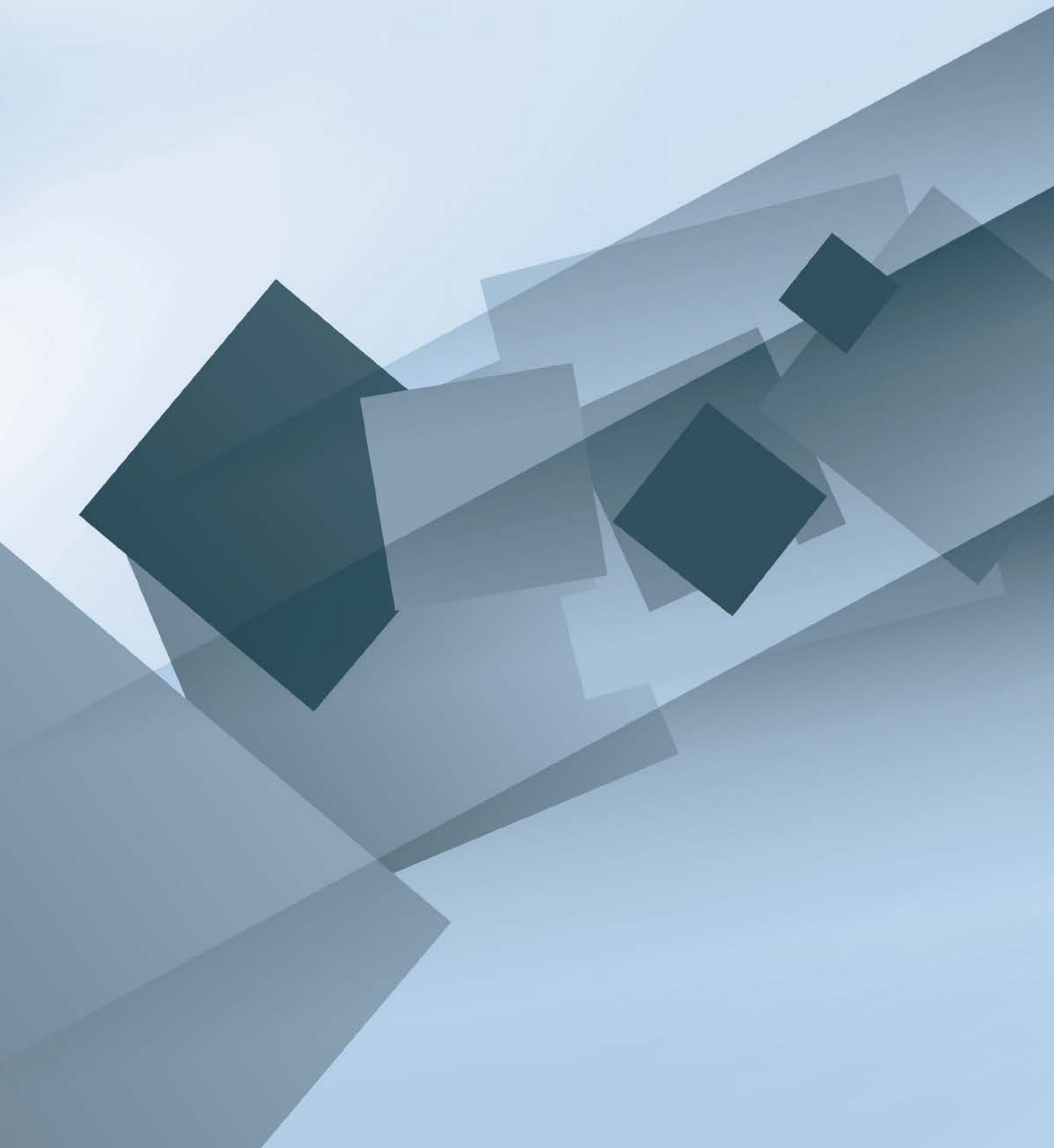




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2019



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
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.

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	77
	Intermediación financiera no bancaria en España	79
	Anna Isperto	
	Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017	123
	Juan-Pedro Gómez	
III	Anexo legislativo	161
IV	Anexo estadístico	169

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CCVO	Contrato de compraventa de opciones
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit Default Swap
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Difference
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DC	Defensor del cliente
DCV	Depositarios 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
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
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

ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital riesgo
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 / Financial Technology
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / Forward Rate Agreement
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
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
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 / International Securities Identification Number
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / Legal Entity Identifier
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
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 / National Competent Authority
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PUI	Préstamo de Última Instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROC	Regulatory Oversight Committee
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
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
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
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
SON	Sistema organizado de negociación
SRB	Single Resolution Board
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / Suspicious transaction and order report
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
TIR	Tasa interna de retorno

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 / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV
VTD	Valor teórico del derecho

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	29
2.3	Perspectivas	36
3	La evolución de los mercados nacionales	38
3.1	Los mercados bursátiles	39
3.2	Los mercados de renta fija	46
4	Los agentes de los mercados	56
4.1	Vehículos de inversión	56
4.2	Prestación de servicios de inversión	64
4.3	Sociedades gestoras de IIC	72
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	73

Índice de recuadros

Recuadro 1:	¿Hacia un giro en la política monetaria del BCE?	19
Recuadro 2:	Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección	34
Recuadro 3:	La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI)	53

1 Resumen ejecutivo

- Los temores a la ralentización del crecimiento mundial, que se intensificaron a finales de 2018 y dieron lugar a un periodo de elevada volatilidad en las bolsas, se vieron confirmados en los primeros meses del año con la publicación de diferentes indicadores que pusieron de manifiesto no solo el grado de desaceleración del crecimiento de la actividad, sino también la pérdida de sincronía entre las economías más importantes. Esta desaceleración se explica fundamentalmente por las restricciones adoptadas sobre los intercambios comerciales, aunque también se observaron otros elementos de incertidumbre relevantes, algunos de ellos de naturaleza política. El cambio de escenario ha sido determinante para la Reserva Federal y para el BCE, que han decidido detener por el momento el proceso de subidas de tipos, en el primer caso, y no iniciarlo, en el segundo, a la vista del deterioro de la actividad. El BCE, además, ha anunciado un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) destinado a las entidades financieras de la zona del euro, cada una de ellas con vencimiento a 2 años, con el fin de preservar las condiciones favorables de acceso al crédito y la transmisión suave de la política monetaria.
- En este contexto, los mercados financieros internacionales tendieron a estabilizarse en el primer trimestre del año tras las turbulencias del cierre de 2018. En el caso de los mercados de renta variable¹, los índices bursátiles más relevantes experimentaron avances que compensaron parte de las pérdidas del año anterior (en algunos casos todas ellas). Las revalorizaciones oscilaron entre el 6% del índice japonés Nikkei y el 16,5% del estadounidense Nasdaq (o el 16,2% del italiano Mib 30), en un entorno de baja volatilidad y de descenso en los volúmenes de negociación.
- En los mercados internacionales de deuda, los tipos a corto plazo siguieron siendo el reflejo de los diferentes tonos puntuales de la política monetaria a ambos lados del Atlántico, mientras que en los tipos a largo plazo se observaron descensos generalizados, que se corresponden con las expectativas futuras en la política monetaria, derivadas de un entorno de menor crecimiento e inflación y también con la consideración de alguno de los activos de referencia como refugio en momentos de incertidumbre. En la zona del euro, los niveles de los rendimientos de la deuda soberana a 10 años han seguido siendo muy reducidos, destacando el caso alemán, que finalizaba el trimestre en terreno negativo (-0,07%). En otras economías europeas las rentabilidades, con

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, excepto para determinadas informaciones como las derivadas del informe *World Economic Outlook*, publicado por el FMI el 9 de abril.

descensos superiores a los 30 puntos básicos (p.b.) en muchos casos, eran pequeñas pero positivas (0,32% en Francia, 0,42% en Bélgica o 0,56% en Irlanda). En EE. UU. el rendimiento de la deuda también disminuyó en los primeros meses del año (28 p.b.) pero se mantenía en un nivel muy superior (2,41%).

- En el caso de la economía española, la ralentización del crecimiento está siendo mucho más leve que en otras economías europeas como la alemana o la italiana. Las últimas previsiones publicadas por el FMI sitúan el crecimiento del PIB en España en el 2,1% este año (2,6% en 2018), 1 décima menos que la cifra esperada en enero y 8 décimas por encima del crecimiento previsto para la zona del euro. El comportamiento relativamente favorable de la actividad permitió que la tasa de paro registrara un nuevo descenso en 2018 y se situara en el 14,5% de la población activa en el cuarto trimestre, y que el empleo se incrementara un 2,5%. La tasa de inflación, que sobrepasó el 2% temporalmente por el repunte de los precios de la energía, se ha estabilizado en tasas ligeramente superiores al 1% y el déficit público, por su parte, finalizó 2018 en el 2,6% del PIB. Esto permitió que España abandonara el Procedimiento de Déficit Excesivo de la Unión Europea, en el que se encontraba desde 2009.
- Los bancos consiguieron mejorar los resultados relativos a sus negocios en España en 2018, con unos beneficios superiores a los 12.000 millones de euros. Su rentabilidad, al igual que la del resto de los bancos de la zona del euro, se ve presionada a la baja por el contexto de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses; sin embargo, algunos indicadores de negocio, como la morosidad, muestran una evolución positiva, favorecida por el dinamismo de la actividad. Fortalecer los niveles de solvencia y afrontar el incremento de la competencia derivada de nuevos participantes en el mercado son retos relevantes para el sector.
- Los riesgos que afronta la economía española son de diferente naturaleza. Además de los relacionados con el sector bancario, destacan, por una parte, la necesidad de afianzar la consolidación de las cuentas públicas y, en particular, de reducir el nivel de deuda y, por otra, la de perseverar en los esfuerzos para disminuir la tasa de paro, sobre todo en el colectivo de desempleados de larga duración; todo ello en un contexto en el que el proceso de envejecimiento de la población plantea retos importantes y en el que persisten algunas fuentes de incertidumbre de carácter político que pueden perjudicar el desarrollo económico a medio plazo.
- En los mercados financieros españoles el indicador de estrés se ha mantenido en niveles reducidos durante los últimos meses y se situaba a finales de marzo en 0,17. Buena parte de este bajo nivel se explica por la ausencia de correlación entre el nivel de estrés de los seis indicadores que conforman el índice total. Por ello, esta medida reducida del riesgo sistémico total en los mercados españoles es compatible con la identificación de niveles de estrés algo elevados en segmentos concretos, como el de intermediarios financieros (bancos) y el de deuda.
- Los mercados de renta variable nacionales, que habían finalizado 2018 con caídas significativas, comenzaron el año con ganancias notables que permitieron recuperar parte de las pérdidas del ejercicio anterior (-15% en 2018). Como

en el resto de mercados relevantes, aunque las incertidumbres relacionadas con el *brexit* siguieron presentes, las cotizaciones avanzaron gracias a la disminución de la tensión comercial entre EE. UU. y China, así como al mantenimiento de la política acomodaticia por parte del BCE. Además, después de las caídas de 2018, la cotización de muchas compañías se encontraba en un nivel atractivo para buena parte de los inversores. Así, el Ibex 35 experimentó un incremento del 8,2% en el primer trimestre del año, que lo situó en un rango bajo respecto a otros índices europeos, en un entorno, como ya se ha comentado, de escasa volatilidad y de caídas en los volúmenes de negociación.

- En los mercados españoles de renta fija las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que habían descendido en el tramo final de 2018, continuaron con esta tendencia en 2019 al recoger las expectativas sobre el mantenimiento de la política monetaria, en un contexto de menor crecimiento e inflación reducida. Como consecuencia de ello, la curva de tipos solo presenta valores positivos a partir de la referencia a 5 años, situándose el rendimiento medio de la deuda pública a 10 años en el 1,14% en marzo (1,43% en diciembre de 2018). La prima de riesgo soberano no mostró cambios relevantes y finalizó el trimestre en 117 p.b. (138 p.b. por debajo de la italiana).
- El patrimonio de los fondos de inversión españoles disminuyó de forma leve en 2018 (-2,3%) tras 5 años de incremento continuo, con lo que se situaba en 259.095 millones de euros a finales de año (a los que ha de sumarse el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva de forma societaria, las SICAV, que se situaba en 27.836 millones de euros). La caída del patrimonio de estas instituciones se explica por el rendimiento negativo de los activos en sus carteras. En el caso de los fondos, este rendimiento negativo fue del 4,9% y no pudo verse compensado por el volumen de suscripciones netas (7.841 millones de euros), más reducido que en años anteriores. De hecho, en el tramo final del ejercicio, coincidiendo con el periodo de turbulencias en las bolsas, no solo cayó el valor de la cartera de los fondos, sino que se produjeron reembolsos netos significativos. El número de partícipes (medido por el número de cuentas) aumentó un 9% hasta superar la cifra de 11,2 millones.
- El descenso del patrimonio gestionado por las sociedades gestoras de IIC en 2018 no impidió que estas entidades experimentaran un aumento significativo de su beneficio antes de impuestos, que se situó en 1.115 millones de euros. Este avance, que se explica por el crecimiento de las comisiones percibidas por la gestión de carteras, no fue homogéneo entre entidades, pues el número de gestoras en pérdidas pasó de 19 en 2017 a 26 en 2018 y el volumen de dichas pérdidas casi se duplicó.
- En relación con el negocio de prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito continuaron siendo las principales proveedoras de estos servicios en nuestro país en 2018, concentrando la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios (más del 90% del total). Los intermediarios financieros no bancarios (fundamentalmente sociedades y agencias de valores) conservan un peso relativo de cierta importancia en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen un amplio abanico de servicios. Estos intermediarios, que atraviesan un momento complejo como consecuencia,

entre otros factores, del aumento de la competencia en el sector, experimentaron en 2018 un descenso del 34% en sus beneficios agregados antes de impuestos, que se situaron en 116,4 millones de euros. En este contexto, se observa una reorientación progresiva de su negocio hacia servicios financieros que en años anteriores eran menos relevantes, como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. A pesar de esta disminución de los beneficios, el sector de intermediarios financieros no bancarios siguió mostrando unos niveles relativos de solvencia muy holgados.

- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe las principales novedades en la política monetaria adoptada por el BCE y el retraso en su esperada normalización, que se ha producido a la vista de la fuerte desaceleración de la actividad en la zona del euro.
 - El segundo se refiere a la iniciativa recientemente adoptada por la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas, que consiste en publicar de forma separada e individualizada la información que estas sociedades reportan al respecto en sus informes anuales de gobierno corporativo.
 - El tercero resume el origen y el proceso de creación de una autoridad macroprudencial en España, que busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos. Esta nueva autoridad, en la que participan los tres supervisores financieros nacionales, ya ha celebrado su primera reunión.

2 Entorno macrofinanciero

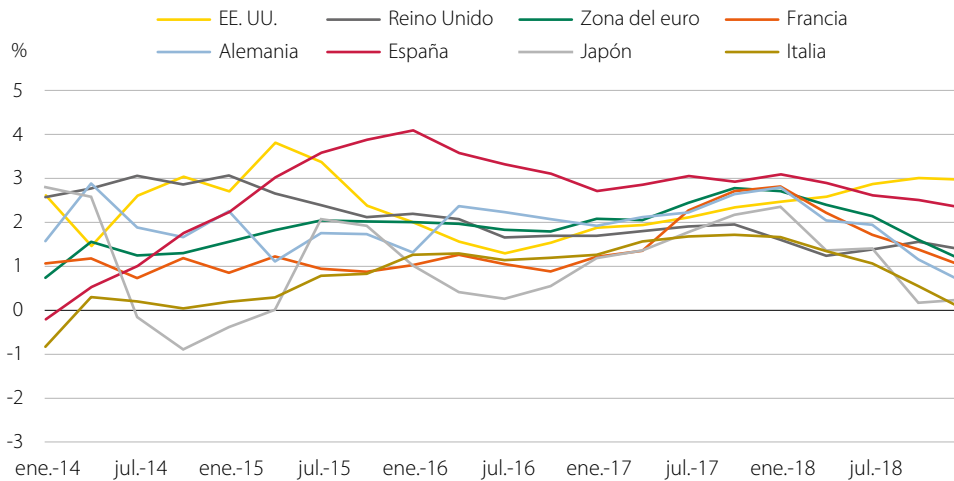
2.1 La evolución económica y financiera internacional

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, aunque se observó una desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,7%.

