,7	22.566,2	19.803,8	22.524,0	19.803,8	20.782,3	20.940,9	20.512,8
Valores representativos de deuda	4.263,3	4.396,6	4.241,6	4.298,8	4.241,6	4.430,9	4.495,4	4.469,0
Instrumentos de patrimonio	6.465,5	6.987,8	5.979,1	7.169,8	5.979,1	6.297,4	6.188,7	5.975,1
Instituciones de inversión colectiva	9.653,0	11.153,5	9.540,9	11.048,2	9.540,9	10.010,0	10.205,1	10.023,7
Depósitos en EE. CC.	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1
Derivados	15,7	19,3	27,6	-5,6	27,6	27,2	36,6	27,6
Otros	8,4	8,9	14,5	12,8	14,5	15,7	14,1	16,3
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	9,3	5,6	4,9	5,6	5,4	4,8	6,4
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,6	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	3.791,7	2.421,7	2.731,9	2.576,1	2.731,9	3.235,0	3.121,1	2.926,1
Neto deudores/acreedores	172,2	197,5	262,6	262,9	262,6	209,4	210,3	299,4

				2018	2019			
	2016	2017	2018	IV	I	II	III	IV <sup>3</sup>
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.805	1.741	1.725	1.725	1.704	1.737	1.723	1.721
Renta fija <sup>4</sup>	306	290	279	279	274	283	283	285
Renta fija mixta <sup>5</sup>	148	155	168	168	166	173	171	171
Renta variable mixta <sup>6</sup>	168	176	184	184	188	191	186	187
Renta variable euro	112	111	113	113	113	114	113	113
Renta variable internacional	201	211	236	236	240	253	257	261
Garantizado renta fija	122	79	67	67	66	66	66	66
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	198	188	163	163	161	164	159	159
Fondos globales	203	225	242	242	238	240	252	254
De gestión pasiva <sup>8</sup>	220	202	172	172	160	161	148	137
Retorno absoluto	106	104	99	99	96	90	86	86
PARTÍCIPEs								
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.217.569	11.211.400	11.350.779	11.227.036	11.432.443
Renta fija <sup>4</sup>	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.709.547	2.737.450	3.279.530	3.376.056	3.499.138
Renta fija mixta <sup>5</sup>	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.188.157	1.168.810	1.124.303	1.044.836	1.054.517
Renta variable mixta <sup>6</sup>	448.491	584.408	624.290	624.290	620.258	695.823	695.444	697.020
Renta variable euro	395.697	710.928	831.115	831.115	820.890	564.406	553.832	567.551
Renta variable internacional	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.225.366	2.226.793	2.301.171	2.512.222	2.574.075
Garantizado renta fija	307.771	190.075	165.913	165.913	162.551	164.034	161.392	160.624
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	552.445	527.533	494.660	494.660	493.318	491.969	461.897	454.076
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.501.730	1.535.831	1.553.357	1.291.172	1.317.568
De gestión pasiva <sup>8</sup>	746.233	638.966	543.192	543.192	525.194	503.369	474.947	453.901
Retorno absoluto	565.325	858.170	930.641	930.641	917.346	669.857	652.278	651.013
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	259.095,0	268.363,8	270.916,0	273.100,7	273.839,0
Renta fija <sup>4</sup>	74.226,4	70.563,9	66.889,3	66.889,3	70.391,3	73.202,8	77.871,1	78.363,7
Renta fija mixta <sup>5</sup>	40.065,6	43.407,0	40.471,0	40.471,0	40.980,6	39.643,5	38.959,2	39.310,0
Renta variable mixta <sup>6</sup>	16.310,6	22.386,7	23.256,0	23.256,0	24.465,0	27.350,1	27.613,4	27.763,6
Renta variable euro	8.665,9	12.203,2	12.177,7	12.177,7	11.844,7	10.676,8	10.034,3	9.943,8
Renta variable internacional	17.678,8	24.064,6	24.404,9	24.404,9	27.088,3	27.262,4	30.447,0	31.235,6
Garantizado renta fija	8.679,8	5.456,7	4.887,4	4.887,4	5.065,6	5.197,8	5.143,1	5.084,4
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	15.475,7	15.417,5	14.556,0	14.556,0	14.724,9	14.938,2	14.395,0	14.030,6
Fondos globales	20.916,8	35.511,5	42.137,2	42.137,2	44.221,3	44.669,4	41.702,5	41.737,8
De gestión pasiva <sup>8</sup>	23.601,6	19.477,8	16.138,6	16.138,6	16.396,7	15.983,2	15.355,0	14.660,0
Retorno absoluto	12.215,2	16.705,9	14.172,5	14.172,5	13.181,5	11.988,8	11.577,6	11.706,8

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 esta.