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, aunque se observó una desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 3,7%, una décima por debajo del registro de 2017. Por regiones, cabe destacar el avance en EE. UU., que fue prácticamente la única economía avanzada en experimentar una aceleración del crecimiento (del 2,2% en 2017 al 2,9% en 2018). En cambio, en la zona del euro, las incertidumbres políticas unidas a las restricciones, efectivas o previstas, a los intercambios comerciales causaron una desaceleración notable del crecimiento, que pasó del 2,5% al 1,8%. Destacó la ralentización del avance del PIB en Alemania (del 2,5% en 2017 al 1,5% en 2018), en Francia (del 2,3% al 1,6%) y en Italia (del 1,7% al 0,8%). El avance en España también fue inferior al del año previo (2,6% frente al 3% de 2017) aunque la desaceleración fue menos intensa que en otras economías europeas. Finalmente, el crecimiento en el Reino Unido se ralentizó hasta el 1,4% (anteriormente 1,8%). Otras economías avanzadas no europeas también registraron una desaceleración significativa de la actividad, destacando el caso de Japón, cuyo crecimiento pasó del 1,9% en 2017 al 0,9% en 2018.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

En su última reunión, correspondiente a los días 19 y 20 de marzo, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés oficial en la horquilla del 2,25-2,50%, como consecuencia del debilitamiento de las previsiones de crecimiento. Las expectativas de incrementos de los tipos de interés que existían hace algunos meses se han disipado, pues la institución, cuyo mandato consiste en maximizar el empleo y estabilizar la inflación en torno al 2%, declaró que será paciente a la hora de decidir nuevos movimientos de tipos a la luz de los últimos desarrollos económicos y financieros de carácter global. Además, la Reserva Federal anunció que a partir de mayo ralentizará la disminución de su balance² con la intención de finalizar este proceso en septiembre.

En su última reunión, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés oficial en la horquilla del 2,25-2,50%...

Por su parte, el BCE anunció en marzo su decisión de mantener inalterado el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25% respectivamente, y su intención de que estos tipos se mantengan en niveles reducidos como mínimo hasta finales de 2019 e incluso más adelante, para asegurar que la inflación evoluciona en línea con el objetivo de la institución (niveles inferiores pero cercanos al 2%). En relación con el programa de compras de activos, reiteró su intención de continuar reinvertiendo la deuda que venza durante un periodo de tiempo prolongado y, en cualquier caso, siempre que fuese necesario para mantener unas condiciones de liquidez adecuadas y un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria. La novedad más relevante fue el anuncio de un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III), cada una de ellas con vencimiento a 2 años. Según el BCE, estas operaciones permitirán preservar las condiciones favorables de acceso al crédito y la transmisión suave de la política monetaria (véase recuadro 1).

... y el BCE también decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial y confirmó un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III).

¿Hacia un giro en la política monetaria del BCE?

RECUADRO 1

La política monetaria del Banco Central Europeo durante la última década ha estado marcada por un conjunto de actuaciones destinadas —dentro del mandato

2 Este se ha reducido aproximadamente un 11% desde octubre de 2017, cuando la Reserva Federal comenzó la normalización de su política monetaria.

de la institución, centrado en la inflación— a combatir los efectos de la crisis económica y financiera; estas han incluido tanto medidas convencionales como no convencionales, en el marco de una política monetaria claramente expansiva.

Estas medidas tuvieron tres etapas: una inicial hasta el año 2009, en la que se adoptaron únicamente decisiones de tipo convencional, como la rebaja de los tipos de interés hasta el nivel del 1%¹; una segunda más proactiva, que comenzó en julio de 2009, cuando se aprobó el primer programa de compras de activos² en los mercados financieros, al que sucedieron un conjunto de programas de compras —tanto de deuda pública como privada— hasta 2014; y, finalmente, una tercera etapa ultraexpansiva de su política monetaria a partir de 2014, cuando todas estas medidas resultaron insuficientes para evitar unos niveles de inflación reducidos durante un periodo prolongado, recuperar la confianza de los agentes económicos, favorecer la expansión del crédito y, de esta forma, impulsar el crecimiento. Las actuaciones de esta última etapa se enfocaron en tres áreas:

- i) Rebajas adicionales sucesivas de los tipos de interés, hasta situar los tipos oficiales en valores del 0% o inferiores. Así, por ejemplo, en junio de 2014 el tipo de la facilidad marginal de depósito se situó por primera vez en terreno negativo (-0,10%), con el objetivo de favorecer la expansión del crédito.
- ii) Inicio en octubre de 2014 de dos nuevos programas de compras de deuda privada: el de compras de bonos garantizados (*third covered bond purchase programme*, CBPP3) y el de bonos de titulización (*asset-backed securities purchase programme*, ABSPP). Posteriormente, a partir de marzo de 2015, las compras de activos incluyeron la adquisición de bonos emitidos por los Gobiernos de la zona del euro y las agencias e instituciones europeas (*public sector purchase programme*, PSPP) y, finalmente, el programa se amplió de nuevo en junio de 2016 incluyendo compras de deuda corporativa (*corporate sector purchase programme*, CSPP). Todos estos programas constituyeron a su vez el programa de compras de activos —tanto públicos como privados— (*expanded asset purchase programmes*, APP)³.
- iii) Establecimiento, a partir de septiembre de 2014, de una facilidad financiera destinada al sector bancario mediante un conjunto de operaciones de préstamos a largo plazo —hasta 4 años— en condiciones favorables vinculadas a su cartera de préstamos (las denominadas *targeted long-term refinancing operations*, TLTRO I y II), que concluyeron en marzo de 2017.

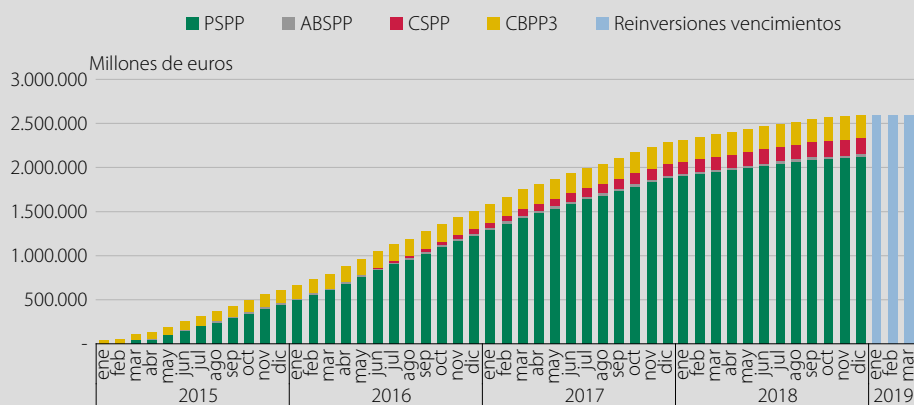
Gran parte de estas medidas tenían un carácter extraordinario y el objetivo inicial era retirar al menos parte de ellas paulatinamente, conforme la situación económica fuese mejorando, al igual que hizo en su momento la Reserva Federal en EE. UU. con su programa de expansión monetaria. Así, a lo largo de 2017 a medida que la recuperación económica en la zona del euro se consolidaba —en un contexto de inflación moderada—, el BCE decidió adoptar las primeras medidas de retirada parcial de los estímulos, reduciendo el importe de sus compras mensuales de deuda, que se volvieron a reducir hasta la mitad en octubre de ese año, con el objetivo de desaparecer a lo largo de 2018. De este modo, el importe de las compras y su composición evolucionaron en el tiempo en función de las necesidades de la política monetaria para finalizar en diciembre de este último año, cuando acumulaba compras por valor de 2,6 billones de euros (véase gráfico R1).

Durante el primer semestre de 2018, el BCE mantuvo una estrategia de retirada gradual de las medidas expansivas, en un contexto en el que los agentes económicos y los inversores esperaban un cambio de sesgo más intenso en su política monetaria, para hacerla más restrictiva siguiendo el camino marcado por la Reserva Federal, que ya había realizado varias alzas de sus tipos. A pesar de ello, la autoridad monetaria europea mantuvo los suyos sin cambios y reiteró su compromiso de dejarlos en el 0% al menos hasta el verano de 2019.

Así, cuando los mercados daban por hecho que el BCE iniciaría una estrategia lenta de salida hacia una política monetaria menos acomodaticia, llegaron las primeras señales de debilidad de la economía europea, que se han ido consolidando en los primeros meses de 2019 conforme se conocían nuevos datos y proyecciones económicas para la zona del euro. En este nuevo escenario, en el que el propio BCE ha mostrado su preocupación por el deterioro del entorno económico al recortar su previsión de crecimiento para la zona desde el 1,7% hasta el 1,1% en 2019 la autoridad monetaria ha optado por reorientar de nuevo su política monetaria manteniendo el tono acomodaticio de esta. De hecho, su presidente confirmó a principios de marzo de este año su intención de «aumentar la acomodación de la política monetaria», retrasando hasta finales del ejercicio o más allá la primera subida de los tipos. Asimismo, ha continuado con las medidas de corte no convencional puesto que, aunque las compras de deuda finalizaron en diciembre de 2018, el BCE mantendrá la reinversión de los activos adquiridos bajo este programa cuando lleguen a su vencimiento, además de anunciar recientemente que en septiembre pondrá en marcha una tercera ronda de préstamos al sector bancario en condiciones favorables (el tercer TLTRO).

Evolución de las compras netas acumuladas de los programas de compras del BCE

GRÁFICO R1



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

- 1 El tipo de interés de las operaciones principales de financiación, que se situaba en el 4,25% desde el año 2000, bajó por primera vez 50 p.b. en octubre de 2008, hasta situarse en el 3,75%. Posteriormente, hubo 6 rebajas adicionales, hasta situarse en el 1% en diciembre de 2009.
- 2 El 9 de julio de 2009 se puso en marcha el primer programa de compras de bonos garantizados (el denominado *covered bond purchase programme*, CBPP1), que estuvo vigente hasta junio de 2010 y alcanzó compras por un importe nominal de 60.000 millones de euros. Posteriormente, entre mayo de 2010 y septiembre de 2012, estuvo vigente el *securities market programme* (SMP), que incluyó compras de

deuda pública emitida por los Gobiernos de la zona del euro. Este último programa coincidió en el tiempo con el segundo programa de compras de bonos garantizados (*covered bond purchase programme 2, CBPP2*), vigente entre noviembre de 2011 y octubre de 2012, que acumuló compras por un importe nominal de 16.400 millones de euros.

3 Las compras de deuda del programa se iniciaron en marzo de 2015 con 60.000 millones de euros mensuales hasta marzo de 2016, para incrementarse hasta 80.000 millones desde abril de 2016 hasta marzo de 2017. A partir de abril de 2017, volvieron a reducirse hasta 60.000 millones de euros al mes, para rebajarse de nuevo en octubre de ese año hasta 30.000 millones. Finalmente, a partir de octubre de 2018 volvieron a disminuir, hasta su finalización en diciembre del mismo año, hasta 15.000 millones de euros mensuales.

Por su parte, tanto el Banco de Inglaterra como el Banco de Japón decidieron no introducir cambios ni en los tipos oficiales ni en los importes de sus programas de compras.

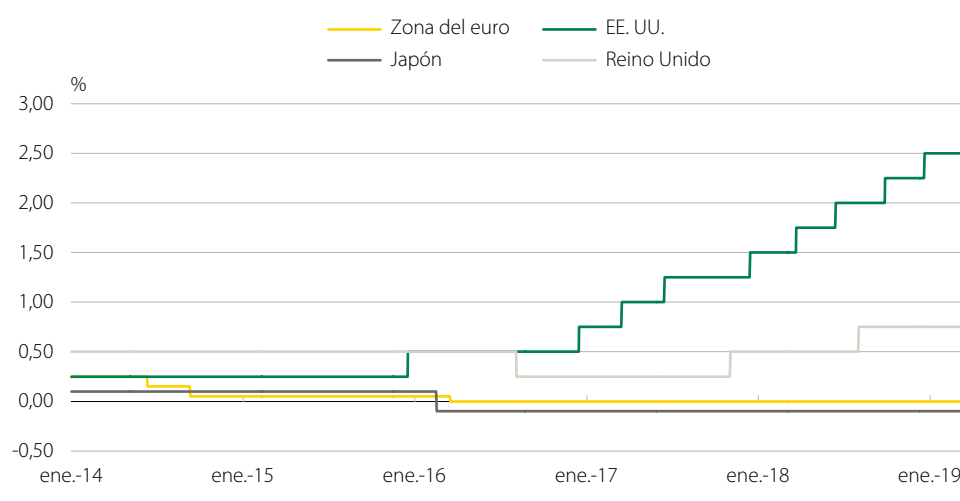
La evolución de los tipos de interés a corto plazo continuó divergiendo entre regiones durante el primer trimestre de 2019 debido a los diferentes tonos de política monetaria aplicados.

Finalmente, el Banco de Inglaterra en su reunión de marzo también decidió mantener inalterado tanto el tipo de interés oficial, que permanece en el 0,75% desde agosto de 2018, como los importes en su programa de compras de activos. De igual manera, los tipos de interés oficiales en Japón se mantienen en el -0,1% desde febrero de 2016, habiendo expresado el banco central su intención de mantenerlos sin variaciones durante un largo periodo de tiempo por la incertidumbre con respecto a la actividad económica y la evolución de los precios.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el primer trimestre del año continuó divergiendo entre regiones, como consecuencia de los diferentes momentos en las políticas monetarias aplicadas. Así, en el caso de EE. UU., los tipos a 3 meses, que habían aumentado 111 p.b. en el último año, registraron un descenso de 21 p.b. en el primer trimestre de 2018, para situarse en el 2,60% a finales de marzo. De igual forma, los tipos a 3 meses en el Reino Unido dejaron atrás el incremento de 39 p.b. durante 2018 y disminuyeron 6 p.b. en los primeros meses del año, hasta situarse en 0,85% en marzo. Por su parte, los tipos de interés a corto plazo en la zona del euro, que mostraron pocos cambios durante 2018, prolongaron esta senda en 2019. Estos tipos finalizaban el primer trimestre en el -0,31% en la referencia a 3 meses y en el -0,11% en la referencia a 12 meses.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



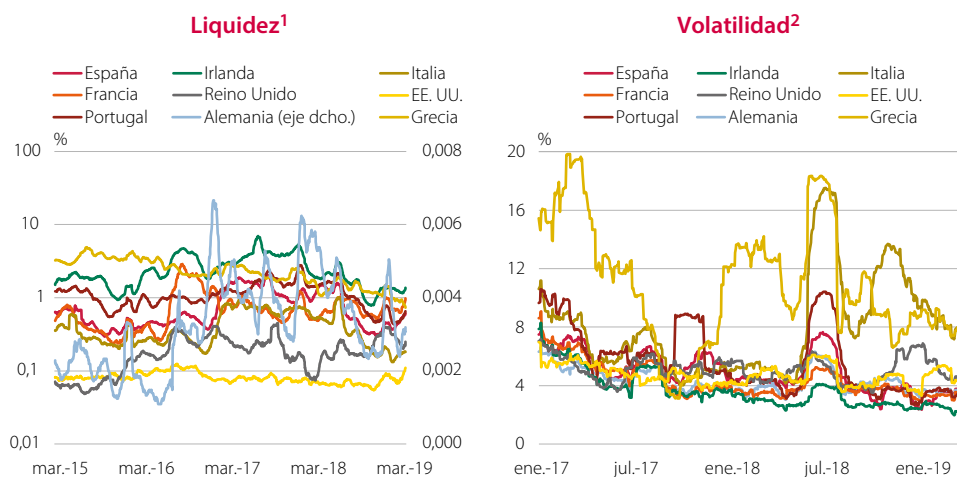
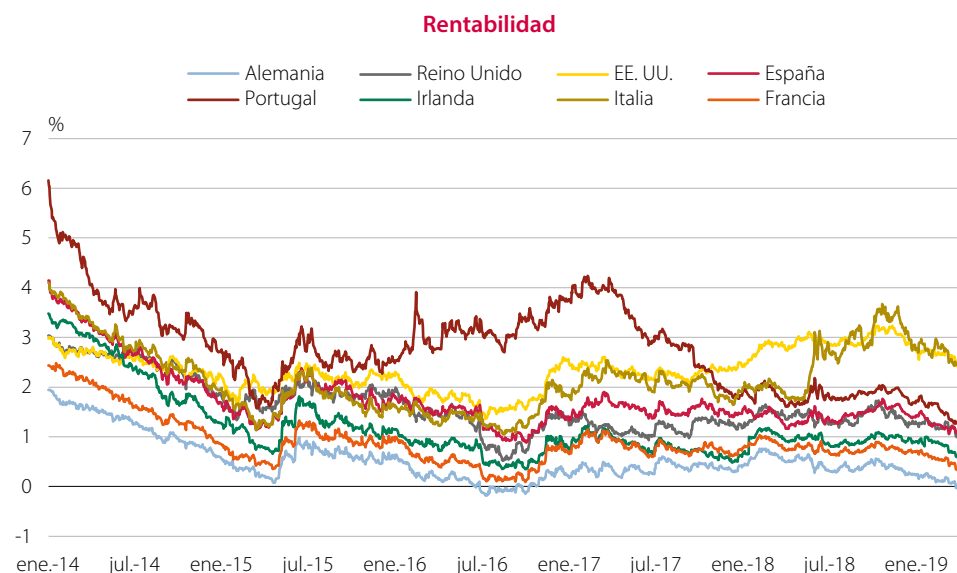
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron un comportamiento relativamente homogéneo en el primer trimestre de 2019, con disminuciones en la mayoría de los países avanzados (en coherencia con las expectativas sobre la política monetaria). De esta forma, las rentabilidades de los bonos soberanos retrocedieron de forma generalizada con respecto al trimestre anterior y al primer trimestre de 2018, exceptuando el caso de Italia, donde la rentabilidad del bono soberano a 10 años era 70 p.b. más alta que en marzo del pasado año.

Las rentabilidades de los bonos soberanos disminuyeron de forma generalizada con respecto al trimestre anterior, tanto en EE. UU. como en la zona del euro...

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



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

- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compraventa (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años (en escala logarítmica). En el caso del bono alemán, se representa el promedio de 1 mes del diferencial de compraventa sin dividirlo por la media de estas rentabilidades para evitar la distorsión que introduce su proximidad a 0.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

Las disminuciones más relevantes durante el primer trimestre se produjeron en la zona del euro debido al mantenimiento de unos tipos bajos, en un contexto de retraso en el proceso de normalización de la política monetaria. Destacó el descenso de la

... siendo los descensos algo más acusados en esta última región.

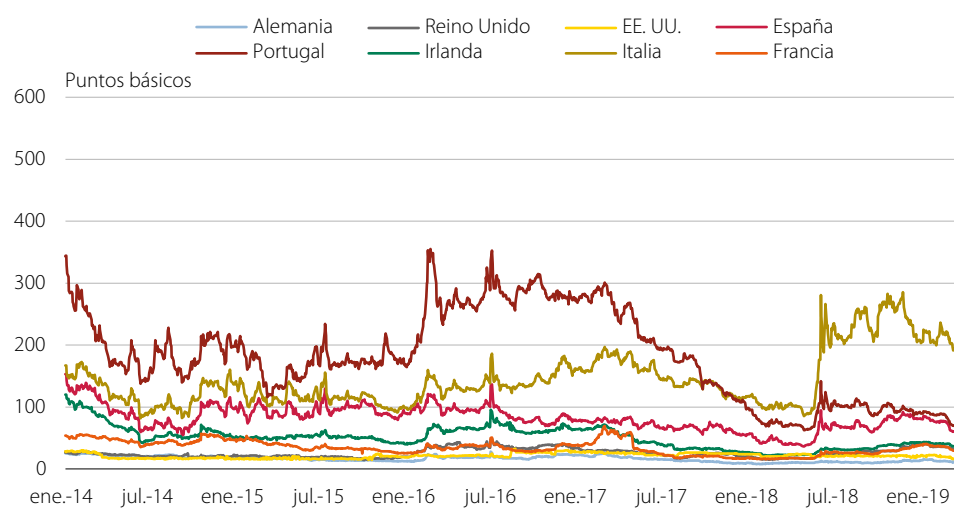
rentabilidad del bono soberano a 10 años alemán (32 p.b.), que se situó en terreno negativo (-0,07%) y respondió a su consideración de activo refugio. La disminución de la rentabilidad en Portugal fue de 47 p.b., hasta el 1,26%; en Francia de 39 p.b., hasta el 0,32%; y en Irlanda y Bélgica de 35 p.b., hasta el 0,56% y el 0,42% respectivamente. En EE. UU., por su parte, la reducción de la rentabilidad del bono soberano fue de 28 p.b. con respecto a diciembre de 2018, hasta situarse en el 2,41%.

Las primas de riesgo de crédito soberano disminuyeron a lo largo del primer trimestre de 2019.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron a lo largo del primer trimestre de 2019, después de un año en el que, coincidiendo con las correcciones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial, en términos generales habían aumentado en la mayoría de las economías. Así, destacaron los descensos en Grecia (-96 p.b., hasta los 362 p.b.), Portugal (-16 p.b., hasta los 73 p.b.) y España (-17 p.b., hasta los 64 p.b.). En Italia la prima de riesgo soberano, que aumentó casi 90 p.b. en 2018 (CDS) debido a las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas de aquella economía, experimentó pocos cambios en los primeros meses de 2019 y se mantuvo en niveles algo superiores a los 200 p.b.

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

GRÁFICO 4

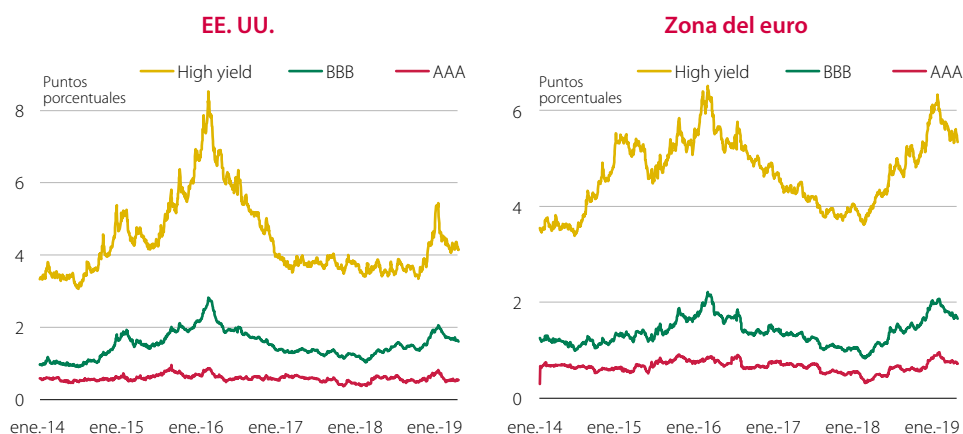


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito disminuyeron en todos los segmentos de bonos (con mayor intensidad en el high yield) tanto en EE. UU. como en la zona del euro.

En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito en las economías avanzadas disminuyeron en todos los segmentos de bonos con respecto a los valores observados a finales de 2018, año en el que aumentaron. Estos descensos tuvieron algo más de intensidad en los activos de peor calidad crediticia tanto en EE. UU. como en la zona del euro. En EE. UU., la prima de riesgo de crédito disminuyó 105 p.b. en el primer trimestre del año, hasta los 427 p.b. en el tramo *high yield*; 37 p.b. en el BBB, hasta los 164 p.b.; y 25 p.b. en el tramo AAA, hasta los 54 p.b. De la misma forma, en la zona del euro, la disminución de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 64 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 553 p.b.; 27 p.b. en el BBB, hasta los 172 p.b.; y 13 p.b. en el tramo AAA, hasta los 76 p.b.

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹



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

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

Las emisiones netas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante los primeros tres meses de 2019 (datos semestralizados) registraron un ligero descenso con respecto al primer semestre de 2018 y se situaron en 1,12 billones de dólares (un 1,1% menos que en el mismo periodo del año anterior). Este descenso se debió principalmente a la disminución de las emisiones netas del sector financiero, un 22% inferiores a las del mismo periodo del año anterior. Por el contrario, en el sector no financiero y en el soberano, las emisiones aumentaron un 12% y un 14%, respectivamente.

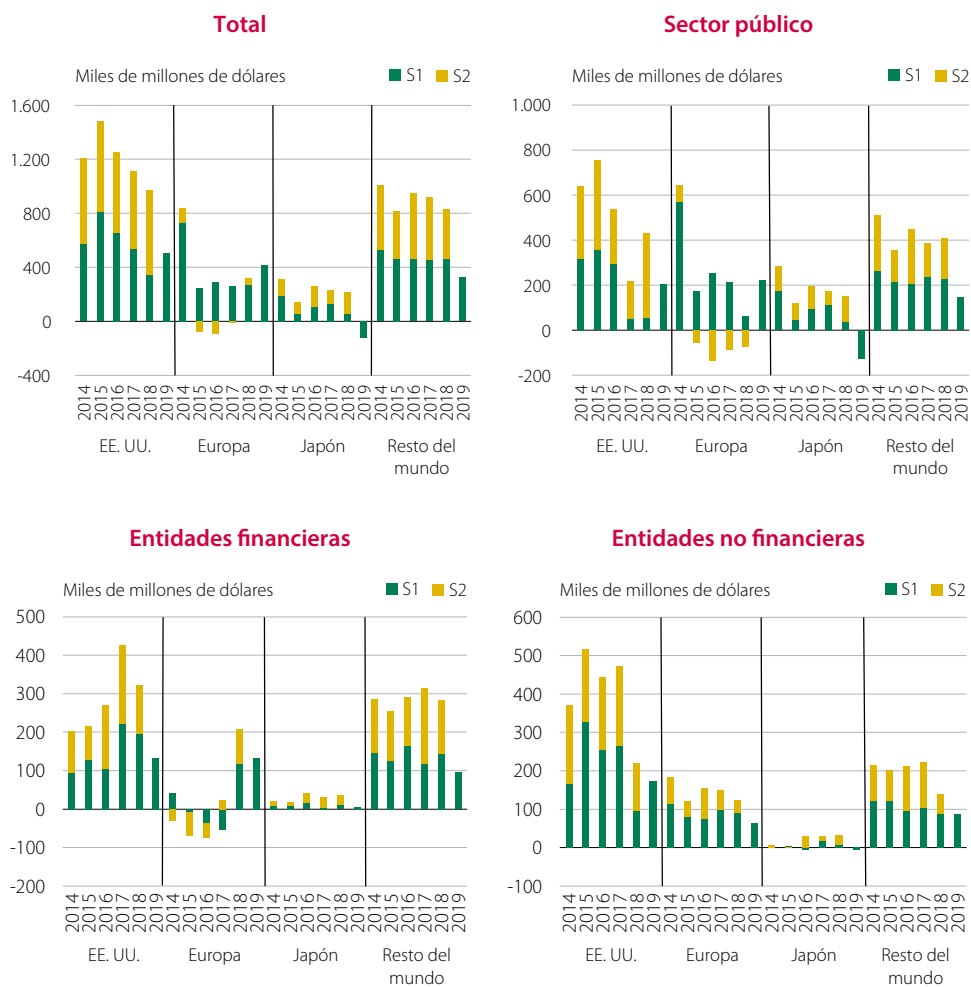
Las emisiones de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre de 2019 registraron un ligero descenso en términos interanuales, debido a la disminución de las emisiones netas del sector financiero.

El aumento en el importe de las emisiones netas de deuda soberana fue de 54.000 millones de dólares, hasta un importe total 439.000 millones de dólares. En Europa se produjo un aumento de 158.000 millones de dólares, hasta un volumen neto de 221.000 millones, así como en EE.UU, donde el aumento fue de 145.000 millones hasta los 200.000 millones de dólares. En cambio, en Japón se produjo una disminución sustancial de las emisiones netas de deuda, que las llevó a terreno negativo (-126.000 millones de dólares frente a 37.000 millones en el primer semestre de 2018).

En particular, el aumento de las emisiones netas de deuda soberana fue de 54.000 millones de dólares. Por regiones, en Europa y EE. UU. se produjo un incremento, mientras que en Japón se registró un descenso sustancial.

En relación con las emisiones de los sectores privados, como se ha mencionado, la tendencia no fue homogénea entre subsectores, con una disminución de aquellas efectuadas por el sector financiero y un aumento de las emisiones del sector no financiero. En el primer caso, las emisiones netas totales pasaron desde los 468.000 millones en el primer semestre de 2018 hasta los 365.000 millones en 2019, con un incremento originado en su mayoría en Europa, mientras que en el segundo caso se registró un aumento de 36.000 millones de dólares, hasta un volumen total de 320.000 millones. El alza de las emisiones de deuda en el ámbito corporativo no financiero estuvo determinada por el repunte de las emisiones en EE. UU., que registraron un incremento del 77% con respecto al primer trimestre de 2018, hasta situarse en 173.000 millones de dólares.

En cambio, las emisiones netas del sector privado no mostraron un comportamiento homogéneo.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2019 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Los principales índices de renta variable, que en 2018 mostraron retrocesos sustanciales, registraron avances cuantiosos en los tres primeros meses de 2019.

Los principales índices de renta variable, que en 2018 mostraron retrocesos sustanciales, registraron avances en los tres primeros meses de 2019 y recuperaron buena parte de las pérdidas experimentadas en el ejercicio anterior (en algunos casos, todas ellas). Estos incrementos tuvieron lugar tras conocerse la posición del BCE y de la Reserva Federal, más predispuestos a retrasar —en el primer caso— y a hacer más gradual —en el segundo— las subidas de los tipos de interés en el actual contexto de desaceleración. También influyó un cierto avance en las negociaciones sobre los acuerdos comerciales entre China y EE. UU. y el hecho de que, tras las pérdidas de 2018, muchas compañías mostraban cotizaciones atractivas para buena parte de los inversores.

Por regiones, tanto los índices bursátiles estadounidenses como los europeos avanzan de forma significativa.

Los índices bursátiles estadounidenses presentaron crecimientos considerables en el primer trimestre del año: un 11,2% el índice Dow Jones, un 13,1% el S&P 500 y un 16,5% el tecnológico Nasdaq. De igual manera, las bolsas europeas registraron aumentos significativos que oscilaron entre el 8,2% del Ibx 35 y el 16,2% del índice italiano Mib 30. El índice británico FTSE 100 también avanzó, aunque siguió condicionado por la incertidumbre sobre la evolución de las negociaciones relacionadas con el *brexit*.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2019, lo que se manifestó en un aumento del 9,5% del índice MSCI de renta variable. Por regiones, destacó el repunte de los índices asiáticos y, en particular, de aquellos ligados a la evolución de la actividad en China. Así, el Shanghai Composite aumentó un 23,9% y el Hang Seng de Hong Kong lo hizo un 12,4%, lo que refleja la mejora en las negociaciones entre China y EE. UU. y el aplazamiento del aumento de aranceles impuestos por la administración estadounidense a productos de la economía asiática. Por su parte, el índice argentino Merval y el brasileño Bovespa se revalorizaron un 10,5% y un 8,6% respectivamente, mientras que la bolsa mexicana avanzó a un ritmo menor (3,9%). Entre las economías de Europa del Este, destacó el incremento del índice ruso (RTS), superior al 12%.