3 Datos disponibles: octubre de 2019.

4 Hasta I-2019 incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, Monetario y Monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye: FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, Renta fija euro y Renta fija euro corto plazo.

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

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

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial.

8 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva. Desde II-2019 incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replica un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

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

CUADRO 3.7

				2018	2019			
	2016	2017	2018	IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
PARTÍCIPEs								
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.217.569	11.211.400	11.350.779	11.227.026	11.432.443
Personas físicas	8.059.916	10.080.255	11.008.977	11.008.977	11.005.326	11.145.137	11.024.532	11.228.258
Residentes	7.985.404	9.994.395	10.917.387	10.917.387	10.913.775	11.051.925	10.931.913	11.134.775
No residentes	74.512	85.860	91.590	91.590	91.551	93.212	92.619	93.483
Personas jurídicas	193.695	207.199	208.592	208.592	206.074	205.642	202.494	204.185
Entidades de crédito	497	515	655	655	655	649	638	1.425
Otros agentes residentes	192.381	205.804	207.073	207.073	204.512	204.084	200.945	201.856
Entidades no residentes	817	880	864	864	907	909	911	197.167
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	259.095,0	268.363,8	270.916,0	273.100,7	273.839,0
Personas físicas	195.567,5	218.429,6	215.785,0	215.785,0	223.371,6	225.612,8	227.293,8	227.702,6
Residentes	192.743,0	215.290,8	212.758,3	212.758,3	220.238,6	222.417,1	224.066,0	224.541,9
No residentes	2.824,5	3.138,8	3.026,7	3.026,7	3.132,9	3.195,7	3.227,8	3.160,7
Personas jurídicas	42.294,8	46.765,1	43.310,0	43.310,0	44.992,2	45.303,2	45.806,9	46.136,4
Entidades de crédito	374,3	342,2	384,1	384,1	402,1	358,0	321,5	421,0
Otros agentes residentes	41.212,4	45.518,8	41.967,9	41.967,9	43.629,7	44.069,5	44.662,0	44.916,3
Entidades no residentes	708,1	904,1	957,9	957,9	960,4	875,8	823,4	799,1

1 Datos disponibles: octubre de 2019.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1, 2</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018	2019			
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	113.274,7	151.586,4	130.577,0	23.005,0	24.709,7	28.564,6	35.971,0	32.555,6
Renta fija	53.163,3	59.088,5	53.165,8	8.699,0	9.957,0	15.237,7	19.188,6	15.125,4
Renta fija mixta	11.065,3	20.513,3	14.823,4	2.410,4	2.181,0	2.760,4	3.396,7	3.373,1
Renta variable mixta	4.250,6	10.452,2	10.406,8	2.037,0	1.722,8	1.454,2	4.411,4	1.624,4
Renta variable euro	3.716,3	9.452,9	7.024,3	1.215,5	1.168,8	1.045,0	672,9	511,4
Renta variable internacional	7.167,6	14.866,5	13.265,2	2.768,8	2.698,0	2.263,4	3.305,0	7.452,2
Garantizado renta fija	2.005,3	986,9	796,0	171,2	346,9	507,6	301,5	36,7
Garantizado renta variable	7.942,5	2.413,1	2.116,8	358,8	921,7	411,8	395,5	68,6
Fondos globales	8.914,5	21.571,9	20.455,3	4.014,5	3.820,1	3.373,1	3.416,6	2.296,0
De gestión pasiva	10.195,7	2.374,0	3.014,3	559,7	1.344,8	1.025,7	383,0	376,4
Retorno absoluto	4.853,2	9.867,1	5.493,3	770,1	548,6	485,7	499,9	1.691,4
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	99.492,3	130.248,0	122.669,5	22.161,3	28.594,5	28.990,0	35.660,4	32.262,7
Renta fija	45.549,5	62.087,2	55.823,7	9.449,9	10.707,5	12.244,8	16.719,5	10.531,1
Renta fija mixta	14.242,9	18.011,6	16.685,2	3.002,9	4.122,6	3.285,9	5.360,9	4.307,6
Renta variable mixta	7.280,8	4.942,6	7.344,0	1.298,8	1.812,1	1.629,8	1.792,4	1.551,0
Renta variable euro	4.259,2	6.908,0	5.246,8	1.340,1	1.381,0	2.381,9	1.899,1	1.024,1
Renta variable internacional	6.821,0	10.363,6	9.476,0	1.763,1	2.257,4	2.451,9	3.466,6	4.691,8
Garantizado renta fija	5.208,0	3.876,9	1.202,9	170,2	323,5	409,2	277,3	162,9
Garantizado renta variable	2.464,1	3.001,5	2.582,6	544,7	619,8	440,1	381,1	816,4
Fondos globales	5.334,6	8.587,6	11.301,6	2.268,8	3.951,1	3.173,8	3.124,3	5.702,2
De gestión pasiva	4.405,7	6.954,8	5.776,3	807,1	1.331,6	1.312,0	1.063,1	1.139,0
Retorno absoluto	3.906,8	5.488,2	7.230,5	1.515,7	2.087,8	1.660,6	1.575,9	2.336,3

1 Datos estimados.

2 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:**  
**Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos<sup>1</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	13.823,2	21.325,0	7.841,8	856,1	-3.941,6	-402,3	326,2	295,6
Renta fija	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	-887,2	-762,9	2.996,7	2.469,2	4.352,6
Renta fija mixta	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	-295,7	-1.948,2	-543,8	-1.631,4	-949,3
Renta variable mixta	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	634,5	-67,4	-27,3	2.623,8	-0,8
Renta variable euro	-538,0	2.549,7	1.848,7	-124,6	-111,6	-1.331,1	-1.272,8	-518,3
Renta variable internacional	-32,5	4.514,0	3.864,1	961,8	450,3	-183,5	-38,9	2.843,5
Garantizado renta fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-168,1	53,7	98,3	24,2	-126,2
Garantizado renta variable	5.465,9	-309,5	-667,2	-245,6	215,0	-28,5	-4,7	-745,2
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	1.836,9	-139,1	182,9	93,2	-3.325,4
De gestión pasiva	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-77,2	10,0	-270,6	-680,3	-780,1
Retorno absoluto	943,5	4.287,3	-1.899,6	-794,1	-1.641,4	-1.295,4	-1.256,1	-454,9
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	1.909,9	6.022,6	-13.919,3	25,4	-11.605,9	9.677,3	2.229,8	1.898,4
Renta fija	399,3	-24,1	-908,5	-57,8	-284,1	505,3	342,6	316,0
Renta fija mixta	25,1	451,4	-1.865,1	-40,9	-1.219,8	1.055,2	296,2	267,5
Renta variable mixta	2,2	577,8	-1.616,6	108,3	-1.459,3	1.236,3	261,2	264,1
Renta variable euro	110,8	987,8	-1.871,2	-172,4	-1.695,6	998,1	105,4	-124,2
Renta variable internacional	568,4	1.872,3	-3.522,6	202,1	-3.693,2	2.867,1	213,7	341,1
Garantizado renta fija	3,9	39,4	6,6	-35,0	54,0	79,9	107,9	71,5
Garantizado renta variable	43,1	251,3	-194,2	-124,2	46,8	197,3	218,0	202,0
Fondos globales	432,1	1.190,3	-2.602,1	206,3	-2.399,5	1.901,9	355,3	359,1
De gestión pasiva	281,5	472,9	-537,5	-21,4	-451,9	532,5	266,7	157,6
Retorno absoluto	43,7	203,4	-796,6	-38,4	-493,2	304,3	63,5	43,7