Los mercados bursátiles emergentes también tuvieron un comportamiento favorable en el primer trimestre de 2019.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

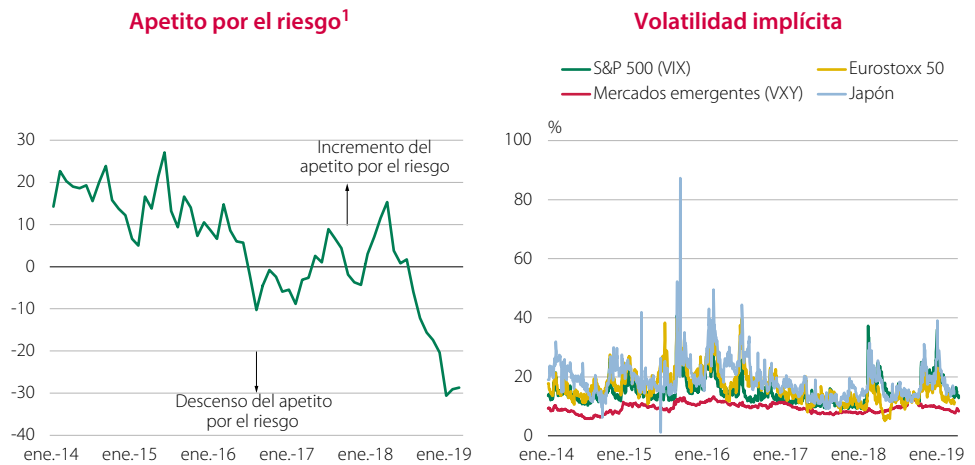
%	2015	2016	2017	2018	II 18	III 18	IV 18	I 19
Mundo								
MSCI World	-2,7	5,3	20,1	-10,4	1,1	4,5	-13,7	11,9
Zona euro								
Eurostoxx 50	3,8	0,7	6,5	-14,3	1,0	0,1	-11,7	11,7
Euronext 100	8,0	3,0	10,6	-11,2	3,3	1,5	-13,6	13,7
Dax 30	9,6	6,9	12,5	-18,3	1,7	-0,5	-13,8	9,2
Cac 40	8,5	4,9	9,3	-11,0	3,0	3,2	-13,9	13,1
Mib 30	12,7	-10,2	13,6	-16,1	-3,5	-4,2	-11,5	16,2
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	0,2	-2,4	-9,0	8,2
Reino Unido								
FTSE 100	-4,9	14,4	7,6	-12,5	8,2	-1,7	-10,4	8,2
Estados Unidos								
Dow Jones	-2,2	13,4	25,1	-5,6	0,7	9,0	-11,8	11,2
S&P 500	-0,7	9,5	19,4	-6,2	2,9	7,2	-14,0	13,1
Nasdaq-Composite	5,7	7,5	28,2	-3,9	6,3	7,1	-17,5	16,5
Japón								
Nikkei 225	9,1	0,4	19,1	-12,1	4,0	8,1	-17,0	6,0
Topix	9,9	-1,9	19,7	-17,8	0,9	5,0	-17,8	6,5

Fuente: Thomson Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes, que en algunos casos repuntaron hasta valores cercanos al 40% en diciembre, disminuyeron durante el primer trimestre del año hasta situarse en niveles mucho más bajos. Así, coincidiendo con un periodo de avance de los distintos índices, los niveles de volatilidad implícita se situaron por debajo del 15% en la mayoría de los casos (véase el panel derecho del gráfico 7). Los niveles más altos de volatilidad implícita se observaban en el Nasdaq, el Mib 30 y el Nikkei, con registros ligeramente inferiores al 20%.

Las medidas de volatilidad implícita globales disminuyeron durante el primer trimestre del año y se situaron en niveles reducidos.



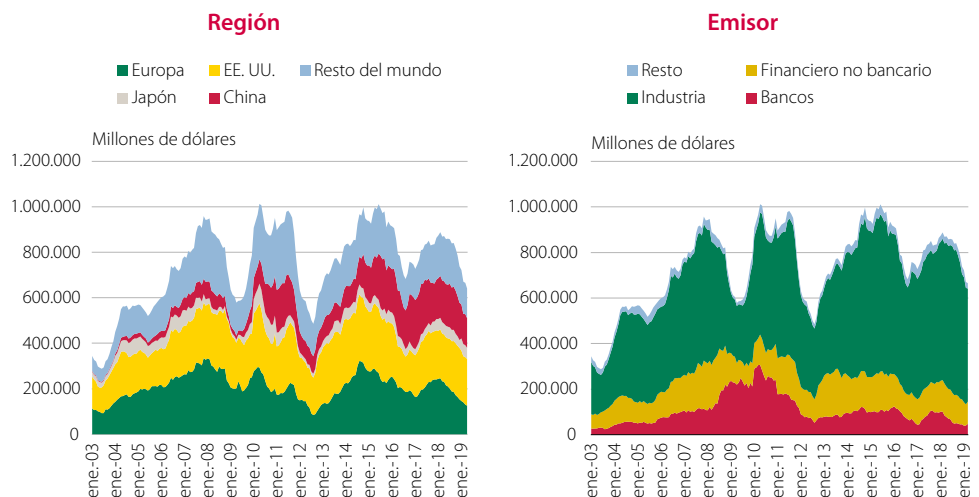
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

El volumen de emisiones de renta variable disminuyó un 37,4% en el primer trimestre de 2019, con retrocesos destacados en las empresas de utilities y en las industriales.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable disminuyó un 37,4% durante el primer trimestre de 2019, con lo que se situó cerca de los 136.000 millones de dólares. Se observaron descensos generalizados en todas las regiones contempladas, destacando Japón y Europa, donde las emisiones retrocedieron un 51,8% y un 43,6%, respectivamente. En China y en EE. UU. los descensos fueron algo menos pronunciados, un 34,4% y un 27,2%, respectivamente. Por sectores, tan solo crecieron las emisiones de renta variable del sector bancario, con un importe que dobló lo emitido durante el mismo periodo del año anterior. En el resto de sectores se observaron retrocesos, que fueron más importantes en las empresas de *utilities* y en las industriales.

Emisiones internacionales de renta variable



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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

En 2018, el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2,6%, prolongando la senda expansiva que inició en 2014, aunque a un ritmo algo inferior al de los años previos (3% en 2017 y 3,2% en 2016), en línea con el contexto de ralentización de otras economías. Con todo, la desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la de la zona del euro (cuyo crecimiento pasó del 2,5% al 1,8% por el comportamiento más desfavorable de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 puntos porcentuales (p.p.) hasta 0,8 p.p.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se mantuvo constante en 2,9 p.p. en 2018, mientras que la contribución del sector exterior, que no finalizaba el año en terreno negativo desde 2015, fue de -0,4 p.p. (5 décimas menos que en 2017). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una leve aceleración del crecimiento del consumo público entre 2017 y 2018 (pasó del 1,9% al 2,1%) y de la formación bruta de capital fijo (del 4,8% al 5,3%), mientras que la variación del consumo privado experimentó un leve descenso (2,3% en 2018 frente a 2,5% en 2017). En cuanto a los componentes del sector exterior, tanto las exportaciones como las importaciones disminuyeron su ritmo de avance, afectadas por la situación del comercio internacional. Las importaciones crecieron un 3,5% (5,6% en 2017) y las exportaciones lo hicieron un 2,3% (5,2% en 2017). La mayor ralentización de estas últimas hizo que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera negativa durante todo el año pasado.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron avances en el sector de la construcción, cuyo valor añadido aumentó un 6,8% en 2018 (6,2% en 2017), y una desaceleración en el sector industrial, que creció un 1,2% frente a un 4,4% en 2017. Por su parte, en el sector de los servicios y en las ramas primarias se registraron avances en el conjunto del año, siendo remarcable el incremento en el valor añadido del sector primario, que pasó de caer en 2017 un 0,9% a crecer un 1,8% en 2018. En el caso de los servicios, el valor añadido se incrementó un 2,6% (2,5% en 2017), destacando el aumento de un 2,3% (0,4% en 2017) de las actividades financieras y de seguros.

El PIB de la economía española creció un 2,6% en 2018, 8 décimas más que en la zona del euro.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento se mantuvo constante en 2,9 p.p. en 2018, mientras que la aportación del sector exterior terminó el año en -0,4 p.p. (0,1 p.p. en 2017).

Desde el punto de vista de la oferta, cabe resaltar la continuidad en el crecimiento del valor añadido en el sector de la construcción y, en menor medida, en el sector servicios.

% var. anual					CE ¹	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB	3,6	3,2	3,0	2,6	2,1	1,9
Consumo privado	3,0	2,8	2,5	2,3	2,2	1,4
Consumo público	2,0	1,0	1,9	2,1	1,7	1,5
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,7	2,9	4,8	5,3	3,9	3,3
Construcción	3,6	1,1	4,6	6,2	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	11,8	5,3	6,0	5,4	6,0	4,1
Exportaciones	4,2	5,2	5,2	2,3	3,3	3,4
Importaciones	5,4	2,9	5,6	3,5	3,5	3,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,3	0,8	0,1	-0,4	0,0	0,1
Empleo²	3,3	3,1	2,8	2,5	1,7	1,5
Tasa de paro	22,1	19,6	17,2	15,3	14,4	13,3
Índice de precios de consumo³	-0,5	-0,2	2,0	1,7	1,7	1,5
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,2	2,3	1,8	0,8	1,0	1,0
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-5,3	-4,5	-3,1	-2,6	-2,1	-1,9
Deuda pública (% PIB)	99,3	99,0	98,1	97,2	96,2	95,4
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	78,9	70,6	66,2	59,4	n.d.	n.d.

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden al otoño de 2018, salvo las del PIB y la inflación de 2019 y 2020, que se revisaron con posterioridad (una décima menos en ambos años respecto al último pronóstico para el PIB y cinco décimas menos en 2019 para la inflación, manteniéndose el de 2020).

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

3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2015, 2016, 2017 y 2018 por una cuantía del 0,1%, 0,2%, 0,04% y 0,01% del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación se fue normalizando a lo largo de 2018 a medida que se reducía la tasa energética. El diferencial respecto a la zona del euro finalizó el año en valores ligeramente negativos.

La tasa de inflación —que superó el 2% en los meses centrales de 2018 por el repunte de los precios de la energía— se fue reduciendo posteriormente a medida que la tasa energética se normalizó de forma gradual hasta finalizar el año en el 1,2%, tasas en las que se ha mantenido en los primeros meses de 2019. La tasa subyacente —IPSEBENE—, que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo en niveles mucho más acotados durante todo el periodo (entre el 0,8% y el 1,2%), para finalizar 2018 en el 0,9% y registrar un leve descenso en febrero de este año hasta el 0,7%. Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro osciló en valores cercanos a cero durante todo el año y lo finalizó en un registro ligeramente negativo (-0,3 p.p.). Como media anual, esta diferencia fue inapreciable, frente a las 5 décimas de media en 2017. En febrero de 2019, el diferencial disminuía ligeramente hasta -0,4 p.p.

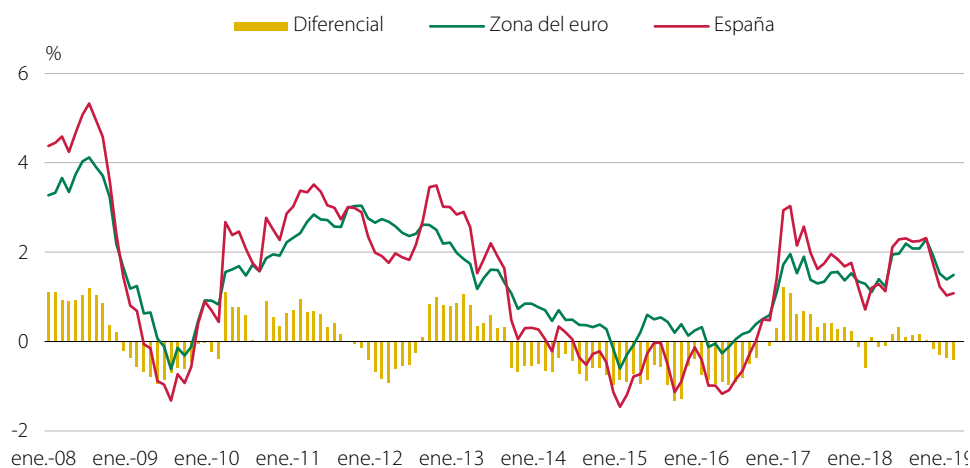
Los buenos datos de creación de empleo en 2018 (2,5%) están ayudando a reducir la tasa de desempleo, todavía elevada.

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,5% de media en 2018, pero con algo menos de

intensidad que en años previos (2,8% en 2017 y 3,1% en 2016). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 566.200 (2,42 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 14,5% en el cuarto trimestre (16,6% a finales de 2017). Además, la tasa de variación interanual de los costes laborales unitarios fue positiva en 2018, pues el aumento de la remuneración por asalariado vino acompañada por un ligero descenso en la productividad aparente del trabajo.

IPC armonizado: España frente a la zona euro (% var. anual)

GRÁFICO 9



Fuente Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

Las finanzas del sector público mejoraron sensiblemente en 2018 como consecuencia del crecimiento de la economía y del menor gasto por intereses de la deuda. El déficit público cerró el año en una tasa cercana al 2,6% del PIB (3,1% en 2017), compatible, por tanto, con la salida de España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. Todas las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit del Estado, que pasó del 1,9% en 2017 al 1,6% en 2018; el de las comunidades autónomas, que alcanzó el 0,2% (0,4% en 2017); y, en menor medida, el de las administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,41% (1,44% en 2017). Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,6% al 0,5% del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 97,2% del PIB (datos del cuarto trimestre), por lo que registra pocas variaciones desde mediados de 2014.

El dinamismo del crecimiento y la disminución del gasto por intereses permitieron que el déficit público se redujera hasta el 2,6% del PIB en 2018, lo que supone la salida de España del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009.

A la espera de subidas en los tipos de interés oficiales, que se han retrasado a la vista del deterioro de la actividad en la zona del euro y sus implicaciones sobre la inflación, el sector bancario continúa operando en un entorno de tipos de interés reducidos que impide mejoras relevantes en el margen de intereses y afrontando algunos cambios estructurales como, por ejemplo, el incremento de la competencia por parte de las empresas *fintech*. Como nota positiva, cabe resaltar el hecho de que el dinamismo de la economía y la evolución favorable del mercado laboral siguen permitiendo descensos de la tasa de morosidad, que se situó en el 5,8% en diciembre (7,8% a finales de 2017), con lo que alcanza mínimos no vistos desde marzo de 2011.

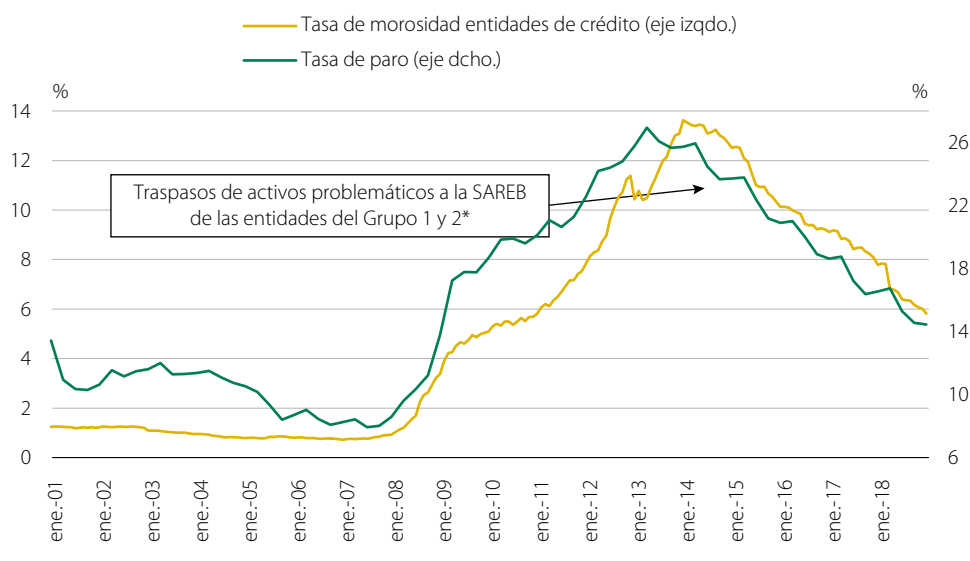
La tasa de morosidad se sitúa en mínimos desde 2011, aunque el reducido nivel de los tipos de interés sigue presionando a la baja la rentabilidad de los bancos.