<sup>1</sup> Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

				2018		2019		
	2016	2017	2018	III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,91	3,41	-4,19	0,25	-4,14	3,92	1,08	0,95
Renta fija	1,24	0,59	-0,79	0,05	-0,30	0,88	0,61	0,55
Renta fija mixta	1,26	2,22	-3,25	0,16	-2,66	2,86	1,01	0,95
Renta variable mixta	1,45	4,36	-5,46	0,73	-5,72	5,48	1,33	1,32
Renta variable euro	3,38	11,14	-11,98	-0,75	-12,66	8,42	1,44	-0,81
Renta variable internacional	5,55	10,80	-11,89	1,15	-13,73	11,43	1,21	1,55
Garantizado renta fija	0,79	1,14	0,56	-0,63	1,23	1,77	2,21	1,50
Garantizado renta variable	1,09	2,18	-0,80	-0,71	0,43	1,50	1,61	1,54
Fondos globales	3,95	5,39	-5,11	0,77	-5,25	4,67	1,09	1,15
De gestión pasiva	2,11	2,81	-2,55	0,02	-2,66	3,44	1,81	1,15
Retorno absoluto	1,41	2,32	-4,01	-0,02	-3,09	2,42	0,74	0,59
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,95	0,91	0,86	0,22	0,21	0,21	0,21	0,21
Renta fija	0,58	0,54	0,45	0,12	0,11	0,11	0,11	0,11
Renta fija mixta	1,12	1,05	0,96	0,24	0,24	0,23	0,22	0,23
Renta variable mixta	1,40	1,34	1,26	0,32	0,31	0,31	0,32	0,32
Renta variable euro	1,75	1,71	1,47	0,37	0,35	0,37	0,37	0,37
Renta variable internacional	1,71	1,69	1,41	0,36	0,33	0,38	0,35	0,34
Garantizado renta fija	0,68	0,48	0,38	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,70	0,58	0,53	0,13	0,13	0,12	0,12	0,11
Fondos globales	1,26	1,07	0,98	0,25	0,25	0,25	0,25	0,26
De gestión pasiva	0,56	0,52	0,48	0,12	0,11	0,11	0,11	0,10
Retorno absoluto	0,96	0,91	0,79	0,20	0,20	0,19	0,20	0,20
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,07	0,07	0,06	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,12	0,11	0,10	0,02	0,02	0,02	0,03	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,07	0,06	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02

<sup>1</sup> Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

## Rentabilidad de los fondos de inversión: Detalle por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.11

%

	2016	2017	2018	2018	2019	II	III	IV <sup>2</sup>
				IV	I			
Total fondos de inversión	0,98	2,42	-4,89	-4,13	3,85	0,83	0,71	0,12
Renta fija	0,52	-0,13	-1,44	-0,42	0,75	0,47	0,42	-0,15
Renta fija mixta	0,27	1,10	-4,27	-2,85	2,65	0,75	0,69	-0,05
Renta variable mixta	1,19	3,23	-6,45	-5,83	5,32	1,03	0,97	0,08
Renta variable euro	2,61	11,16	-13,01	-11,94	8,21	0,82	-1,13	1,52
Renta variable internacional	4,15	8,75	-12,34	-13,06	11,86	0,79	1,37	1,11
Garantizado renta fija	-0,03	0,72	0,09	1,14	1,51	2,12	1,39	-0,40
Garantizado renta variable	0,19	1,61	-1,33	0,34	1,38	1,42	1,42	-0,27
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	-5,27	4,62	0,82	0,77	-0,01
De gestión pasiva	1,16	2,13	-3,16	-2,74	3,37	1,66	0,96	0,08
Retorno absoluto	0,38	1,44	-4,81	-3,14	2,26	0,54	0,35	-0,05

<sup>1</sup> Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

<sup>2</sup> Datos disponibles: octubre de 2019.

## IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2016	2017	2018	2018	2019			
				III	IV	I	II	III
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.930	3.656	4.444	4.350	4.444	5.937	5.846	6.451
Patrimonio (millones de euros)	1.889,2	2.298,2	2.262,2	2.397,7	2.262,2	2.395,0	2.321,5	2.467,1
Suscripciones (millones de euros)	425,5	663,9	500,7	150,2	89,2	106,7	139,6	208,3
Reembolsos (millones de euros)	376,6	607,2	320,4	74,5	7,2	71,4	225,7	68,7
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	48,9	56,7	180,3	75,6	82,0	35,3	-86,2	139,6
Rendimientos netos (millones de euros)	75,5	149,4	-153,8	-13,2	-155,0	97,5	12,6	6,0
Rentabilidad (%)	4,32	7,84	-6,47	-0,75	-6,16	5,56	0,36	0,22
Rendimientos de gestión <sup>1</sup> (%)	4,68	9,51	-5,46	-0,40	-6,51	4,42	0,83	0,49
Gastos comisión de gestión <sup>1</sup> (%)	2,25	2,59	1,70	0,24	0,22	0,48	0,25	0,23
Gastos de financiación <sup>1</sup> (%)	0,10	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	1.237	3.596	2.804	2.802	2.804	2.847	2.850	2.681
Patrimonio (millones de euros)	293,7	468,7	468,8	472,2	468,8	506,9	513,7	562,4
Suscripciones (millones de euros)	0,0	205,4	7,2	1,5	1,8	29,9	0,2	42,2
Reembolsos (millones de euros)	28,1	22,1	0,6	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-28,1	183,4	6,6	1,4	1,8	29,7	0,0	42,2
Rendimientos netos (millones de euros)	2,1	-8,3	-6,5	1,8	-5,2	8,6	6,8	6,5
Rentabilidad (%)	0,90	-1,66	-1,28	0,42	-1,06	1,90	1,30	1,10
Rendimientos de gestión <sup>2</sup> (%)	-0,95	-0,24	-3,04	0,99	-0,76	2,20	1,64	1,61
Gastos comisión de gestión <sup>2</sup> (%)	0,82	1,45	1,64	0,42	0,43	0,48	0,39	0,39
Gastos comisión de depósito <sup>2</sup> (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02