La cuenta de resultados agregada del sector bancario mostró beneficios superiores a 12.000 millones de euros en 2018.

La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unas ganancias de 12.378 millones de euros en 2018 (3.919 millones de pérdidas en 2017, afectadas por las pérdidas de Banco Popular —que se estiman en 12.000 millones de euros—). Como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses (23.276 millones de euros en 2018, frente a los 23.225 millones de 2017). Por otra parte, la significativa reducción de las pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos marcó la mejora del beneficio agregado del sector (que se situó en máximos desde 2009).

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

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos hasta diciembre.

¹ Sobre la población activa.

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

En enero de 2019 la financiación bancaria a empresas y hogares avanzó ligeramente, continuando la tendencia del ejercicio previo.

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) avanzó ligeramente en 2018 (0,7%), superando el leve descenso de 2017 (-0,1%), y prosiguió al alza en los primeros meses de 2019 (1,1% en febrero). La financiación a las sociedades no financieras, que en diciembre de 2018 aumentó un 1% (0,4% en 2017), lo hizo un 1,7% en el mes de febrero. Por su parte, la financiación a los hogares, que aumentó un 0,3% en diciembre revirtiendo la tendencia de los últimos años (-1,3% y -0,6% en 2016 y 2017 respectivamente), continuó con su crecimiento en febrero (0,4%). La expansión del crédito destinado a consumo (5,0% en febrero de 2019, 5,1% en 2018 y 6,2% en 2017) compensó el descenso del saldo vivo de crédito para la adquisición de vivienda (-1,1% en febrero de 2019, -1,3% en 2018 y -2,7% en 2017).

El tamaño del sector bancario disminuyó en 2018 y retomó así la tendencia descendente iniciada en 2012.

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, disminuyó en 2018 hasta 2,58 billones de euros (2,65 billones de euros en 2017), con lo que retomó la tendencia descendente iniciada en 2012 e interrumpida temporalmente en 2017. Algunas de las fuentes de financiación más importantes —como, por ejemplo, los depósitos o la que procede del Eurosistema— registraron descensos. El patrimonio neto de los bancos experimentó una leve

disminución en 2018, que fue mucho más acusada en la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos.

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 22.150 millones de euros en 2018, un 34% menos que en 2017. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de 4 sociedades³ (de un total de 119), el beneficio agregado total habría crecido un 4,9%, una tendencia que estaría más en línea con el dinamismo de la actividad doméstica. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas industriales, cuyos beneficios crecieron un 8,4% en el ejercicio, hasta superar los 5.700 millones de euros, y en las empresas del sector del comercio y los servicios (descontando las cifras de Abengoa), con un aumento del 7,8% del resultado. En el caso de las empresas del sector de la energía, el beneficio consolidado del ejercicio creció un 4,2%⁴. En las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias se observó una caída significativa del beneficio agregado, que también estuvo concentrado en pocas entidades⁵, aunque se apreció una homogeneidad superior en la evolución de las cuentas (los beneficios disminuyeron incluso descontando los de las entidades más grandes).

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 22.150 millones de euros en 2018, un 34% menos que en 2017, debido a las fuertes pérdidas de unas pocas compañías.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras CUADRO 3

Millones de euros

Millones de euros	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
Energía	11.562	9.571	10.043	7.739	9.727	5.773
Industria	7.491	7.560	6.753	7.162	5.269	5.714
Comercio y servicios	15.158	15.959	17.651	12.669	13.588	8.540
Construcción e inmobiliario	5.877	5.370	4.958	4.397	5.009	2.124
Total agregado	40.088	38.460	39.405	31.967	33.593	22.150

Fuente: CNMV.

Por su parte, el nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras mostró una variación muy pequeña en 2018, con un aumento del 0,7%, hasta situarse algo por encima de los 230.000 millones de euros. Esta tendencia tuvo su origen en el avance de las deudas de las compañías del comercio y los servicios, cuyo nivel pasó de 81.185 millones en 2017 a 84.871 en 2018, y, en menor medida, de las empresas industriales (de 19.707 millones a 21.125 millones). Por el contrario, el nivel de las deudas de las compañías energéticas y de las pertenecientes a la construcción y las actividades inmobiliarias disminuyó en el conjunto del ejercicio. La ratio de apalancamiento agregada, medida a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto, apenas cambió en 2018, al pasar de 0,97 a 0,98. A finales de año, la ratio más

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras registró una variación poco significativa en 2018 (0,7%), por lo que la ratio de apalancamiento agregada se mantuvo en niveles algo inferiores a 1.

3 Naturgy (energía), Abengoa (comercio y servicios), OHL y Ferrovial (ambas del sector de la construcción y los servicios inmobiliarios).

4 Excluyendo las pérdidas de Naturgy, que se situaron cerca de los 2.600 millones de euros en 2018.

5 OHL, Ferrovial y Colonial.

reducida correspondía a las empresas industriales (0,57) y a las relacionadas con el negocio de la energía (0,73). Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, evaluada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un leve deterioro por la caída de los márgenes ya comentada.

Iniciativa de la CNMV para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección

RECUADRO 2

En octubre de 2018, la CNMV decidió publicar un informe separado con información reportada por las sociedades cotizadas en sus informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) sobre la presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección. Esta publicación pretende contribuir a promover una mayor presencia de mujeres en el máximo nivel de gobierno de estas sociedades, en línea con las diversas disposiciones y recomendaciones establecidas tanto en el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (LSC) como en el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas (CBG) en relación con la aprobación por parte de las sociedades cotizadas de políticas que garanticen la diversidad en los consejos de administración.

El informe, publicado por primera vez a finales de octubre de 2018, contiene datos individualizados relativos a cada sociedad cotizada e información agrupada en tres categorías de compañías: las del Ibex 35, las compañías con un nivel de capitalización superior a 500 millones de euros y las restantes. Para cada compañía, incluye el número de consejeras por cada categoría (ejecutivas, dominicales, independientes y otras externas) y el porcentaje que representan sobre el total de consejeros en cada una de ellas, así como el número total de consejeras y el porcentaje que suponen en el consejo. Asimismo, el informe contiene los mismos datos respecto de la alta dirección, es decir, el número de mujeres en la alta dirección en cada sociedad cotizada y el porcentaje que estas representan sobre el número total de altos directivos.

Según los datos reportados por las sociedades cotizadas en sus IAGC correspondientes al cierre del ejercicio 2017, el porcentaje medio de mujeres en los consejos de administración era del 18,9%, lejos todavía del objetivo del 30% que para 2020 establece la recomendación 14 del CBG o de la «presencia equilibrada» a la que se refiere el artículo 529.bis.2 del texto refundido de la LSC. Este porcentaje, además, se va reduciendo según disminuye la capitalización de las sociedades (véase cuadro R2.1).

Además, al cierre del ejercicio 2017, tan solo 15 sociedades cotizadas (10,8% del total) tenían en su consejo de administración un porcentaje de mujeres igual o superior al establecido en la citada recomendación. Por el contrario, había 19 compañías, no pertenecientes al Ibex 35, que no tenían ninguna mujer en su consejo de administración.

La distribución por categoría de consejeros revela que la mayoría de las mujeres consejeras desempeñan su función como consejeras independientes, seguidas de las dominicales y de otras externas y que tan solo un 4,5% de los consejeros con funciones ejecutivas son mujeres.

Presencia de mujeres en el consejo de administración y en la alta dirección

CUADRO R2.1

	2017							
	Total mujeres		lbex 35 millones de euros ¹		Más de 500 millones de euros ¹		Menos de 500 millones de euros ¹	
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	Número	% s/ total	Número	% s/ total
Total consejeras	258	18,9	103	22,8	81	18,4	74	15,6
Dominicales	72	15,7	19	16,5	30	17,7	23	13,2
Ejecutivas	10	4,5	3	4,2	2	2,8	5	6,4
Independientes	163	28,1	77	33,9	46	27,5	40	21,4
Otras externas	13	12,2	4	10,3	3	9,4	6	16,7
Mujeres alta dirección (excl. altas directivas consejeras)	156	14,8	62	14,3	60	16,9	34	12,9

Fuente: CNMV.

1 Se presenta información de las compañías cuya capitalización satisface este criterio.

Finalmente, destaca el reducido porcentaje de mujeres en la alta dirección de las sociedades cotizadas, que se sitúa en el 14,8%, por debajo del porcentaje de mujeres consejeras ya comentado.

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan que tanto su tasa de ahorro como las ratios de endeudamiento y de carga financiera continuaron descendiendo en 2018. La caída de la tasa de ahorro, que pasó del 5,5% de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2017 hasta el 4,9% en 2018, se explica por el dinamismo del consumo agregado en un contexto de leve aumento de la remuneración por asalariado. En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 100,2% de la RBD a finales de 2017 hasta el 98,3% en septiembre de 2018, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La ratio de carga financiera descendió levemente (desde el 11,5% de la RBD hasta el 11,4%) por la estabilidad del coste medio de la deuda, que se encuentra en niveles reducidos dentro de un marco de rentas crecientes. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2018 (desde el 542,6% del PIB hasta el 553,1%) debido mayoritariamente a la revalorización de los activos inmobiliarios. La riqueza financiera descendió ligeramente hasta el 182% del PIB.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 1,9% del PIB en 2018 (1,5% en 2017), con lo que se mantuvieron las tendencias de años anteriores pero con importes, en general, más reducidos. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,2% del PIB) y la desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija (3,6% del PIB) y en acciones y participaciones (1,4% del PIB). Los hogares volvieron a adquirir participaciones en fondos de inversión, aunque por un importe algo menor que en años anteriores, influidos probablemente por las turbulencias de los mercados a finales de año. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 1,8% del PIB (2,4% en 2017).

Sigue mejorando la posición patrimonial de los hogares (endeudamiento y riqueza), aunque se observa un descenso acusado en la tasa de ahorro, que en el cuarto trimestre de 2018 se situaba en el 4,9% de la renta disponible.

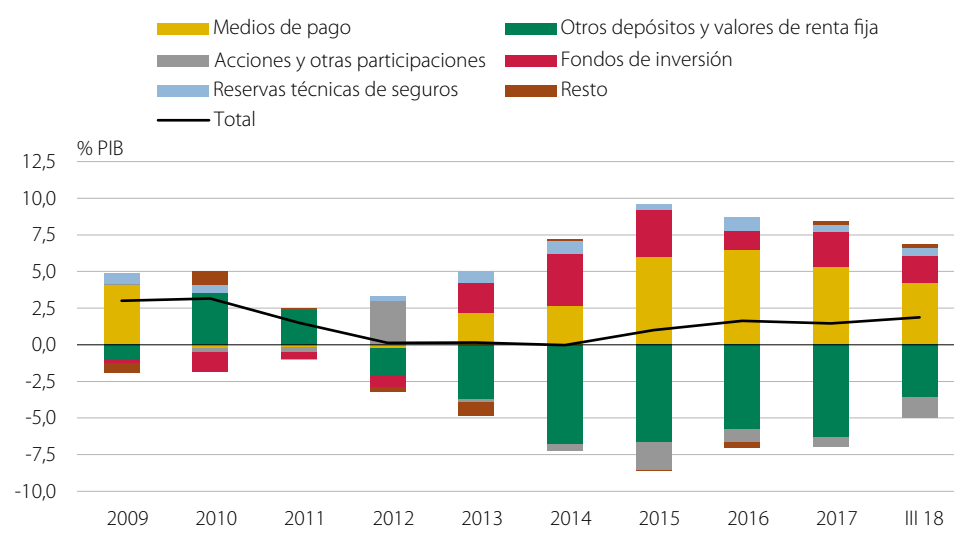
En las decisiones de inversión financiera por parte de los hogares siguieron primando los activos más líquidos y los fondos de inversión...

... y dentro de estos últimos se mantuvo la preferencia por las categorías de mayor riesgo, aunque las turbulencias de finales de año modificaron este patrón en su último tramo.

En cuanto a las preferencias por el riesgo de los partícipes en fondos de inversión, continuaron predominando las categorías de mayor riesgo, siguiendo la tendencia de los últimos años, aunque los volúmenes fueron más reducidos pues el perfil inversor cambió en el tramo final de año coincidiendo con el periodo de fuertes caídas en las bolsas, que dio lugar a un aumento de la aversión al riesgo y una mayor preferencia por categorías más conservadoras. En todo 2018, las categorías más conservadoras registraron reembolsos netos por un importe cercano a los 6.800 millones de euros, mientras que las categorías de mayor riesgo recibieron un volumen significativo de recursos (cercano a los 17.600 millones en conjunto). Entre estas últimas cabe destacar el importe de las suscripciones en fondos globales, que superó los 9.400 millones de euros. Las suscripciones netas en fondos de renta variable, tanto mixta como euro e internacional, oscilaron entre los 1.790 y los 3.864 millones de euros dependiendo de la categoría.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones del FMI confirman la desaceleración del crecimiento mundial, que podría crecer un 3,3% este año (3,6% en 2018) y un 3,6% en 2020...

Según las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI el crecimiento del PIB mundial seguirá ralentizándose este año y se situará en el 3,3% (3,6% en 2018), para después aumentar ligeramente hasta el 3,6% en 2020. Estas previsiones implican para este año una revisión a la baja de dos décimas con respecto a las que publicó en su informe de enero. Buena parte del menor ritmo de avance de la actividad se debe a las restricciones a los intercambios comerciales, a la pérdida de impulso de factores que en el pasado tuvieron una repercusión positiva y a la presencia de diversas fuentes de incertidumbre políticas y financieras. En las economías avanzadas, el crecimiento del PIB se situaría en el 1,9% este año (2,2% en 2018), siendo el de la zona del euro del 1,3% (1,8% en 2018) y el de EE. UU., del 2,3% (2,9% en 2018). En Europa, destacó el empeoramiento de los pronósticos para Alemania e Italia, de 1 punto porcentual en pocos meses (entre la rebaja de enero y la de abril), hasta tasas esperadas de crecimiento del 0,8% y el 0,1%, respectivamente, para este año. Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo sitúan el avance en un 4,4% para este año y en un 4,8% el año que viene (1 décima menos en ambos casos respecto a su previsión anterior).

Los riesgos más relevantes que se ciernen sobre este escenario son a la baja y se derivan tanto de los efectos negativos de las restricciones al comercio mundial como del efecto de la normalización de la política monetaria en EE. UU., de la presencia de otras fuentes de incertidumbre —entre las que destaca la posibilidad de que el Reino Unido salga de la Unión Europea sin acuerdo (*brexit* duro)— y de que se intensifiquen las dudas en torno a la sostenibilidad de la deuda en algunas economías europeas. En la zona del euro, el retraso en el proceso de subidas de los tipos de interés ocasionado por la fuerte desaceleración de la actividad prolonga un entorno en el que los bancos encuentran dificultades para incrementar su rentabilidad y en el que algunos participantes en los mercados se muestran más predispuestos a invertir en activos más arriesgados (*search for yield*) o a elevar su nivel de endeudamiento.

... en un escenario donde persisten varios riesgos relevantes de diferente naturaleza.

Producto interior bruto

CUADRO 4

% var. anual

	2015	2016	2017	2018	FMI ¹	
					2019	2020
Mundial	3,5	3,3	3,7	3,6	3,3 (-0,2)	3,6 (0,0)
EE. UU.	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3 (-0,2)	1,9 (0,1)
Zona euro	2,1	1,9	2,4	1,8	1,3 (-0,3)	1,5 (-0,2)
Alemania	1,5	2,2	2,5	1,5	0,8 (-0,5)	1,4 (-0,2)
Francia	1,0	1,1	2,3	1,5	1,3 (-0,2)	1,4 (-0,2)
Italia	1,0	0,9	1,5	0,9	0,1 (-0,5)	0,9 (0,0)
España	3,6	3,2	3,0	2,5	2,1 (-0,1)	1,9 (0,0)
Reino Unido	2,3	1,8	1,7	1,4	1,2 (-0,3)	1,4 (-0,2)
Japón	1,4	1,0	1,7	0,8	1,0 (-0,1)	0,5 (0,0)
Emergentes	4,3	4,4	4,7	4,5	4,4 (-0,1)	4,8 (-0,1)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2019 respecto a enero de 2019).