1 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

## SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2016	2017	2018	2018	2019			
				IV	I	II	III	IV <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>2</sup></b>								
Fondos de inversión	1.748	1.676	1.617	1.617	1.612	1.620	1.611	1.607
Sociedades de inversión	3.231	2.824	2.713	2.713	2.673	2.634	2.605	2.591
IIC de IIC de inversión libre	7	8	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	41	47	49	49	50	54	58	61
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	4	4	4	4	4	4	3
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	259.095,0	268.363,8	270.916,0	273.100,7	273.839,0
Sociedades de inversión	31.783,2	31.021,1	27.479,7	27.479,7	28.865,9	28.712,6	27.984,6	27.961,6
IIC de IIC de inversión libre	293,7	468,7	468,8	468,8	506,9	513,7	562,4	-
IIC de inversión libre	1.889,2	2.298,2	2.262,2	2.262,2	2.389,7	2.321,5	2.467,1	-
Fondos de inversión inmobiliaria	370,1	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,3	309,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	707,3	631,5	748,8	748,8	752,3	760,8	760,2	747,4

1 Datos disponibles: octubre de 2019.

2 Información de registro de IIC.

				2018		2019		
	2016	2017	2018	III	IV	I	II	III
VOLUMEN DE INVERSIÓN <sup>4</sup> (millones de euros)								
Total	114.990,2	150.420,6	162.701,9	176.791,3	162.701,9	177.916,0	180.975,8	177.366,2
Fondos	21.337,5	26.133,9	34.237,1	34.852,9	34.237,1	36.028,6	36.796,2	30.010,6
Sociedades	93.652,8	124.286,7	128.464,8	141.938,4	128.464,8	141.887,4	144.179,6	147.355,6
N.º DE INVERSORES								
Total	1.748.604	1.984.474	3.172.682	3.036.154	3.172.682	3.233.984	3.147.153	3.144.420
Fondos	372.872	431.295	547.517	593.081	547.517	546.485	500.154	488.522
Sociedades	1.375.732	1.553.179	2.625.165	2.443.073	2.625.165	2.687.499	2.646.999	2.655.898
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	941	1.013	1.024	1.031	1.024	1.000	1.020	1.020
Fondos	441	455	429	445	429	396	403	403
Sociedades	500	558	595	586	595	604	617	617
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	391	429	447	444	447	455	457	457
Francia	286	292	263	270	263	233	234	234
Irlanda	160	184	200	200	200	200	211	211
Alemania	32	35	42	41	42	43	46	46
Reino Unido	32	33	27	31	27	25	25	25
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	21	24	24	24	23	25	25
Bélgica	4	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	4	8	9	9	9	9	10	10
Liechtenstein	6	3	4	4	4	4	4	4

1 El número de instituciones y su distribución por estado de origen incluye solamente las UCITS (sociedades y fondos) registradas en la CNMV.

2 Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

3 Hasta IV-2017 no se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF. A partir de I-2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con la información recibida hasta el momento.

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

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2016	2017	2018	2018	2019			
				IV	I	II	III	IV <sup>2</sup>
FONDOS								
Número	3	3	2	2	2	2	2	2
Partícipes	3.927	1.097	483	483	483	483	483	483
Patrimonio (millones de euros)	370,1	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,3	309,3
Rentabilidad (%)	-5,35	-2,60	0,24	-0,01	-0,01	0,00	-0,01	0,00
SOCIEDADES								
Número	6	4	4	4	4	4	4	3
Accionistas	674	327	422	422	422	426	383	318
Patrimonio (millones de euros)	707,3	631,5	748,8	748,8	752,3	760,8	760,2	747,4

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

2 Datos disponibles: octubre de 2019.