Según las últimas previsiones del FMI publicadas en abril de 2019, el PIB de la economía española crecerá un 2,1% este ejercicio y un 1,9% en 2020. Estos pronósticos suponen una rebaja de 1 décima para este año respecto a la estimación de enero, y se mantiene la de 2020. Estas previsiones confirman la ralentización del crecimiento en España, pero también la diferencia respecto a las revisiones generalizadas y notables a la baja que esta institución ha realizado sobre otras economías importantes. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento entre España y la zona del euro se situaría en 8 décimas este año y 4 décimas el próximo (0,8 p.p. de media entre 2016 y 2018).

En España, la actividad también está atravesando un periodo de ralentización en su crecimiento, pero menos intenso que en la zona del euro.

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional, algunos de los cuales son comunes a los de otras economías europeas, tienen que ver con: i) los desafíos que se plantean sobre el sector bancario para elevar su rentabilidad y fortalecer su solvencia; ii) la necesidad de afianzar la consolidación de las cuentas públicas y, en particular, de reducir el nivel de deuda pública; iii) la elevada tasa de desempleo, aunque en descenso, junto con los retos derivados del envejecimiento de la población; iv) la repercusión negativa para el negocio de las empresas exportadoras españolas expuestas a los mercados con más restricciones al comercio; y v) la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre políticas de carácter nacional.

A pesar de esta fortaleza relativa, también se perciben fuentes de vulnerabilidad importantes.

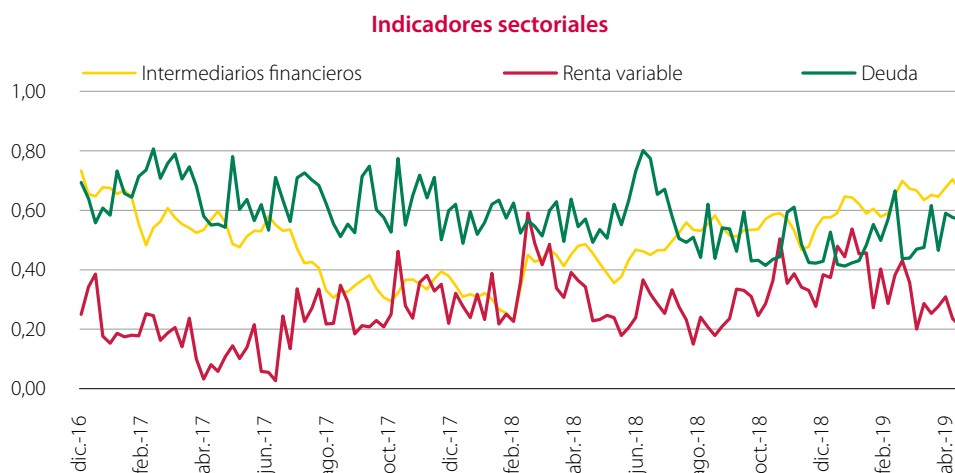
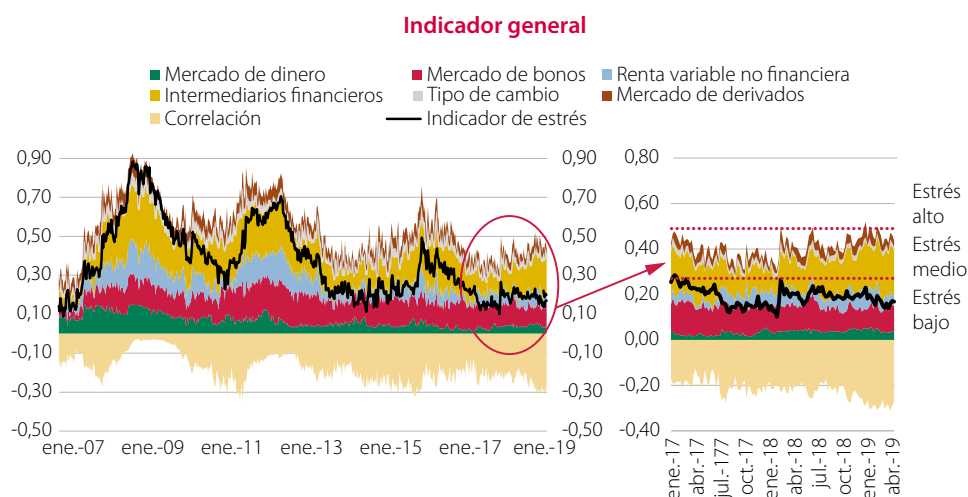
3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles permanece en niveles reducidos (0,17 a finales del primer trimestre), si bien se observa un grado significativo de estrés en algunos segmentos individuales como el de intermediarios financieros y el de deuda.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles⁶ se ha mantenido en niveles considerados compatibles con un estrés bajo durante los últimos meses (por debajo de 0,27), registrando únicamente leves incrementos en algunos momentos de incertidumbre relacionados con Italia. A finales de marzo, este indicador se

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

6 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, con lo que se obtiene 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).

situaba en 0,17. Buena parte del nivel reducido del indicador de estrés se explica por la escasa correlación que existe entre los seis segmentos considerados, ya que, al ser una medida de riesgo sistémico, el indicador general únicamente registra incrementos notables si el nivel de estrés aumenta en todos los segmentos al mismo tiempo y durante un periodo prolongado, cosa que no ocurre en la actualidad. Sin embargo, sí se detecta un nivel de estrés considerable en algunos de los segmentos individuales examinados. Como se observa en el panel inferior del gráfico 12, este es el caso en el segmento de intermediarios financieros (mayoritariamente bancos) y de deuda, cuyo nivel de estrés se situaba en 0,66 y 0,57, respectivamente, a finales del primer trimestre. En el primer caso, el elevado nivel de estrés se explica fundamentalmente por la caída de las cotizaciones del sector, mientras que en el segundo viene determinado por el deterioro de la liquidez del bono de deuda soberano.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que habían finalizado 2018 con caídas significativas, comenzaron el año con ganancias notables que permitieron recuperar parte de las pérdidas del ejercicio anterior. Aunque las incertidumbres relacionadas con el *brexit* siguieron presentes, las cotizaciones avanzaron gracias al impulso de las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China —que dio como resultado un aplazamiento en la subida de aranceles y un relajamiento de la tensión comercial entre ambos países—, así como a las perspectivas de que el BCE mantendrá en el tiempo su política monetaria acomodaticia⁷ como consecuencia de la notable ralentización del crecimiento en la zona del euro. Además, los índices europeos se vieron favorecidos por la recuperación de los estadounidenses, donde la Reserva Federal⁸ mantuvo sin cambios sus tipos de interés y apuntó también a la posibilidad de que no haya más alzas en todo 2019.

El Ibex 35 inició el año con subidas que se fueron moderando conforme avanzaba el trimestre, ante las dudas sobre la evolución económica de la zona del euro, en la que el deterioro de la situación económica⁹ es cada vez más evidente. Los avances de las cotizaciones no fueron homogéneos entre todos los sectores y valores del mercado nacional, sino que se concentraron en las grandes compañías, especialmente en las empresas del sector eléctrico, así como en las compañías de los sectores de la construcción, la tecnología, y los bienes de equipo y de consumo. También presentaron un comportamiento positivo las empresas de pequeña capitalización, que se vieron favorecidas por su menor exposición internacional y su mayor dependencia del mercado nacional, que sigue manteniendo una evolución favorable, en un contexto de

Los mercados de renta variable presentaron alzas significativas en el primer trimestre, que les permitieron recuperar parte de las pérdidas de 2018.

Las mayores alzas de las cotizaciones se concentraron en las grandes compañías del sector eléctrico, la construcción, la tecnología y los bienes de consumo, así como en las empresas de pequeña capitalización.

7 El presidente del BCE confirmó su intención de «aumentar la acomodación de la política monetaria», retrasando hasta finales de 2019 o más allá la primera subida de tipos, que vendrá acompañada a partir de septiembre por una nueva ronda de inyecciones de liquidez a la banca (el tercer TLTRO). Además, el BCE mostró su preocupación por el deterioro del entorno económico y recortó desde el 1,7% al 1,1% la previsión de crecimiento de la zona del euro para 2019.

8 Véase epígrafe 2.1.

9 Italia se encuentra en recesión (su PIB retrocedió un 0,1% y un 0,2% en el tercer y cuarto trimestre de 2018, respectivamente) y Alemania ha conseguido eludirla pero su actividad se ha resentido de forma significativa por la importancia relativa del sector exportador (su PIB retrocedió un 0,2% en el tercer trimestre y registró una expansión del 0,02% en el cuarto trimestre).

desaceleración económica. Asimismo, los menores avances correspondieron a las compañías de mediana capitalización y a los bancos. Las primeras acusaron el deterioro de las expectativas y la ralentización de la economía europea por su mayor exposición a estos mercados, mientras que los segundos se vieron perjudicados por el mantenimiento del escenario de bajos tipos de interés, que presiona sus márgenes a la baja.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 5

Índices	2016	2017	2018	I 18 ¹	II 18 ¹	III 18 ¹	IV 18 ¹	I 19 ¹
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	-4,4	0,2	-2,4	-9,0	8,2
Madrid	-2,2	7,6	-15,0	-3,9	-0,1	-2,5	-9,3	8,0
Ibex Medium Cap	-6,6	4,0	-13,7	-1,4	1,9	0,8	-14,8	4,7
Ibex Small Cap	8,9	31,4	-7,5	11,1	5,6	-5,6	-16,4	9,4
FTSE Latibex All-Share	71,0	9,0	10,3	11,1	-12,4	11,4	1,8	14,0
FTSE Latibex Top	67,8	7,3	14,8	7,5	-9,4	12,9	4,5	11,7
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-1,6	10,5	-27,1	-3,7	-8,7	-5,1	-12,6	2,7
Banca	-1,8	10,6	-29,0	-4,5	-9,9	-5,3	-12,9	2,7
Seguros	15,5	0,1	-12,8	-0,9	-0,2	2,3	-13,8	2,9
Inmobiliarias y otros	-2,3	17,6	-26,1	-5,6	3,3	-10,9	-15,0	-2,9
Petróleo y energía	0,8	3,9	6,1	-4,8	12,0	-1,4	0,9	9,6
Petróleo	32,6	9,9	-4,5	-2,2	16,3	2,4	-18,0	8,4
Electricidad y gas	-4,3	2,0	8,9	-6,1	10,6	-2,5	7,6	9,9
Mat. básicos, industria y construcción	2,0	2,6	-8,6	-1,8	2,4	2,7	-11,5	18,2
Construcción	-7,9	9,9	-3,4	-7,3	6,7	4,5	-6,5	18,7
Fabricación y montaje de bienes de equipo	7,8	-19,3	-10,4	8,1	-6,2	-5,2	-6,8	19,9
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	48,8	14,2	-25,3	1,8	-6,2	7,5	-27,2	7,5
Ingeniería y otros	9,9	-9,9	-21,3	-2,0	7,2	-1,4	-23,9	14,4
Tecnología y telecomunicaciones	-9,0	7,5	-5,5	-0,2	-0,9	4,8	-8,8	9,0
Telecomunicaciones y otros	-14,2	-5,1	-8,2	-0,1	-8,5	-5,3	6,1	3,7
Electrónica y software	7,9	36,6	-0,1	-0,3	11,9	17,4	-23,7	17,3
Bienes de consumo	0,2	-2,1	-16,7	-8,4	12,4	-6,5	-13,5	14,3
Textil, vestido y calzado	2,6	-10,4	-23,1	-12,4	15,0	-10,8	-14,4	17,2
Alimentación y bebidas	-5,4	5,2	-8,4	3,7	1,7	1,4	-14,4	12,2
Productos farmacéuticos y biotecnología	-6,4	14,6	-6,4	-5,6	11,5	-0,8	-10,3	11,6
Servicios de consumo	-8,0	23,3	-19,7	-4,0	-1,1	-4,9	-11,1	2,0
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	-34,7	-1,8	-0,1	-9,9	-27,2	2,7
Transporte y distribución	-15,7	32,3	-11,5	-3,4	1,7	-2,7	-7,5	0,3

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

El Ibex 35 avanzó un 8,2% en el primer trimestre del año...

Así, el Ibex 35, que en los últimos 2 trimestres había acumulado retrocesos del 2,4% y el 9%, respectivamente —hasta acumular unas pérdidas en 2018 del 15%—, recuperó parte de ellas y cerró el primer trimestre del ejercicio con una revalorización del 8,2%, con lo que se situó en niveles similares a los de octubre del ejercicio anterior. Este movimiento alcista siguió la tendencia de los principales índices europeos de

referencia¹⁰, aunque los avances del mercado español fueron los más moderados junto con los del alemán. Asimismo, las alzas de las cotizaciones en todos los mercados europeos se produjeron en un entorno de baja volatilidad y de caídas en los volúmenes de contratación. El avance del principal índice del mercado español se situó a medio camino entre la revalorización que presentaron las acciones de las compañías más pequeñas (9,4%) y las de mediana capitalización (4,7%), cuyo comportamiento fue más discreto. Por otra parte, en el caso de los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, durante el primer trimestre se observaron avances del 14% y el 11,7%, respectivamente, gracias a la evolución positiva de los mercados latinoamericanos¹¹ —especialmente de Brasil, donde destaca la mejora de su economía¹²—, así como de la apreciación de sus divisas respecto al euro¹³.

Con la excepción de las compañías inmobiliarias, todos los sectores terminaron el trimestre con avances, aunque fueron muy heterogéneos entre sectores y compañías, como se ha comentado anteriormente. Un análisis más detallado revela que las subidas más significativas correspondieron a compañías de los sectores de la construcción y de los bienes de equipo, además de al sector de los bienes de consumo; dentro de este último destacó la recuperación de la principal compañía del sector textil (Inditex), que, a pesar de la fuerte competencia en el ámbito del comercio electrónico, consiguió mejorar sus ventas e incrementar sus beneficios. Asimismo, destacó la evolución de las empresas de los sectores del petróleo y la energía, así como las del sector de la tecnología y el *software*. Por un lado, las compañías eléctricas se vieron favorecidas por las perspectivas de mantenimiento de unos tipos de interés bajos, lo que resalta su carácter defensivo, y las expectativas de estabilidad en sus beneficios gracias a unos costes financieros reducidos y estables; por otro, la principal compañía petrolífera se benefició de la recuperación de los precios del petróleo¹⁴. Además, las compañías tecnológicas y de internet volvieron a subir de modo destacado, apoyadas por la recuperación de las cotizaciones del sector tecnológico en EE. UU. y por la confianza de los inversores en sus modelos de negocio.

El notable avance de las cotizaciones en el trimestre, junto con la ralentización en el crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitieron que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 aumentase desde 10,8 a mediados de diciembre —su nivel más bajo desde el primer semestre de 2012— hasta 11,5 en marzo. Como recoge el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global presentaron un comportamiento similar en el trimestre, recogiendo la recuperación de sus cotizaciones. A pesar de la mejora de las cotizaciones, con la excepción del índice estadounidense S&P 500, todas las ratios siguen por debajo de sus valores medios durante el periodo 2010-2019.

... observándose alzas en la mayoría de los sectores del mercado, más intensas en construcción, bienes de equipo, sector textil, tecnología y compañías energéticas y petrolíferas.

El incremento de las cotizaciones durante el trimestre, junto con la ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales, propició un aumento de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) hasta 11,5, desde los mínimos de 2012 en los que se encontraba en diciembre (10,8).

10 Los principales índices europeos también presentaron registros positivos: Eurostoxx 50 (11,7%), Dax 30 (9,2%), Cac 40 (13,2%), destacando los avances del italiano Mib 30, que se revalorizó un 16,2%.

11 Los principales índices bursátiles de los mercados de Brasil y México acumulan una revalorización del 8,5% y el 3,9%, respectivamente, en moneda local.

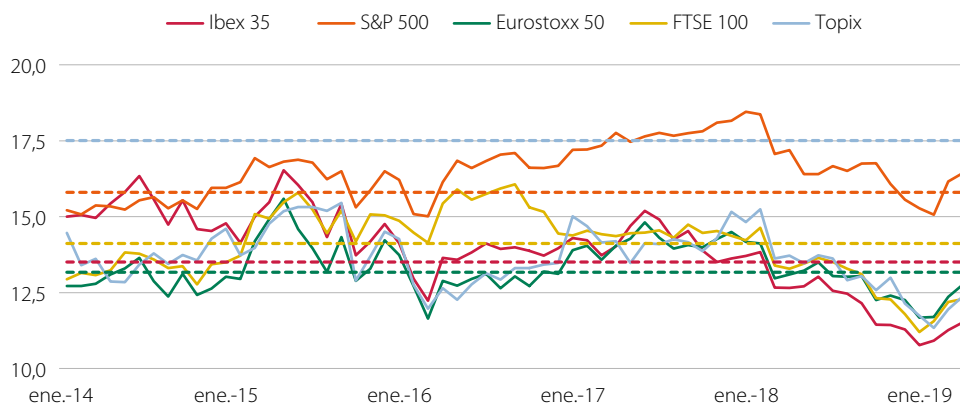
12 El PIB de Brasil creció un 1,1% y un 1% en 2018 y 2017, respectivamente, tras los descensos del 3,3% y el 3,5% de 2016 y 2015, respectivamente.

13 En el primer trimestre del año el real brasileño se apreció un 1% respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 3,4%.

14 Los precios del petróleo aumentaron un 27,1% en el primer trimestre de 2019, hasta situarse en 68 dólares por barril.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

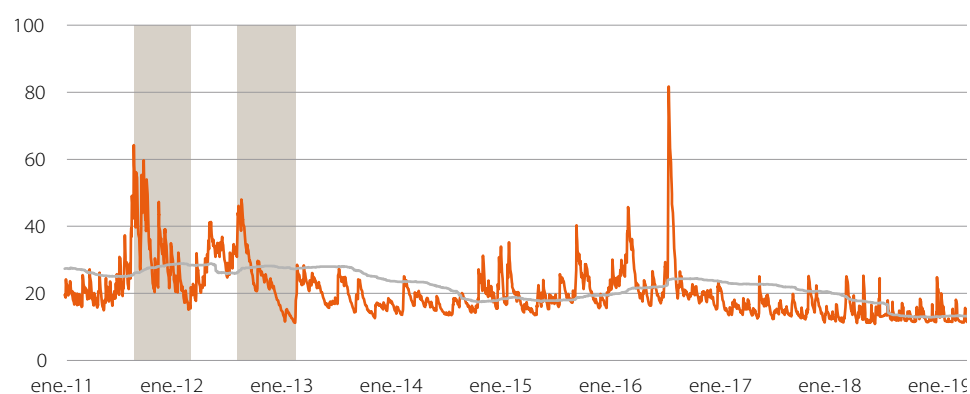
1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad, que se mantuvo en niveles reducidos durante la mayor parte de 2018, siguió descendiendo en los primeros meses de 2019, al igual que sucedió en las principales bolsas internacionales.

La volatilidad del Ibex 35, que se había mantenido en niveles reducidos durante la mayor parte del ejercicio 2018, observándose repuntes transitorios asociados a los distintos episodios de incertidumbre acaecidos en las bolsas estadounidenses y en Italia, volvió a disminuir en el primer trimestre de este año, al igual que sucedió en las principales bolsas internacionales. Así, al cierre del trimestre la volatilidad del Ibex 35 cayó hasta valores cercanos al 12%, ligeramente por debajo del valor medio de ese periodo (13,0%) y del promedio del trimestre anterior (14,5%), así como de los registros de 2018 (cierre: 18,6% y promedio: 15,1%). El comportamiento de la volatilidad del mercado español fue similar al de otros índices europeos como el Eurostoxx 50 (11,4% al final del trimestre), pero sus variaciones fueron menos pronunciadas que las observadas en los índices estadounidenses¹⁵ (la volatilidad del Dow Jones se movió en un rango de más de 20 puntos porcentuales en el trimestre).

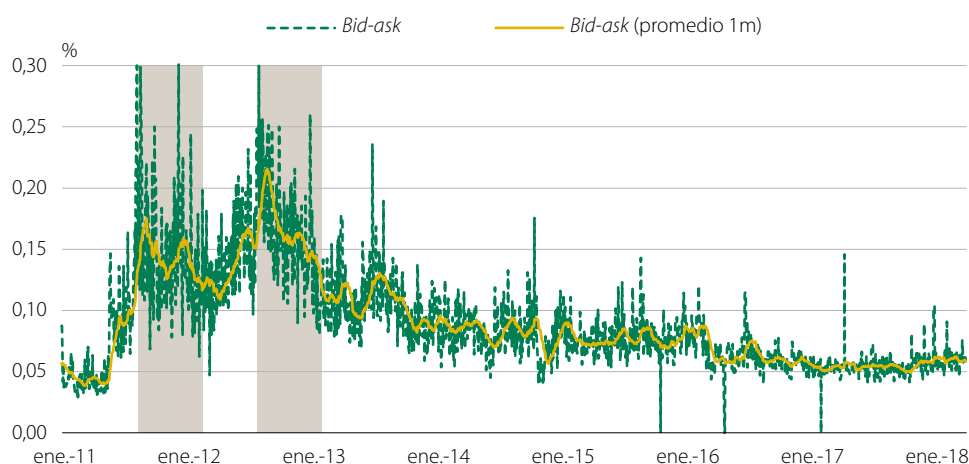
Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. En azul se muestra la volatilidad condicionada y en rojo, la volatilidad incondicionada. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda, a todas las entidades.

15 A finales de marzo, la volatilidad de los índices Dow Jones y VIX se situaba en valores cercanos al 10,4% y 13,7%, respectivamente, mientras que al cierre de 2018 alcanzaba valores superiores al 29% y 22%, respectivamente.



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.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se han mantenido estables en el primer trimestre del año, observándose cierta dispersión en el *spread* a pesar de la caída de la volatilidad del mercado. Este diferencial se situó en el 0,057% en el primer trimestre del año, en niveles similares a los del trimestre anterior y muy por debajo de la media histórica de este indicador (0,092%).

A pesar de la recuperación de las cotizaciones de las bolsas, la contratación de renta variable española volvió a caer en el primer trimestre del año, puesto que el entorno de baja volatilidad desincentiva algunas modalidades de negociación, como la algorítmica y la de alta frecuencia¹⁶. Así, la negociación de valores de renta variable españoles disminuyó un 17,4% en términos interanuales, hasta situarse por debajo de 194.000 millones de euros¹⁷, en línea con la tendencia de la mayoría de las bolsas europeas, en las que también se ha producido una significativa caída de la contratación¹⁸. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo se situó en 1.696 millones de euros en el primer trimestre, un 25,9% menos que en el mismo periodo de 2018 y por debajo del promedio de ese ejercicio (2.287 millones de euros). De hecho, la contratación media diaria del mercado continuo alcanzó su valor más bajo de los últimos años, lo que refleja además la

Las condiciones de liquidez permanecieron en niveles satisfactorios, aunque se observó una cierta dispersión del diferencial de compra-venta.

A pesar del avance de las cotizaciones, la contratación de renta variable española retrocedió un 17,4% en términos interanuales.

16 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

17 De este importe se estima que alrededor del 58% corresponde a negociación *lit* y el resto, a negociación *dark*. Ambos tipos de negociación están sujetos a reglas de mercado pero sometidos a un régimen de transparencia diferente. Cabe señalar que los centros de negociación y mercados competidores de BME concentran aproximadamente el 60% de la negociación *dark* y que su cuota de mercado, teniendo en cuenta solo la negociación *lit*, se situó en el 35,9% en el primer trimestre del año.

18 Según los datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges) la contratación hasta febrero disminuyó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 16,7% en Euronext, un 26,3% en London Stock Exchange Group (Londres e Italia), un 22,6% en Deutsche Borse y un 13,9% en Cboe Europe.

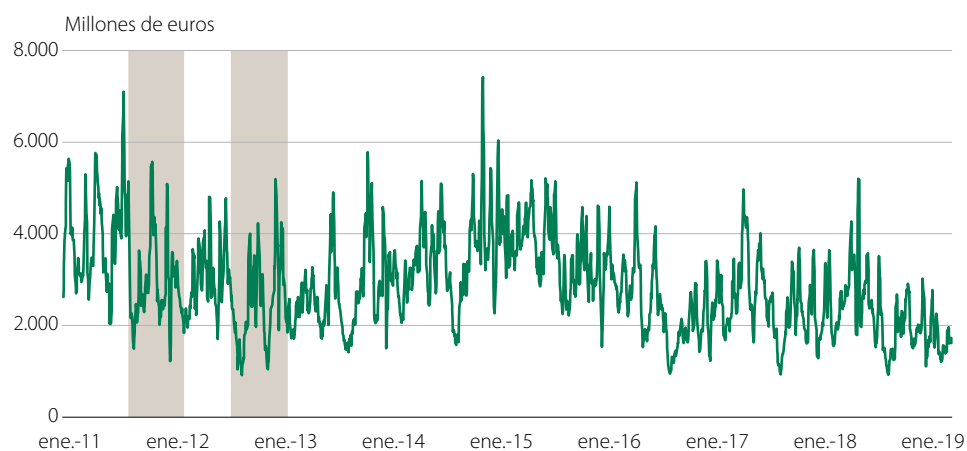
caída de contratación de las bolsas internacionales, la fragmentación del mercado español y el descenso de la cuota de mercado de BME en favor de otros centros de negociación y mercados competidores.

La contratación de valores españoles en centros de negociación y mercados competidores distintos del mercado de origen concentró el 45% de la negociación total en el primer trimestre.

En cuanto a la composición de la contratación de los valores españoles, un total de 106.000 millones de euros correspondieron al mercado regulado español (un 25,9% interanual menos), mientras que 87.500 millones (un 4,2% interanual menos) se negociaron en centros de negociación y mercados competidores. Así, a pesar de la ligera caída de la contratación en estos últimos, su cuota de mercado continuó creciendo hasta alcanzar casi el 45% de la negociación total, su máximo histórico (casi 5 puntos porcentuales más que al cierre de 2018). Por lo que respecta a esta contratación en el exterior, siguió destacando el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera a través de dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X—, que, con casi 68.000 millones de euros contratados en el primer trimestre (un 7,7% interanual menos), concentró casi el 80% del total negociado en el exterior y casi dos tercios de lo contratado en el mercado de origen (véase cuadro 17). Asimismo, como ha sucedido en los trimestres anteriores, siguió cambiando su distribución entre ambos libros de órdenes en beneficio de BATS. Por su parte, el operador Turquoise continuó perdiendo cuota de mercado, hasta situarse en torno al 11% desde el 12% del trimestre anterior, mientras que el resto de los operadores mantuvo su importancia relativa (cercana al 11,5%).

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. 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.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Millones de euros

	2015	2016	2017	2018	III 18	IV 18	I 19
Total	1.161.482,8	877.413,3	932.771,9	930.616,1	193.976,4	220.784,3	193.634,8
Admitida en SIBE	1.161.222,9	877.402,7	932.763,1	930.607,1	193.974,0	220.782,2	193.633,8
BME	925.978,7	631.107,2	633.385,7	579.810,4	116.051,4	131.345,2	106.068,5
Chi-X	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	25.272,1	26.217,5	22.921,2
Turquoise	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.833,4	10.543,9	10.423,7	9.520,5
BATS	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	37.214,3	42.639,2	45.011,1
Otros	13.566,2	32.984,5	61.346,5	29.552,2	4.892,3	10.156,5	10.112,5
Corros	246,1	7,5	8,1	8,2	2,0	2,1	0,9
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	0,1	0,7	0,0
Bilbao	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	219,1	4,1	6,3	7,4	1,9	1,4	0,9
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	0,4	0,0	0,1
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	12.417,7	6.033,0	6.908,0	3.517,1	841,5	717,0	901,5
MAB	6.441,7	5.066,2	4.987,9	4.216,3	762,0	1.152,9	932,6
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	31,6	43,0	38,8
ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	456,6	623,7	467,1
Total contratación BME	957.990,5	648.418,9	649.885,3	590.732,0	118.145,5	133.772,4	108.409,4
% RV española en BME respecto al total RV española	80,1	71,9	68,3	62,6	60,1	59,8	55,1

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 el primer trimestre del año, las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron los 1.897 millones de euros (véase cuadro 7), un 42% menos de lo emitido en el mismo trimestre de 2018, si bien en aquel periodo tuvo lugar la ampliación con contrapartida no monetaria correspondiente a la emisión de acciones de Bankia para la absorción del Banco Mare Nostrum (BMN). En los primeros meses de 2019 las ampliaciones de capital se concentraron en su mayoría en la modalidad de ampliaciones de capital con captación de recursos con derecho de suscripción preferente, entre las que destacó la operación de Cellnex Telecom por un importe cercano a 1.200 millones de euros. El resto de las ampliaciones correspondió en su mayoría a la modalidad dividendo elección, cuyo importe fue inferior a la cuarta parte del alcanzado en el mismo periodo de 2018¹⁹. Por otro lado, a pesar de la evolución positiva de las cotizaciones, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa en el trimestre, si bien diversas compañías preparan su estreno en el mercado bursátil para los próximos meses.

La emisión de nuevas acciones en el primer trimestre se concentró en la modalidad de ampliación de capital con derecho de suscripción preferente y, en menor medida, de dividendo elección. Asimismo, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa en el trimestre.

19 Es habitual que en los primeros días de enero de cada año, varias compañías de gran tamaño —principalmente del sector eléctrico y de la energía— distribuyan dividendos bajo la modalidad de dividendo elección.

	2016	2017	2018	II 18	III 18	IV 18	I 19
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	45	47	46	12	19	24	14
Ampliaciones de capital	45	45	45	12	19	24	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	0	0	2	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	81	91	81	14	19	26	15
Ampliaciones de capital	79	84	80	14	19	26	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	0	0	2	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	2	7	1	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	13.846,7	25.787,7	7.389,9	426,1	1.776,7	3.288,2	1.586,0
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	63,0	109,2	141,5	1.552,5
Sin derecho de suscripción preferente	807,6	956,2	200,1	0,0	0,0	200,1	10,0
Colocaciones aceleradas	0,0	821,8	1.999,1	0,0	89,0	1.910,1	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ³	1.791,7	8.469,3	2.999,7	0,0	1.263,4	557,3	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	223,9	153,3	9,9	13,0
Otras	2.390,2	6.060,2	913,9	139,2	161,7	469,4	10,5
Ampliaciones de capital liberadas⁴	5.898,3	3.807,3	3.939,7	133,1	2.120,3	323,5	311,0
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	133,1	2.120,3	299,0	311,0
Total ampliaciones de capital	19.745,1	29.595,0	11.329,6	559,2	3.787,8	3.586,7	1.897,0
Ofertas públicas de venta	506,6	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	15	13	8	3	3	2	4
Número de emisiones	21	15	12	3	4	2	4
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	95,7	52,3	3,4	17,3
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	95,7	52,3	3,4	17,3
De ellas, mediante OPS	9,7	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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.

- Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 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.
- Operaciones no registradas en la CNMV.

3.2 Los mercados de renta fija

El acuerdo del Gobierno italiano con la Unión Europea y la confirmación por el BCE de que los cambios de su política monetaria serían lentos y progresivos permitieron nuevos descensos de la rentabilidad de los activos de deuda...

Los mercados de renta fija tanto nacionales como europeos, en los que los rendimientos de los activos se habían relajado en los últimos meses del ejercicio anterior, mantuvieron esta tendencia en el primer trimestre de 2019 tras la confirmación del acuerdo del ejecutivo italiano con las autoridades europeas y el anuncio por parte de la autoridad monetaria europea²⁰ de que el crecimiento económico será más débil

20 El BCE reflejó en su comunicado de finales de enero una evolución de la economía europea más débil de lo esperado y una contención de la inflación. Posteriormente, a comienzos de marzo, retrasó hasta finales de 2019 o más allá la primera subida de tipos, además de anunciar que en septiembre pondrá en marcha una nueva ronda de inyección de liquidez al sector bancario (el tercer TLTRO).

de lo esperado —en un contexto de contención de la inflación—, lo que aleja en el tiempo las decisiones de endurecimiento de la política monetaria y deja la puerta abierta a nuevas medidas de carácter expansivo.

Los tipos de interés de la deuda pública española a medio y largo plazo, al igual que los de las principales economías europeas, presentaron ligeros retrocesos, que fueron más intensos en los plazos más largos al recoger las expectativas del mercado sobre el mantenimiento en el tiempo de una política monetaria de carácter acomodaticio. Por su parte, a pesar de la finalización del programa de compras de deuda corporativa del BCE²¹, los tipos de la renta fija privada a largo plazo también experimentaron descensos. La prima de riesgo de crédito de la deuda pública española se mantuvo sin cambios en 117 p.b., puesto que la magnitud del descenso de los tipos españoles fue similar a la de los alemanes.

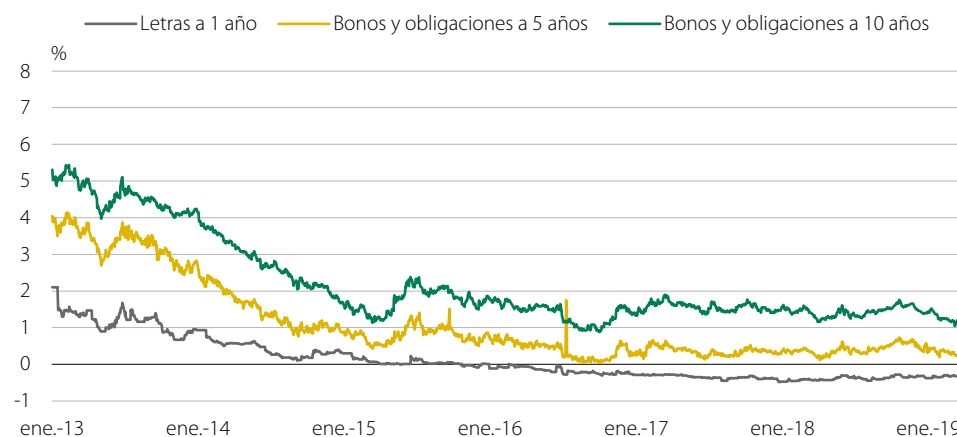
En este contexto de tipos con sesgo a la baja y estabilidad en los mercados, las emisiones de deuda de los emisores españoles se mantuvieron estables en el primer trimestre del año en términos interanuales, si bien su evolución no fue homogénea entre los diferentes tipos de activos. Así, se observaron avances interanuales destacados en las emisiones de bonos (tanto en las registradas en la CNMV como en el exterior), mientras que las emisiones del resto de activos retrocedieron, en especial los bonos de titulización. Después de un segundo semestre de incertidumbres e inestabilidad en los mercados, los emisores no financieros aprovecharon el buen momento del mercado para volver a financiarse a medio y largo plazo. Por su parte, es posible que los bancos hayan retrasado sus decisiones de financiación a la espera de que el BCE ponga en marcha en septiembre su anunciada tercera ronda de inyección de liquidez al sector²².

... tanto pública como privada, y de mayor cuantía en los plazos más largos, en línea con lo sucedido en las principales economías europeas.

Las emisiones de renta fija de los emisores españoles se mantuvieron estables en el primer trimestre, destacando el crecimiento de las emisiones de bonos, tanto registrados en la CNMV como en el exterior.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

21 El programa de compras de deuda corporativa finalizó el 19 de diciembre de 2018, pero mantiene la reinversión de los importes de los activos adquiridos bajo este programa cuando lleguen a su vencimiento. A 29 de marzo de 2019, el BCE mantenía en cartera deuda corporativa por importe de 177.700 millones de euros adquiridos en el marco de este programa.

22 El BCE realizará una nueva ronda de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo (TLTRO-III), que comenzarán en septiembre y finalizarán en marzo de 2021, con una duración de 2 años.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo siguió en valores negativos en el primer trimestre del año (y por cuarto año consecutivo), mientras que el de los pagarés de empresa presentó ligeras alzas.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo presentaron ligeras alzas en el primer trimestre que los alejaron de la zona de mínimos históricos en la que se encontraban al cierre de 2018. No obstante, esta evolución fue dispar en los diferentes plazos y entre la deuda pública y la renta fija privada, puesto que fue en esta última donde los avances fueron más significativos. Así, los tipos de interés de la deuda pública seguían en valores negativos para todo el tramo corto de la curva por cuarto año consecutivo, debido a la confirmación y extensión en el tiempo de la política monetaria ultraexpansiva del BCE. De este modo, a finales de marzo la rentabilidad en el mercado secundario de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,40%, -0,36% y -0,32%, respectivamente, unos valores ligeramente superiores a los del trimestre anterior pero cercanos al rendimiento mínimo anual del -0,40% establecido por el BCE²³ en sus programas de compras de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Todas las subastas de letras del mercado primario siguieron adjudicándose a tipos negativos y las últimas, efectuadas en marzo, se resolvieron a tipos similares a los de las subastas previas. En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la evolución de los tipos presentó una mayor dispersión, situándose los tipos de los pagarés a 6 y 12 meses en valores similares a los de finales de 2015. Su rendimiento en el momento de emisión oscilaba entre el 0,25% de la referencia a 3 meses y el 0,65% de los pagarés a 12 meses (véase cuadro 8).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 8

	dic.-16	dic.-17	dic.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18	mar.-19
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,47	-0,62	-0,50	-0,52	-0,46	-0,50	-0,40
6 meses	-0,34	-0,45	-0,41	-0,43	-0,41	-0,41	-0,36
12 meses	-0,25	-0,42	-0,33	-0,34	-0,37	-0,33	-0,32
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,18	0,39	0,24	0,25	0,31	0,24	0,25
6 meses	0,20	0,26	0,19	0,12	0,26	0,19	0,41
12 meses	0,15	0,19	0,07	0,18	0,36	0,07	0,65

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó gracias a la confirmación de la política monetaria acomodaticia del BCE.

Los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre con descensos, que se fueron intensificando tras la confirmación del mantenimiento de la política monetaria acomodaticia del BCE, en un entorno de ralentización del crecimiento económico en la zona del euro y no exento de incertidumbres tanto de tipo económico como político. Los tipos a 3 y 5 años disminuyeron en torno a 20 p.b., hasta situarse en su nivel más bajo desde el primer semestre de 2017, mientras que la referencia a 10 años cedió casi 30 p.b., hasta su nivel más reducido desde el tercer trimestre del año 2016. Tras estos movimientos, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba en el promedio de marzo en el -0,14%, el 0,24%

23 El BCE ha mantenido este límite de rendimiento para la reinversión de los activos adquiridos bajo sus programas de compras.

y el 1,14%, respectivamente (véase cuadro 9). En el transcurso del trimestre la curva de tipos pasó de presentar valores negativos hasta el plazo de 3 años a hacerlo hasta el de 4 años, observándose solo valores ligeramente positivos a partir de la referencia de 5 años.

El comportamiento de los rendimientos de la deuda corporativa fue relativamente parecido al de la deuda pública, pero se observó una mayor dispersión, puesto que la referencia a 5 años apenas presentó cambios. En general, estos rendimientos volvieron a niveles similares a los de comienzos del segundo semestre de 2018, cuando el programa de compras de deuda de este tipo del BCE seguía activo (en la actualidad el banco central mantiene la reinversión de los vencimientos de estos activos). A finales del primer trimestre, las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,44%, el 0,56% y el 1,32%, respectivamente, observándose descensos cercanos a los 20 p.b. en los plazos de 3 y 10 años y estabilidad en el plazo de 5 años. Además, la prima de riesgo de la deuda privada a 10 años, que durante gran parte de 2018 había presentado valores negativos, siguió la tendencia iniciada al cierre del año, cuando volvió a situarse en positivo y creció hasta los 18 p.b.

El rendimiento de la deuda corporativa también disminuyó hasta niveles similares a cuando el programa de compras de deuda corporativa del BCE estaba activo, aunque las caídas fueron desiguales en los distintos plazos.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 9

%

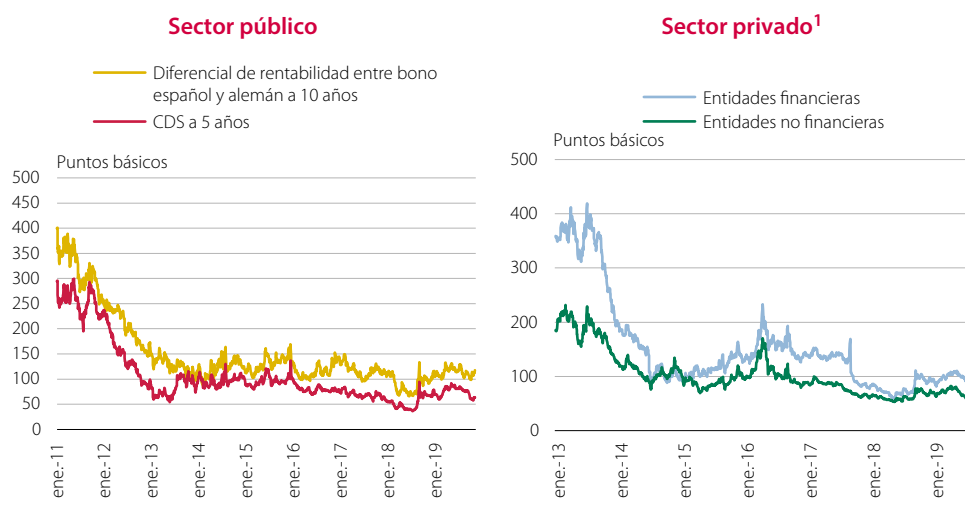
	dic.-16	dic.-17	dic.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18	mar.-19
Renta fija pública							
3 años	0,04	-0,09	-0,04	-0,06	0,00	-0,04	-0,14
5 años	0,35	0,31	0,44	0,41	0,49	0,44	0,24
10 años	1,44	1,46	1,43	1,38	1,51	1,43	1,14
Renta fija privada							
3 años	0,69	0,44	0,67	0,44	0,47	0,67	0,44
5 años	1,43	0,41	0,55	0,36	0,59	0,55	0,56
10 años	2,14	1,16	1,52	1,23	1,41	1,52	1,32

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano comenzó el trimestre con ligeras alzas, que fueron desapareciendo tras confirmarse la política expansiva de la autoridad monetaria europea y la disminución de las incertidumbres políticas en torno a las finanzas públicas italianas. En este contexto, la prima de riesgo —medida como el diferencial de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— se situó en 117 p.b. a finales de marzo, unos valores similares a los del cierre de 2018, tras oscilar entre los 98 y los 129 p.b. Por el contrario, la prima de riesgo evaluada a través del CDS del bono soberano español —cuyo mercado se caracteriza por ser menos líquido que el del bono alemán— presentó un leve descenso de 16 p.b. y se situó al cierre del trimestre en 64 p.b. (véase panel izquierdo del gráfico 18).

La prima de riesgo soberano se mantuvo sin cambios en el primer trimestre y lo finalizó en 117 p.b.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

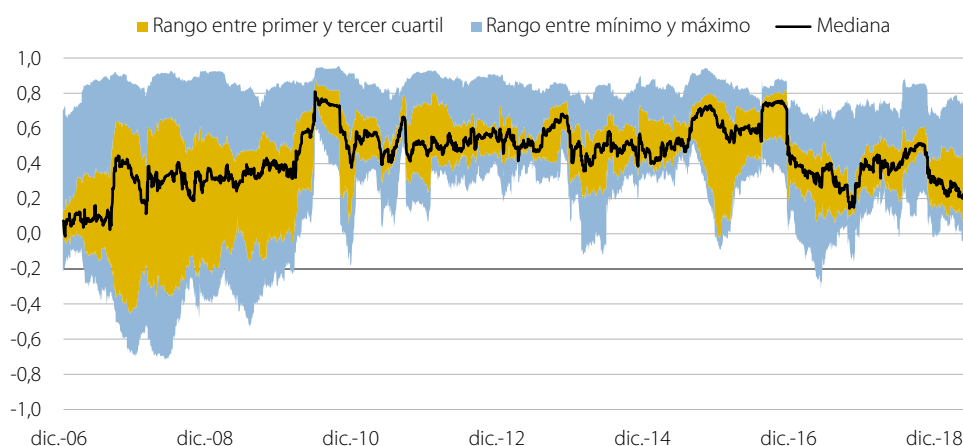
Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía disminuyeron ligeramente, lo que podría atribuirse al impacto positivo que tendría el mantenimiento de la política monetaria acomodaticia del BCE en sus gastos financieros y la disponibilidad de mayor liquidez.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía tuvieron un comportamiento ligeramente diferente al de la deuda soberana y presentaron leves descensos, que podrían atribuirse a las expectativas de mantenimiento de la política monetaria del BCE y a su impacto positivo sobre los costes de financiación de las empresas, especialmente de las más endeudadas. En el caso de los bancos —aunque, *a priori*, un escenario de alzas en los tipos de interés favorece la ampliación de su margen de intereses—, el nuevo panorama descrito por el BCE, sin subidas de tipos a corto plazo y con una tercera ronda de financiación a largo plazo para las entidades financieras (el denominado TLTRO-III), puede tener beneficios para el sector bancario, pues facilita el acceso a financiación a largo plazo y bajo coste y podría evitar un incremento de la morosidad en un entorno de ralentización económica y riesgos al alza. Además, tanto en el caso de las compañías no financieras como de los bancos, a pesar de la finalización de los programas de compras de deuda del BCE²⁴, los mercados siguen beneficiándose de las reinversiones de los vencimientos de los activos adquiridos en el marco de estos. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 94 p.b., por debajo de los 108 p.b. con los que inició el año; y en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo era de 64 p.b., frente a los 78 p.b. de cierre del trimestre anterior.

La correlación entre los precios de los activos, que había disminuido en el segundo semestre de 2018, se ha mantenido estable en los primeros meses de 2019 y en niveles reducidos.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que disminuyó de forma notable en el segundo semestre de 2018 coincidiendo con las caídas de las bolsas, se ha mantenido estable en niveles reducidos y se sitúa en su punto más bajo desde finales del año 2017. Este valor es inferior al promedio observado en la última década y es compatible con una discriminación de los inversores entre los diferentes tipos de activos disponibles.

24 Cabe recordar que estos incluían programas específicos de deuda corporativa (el denominado CSPP, por sus siglas en inglés), cédulas hipotecarias y titulaciones (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente).



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores. Una correlación alta entre las diferentes clases de activos españoles indicaría la posible existencia de un comportamiento gregario por parte de los inversores. Esta situación podría ocasionar una elevada volatilidad en periodos de estrés. Por otro lado, la diversificación ofrecería menos ventajas, ya que, en este contexto, sería más difícil evitar la exposición a fuentes de riesgo sistémico.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017 se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años del Banco Popular.

Las emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV durante el primer trimestre de 2019 alcanzaron los 20.531 millones de euros, casi un 2% más que las registradas en el mismo periodo del año anterior. El volumen de emisiones, que se mantiene en valores reducidos, se ve condicionado por la existencia de otras fuentes de financiación alternativas con atractivo, entre las que destacan: i) las emisiones de deuda en el exterior, que siguen en aumento; ii) la financiación bancaria tradicional, cuya mayor facilidad de acceso respecto de periodos precedentes está haciendo que muchas compañías aprovechen el momento para refinanciarse en mejores condiciones²⁵; y iii) la tercera ronda de financiación a las entidades financieras anunciada por el BCE, que reduce las necesidades de financiación de estas últimas en los mercados de capitales.

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV aumentó ligeramente en el primer trimestre, aunque se mantiene en niveles reducidos.

En cuanto a la composición de las emisiones, los mayores retrocesos (tanto en términos absolutos como relativos) se produjeron en las emisiones de bonos de titulización (-77%) y en las de cédulas hipotecarias (-46%). En el caso de las primeras, es posible que las entidades financieras hayan retrasado su financiación en el trimestre a la espera de que el BCE hiciese público su programa de financiación a largo plazo específico para los bancos, mientras que las segundas siguieron condicionadas por la evolución del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que sigue cayendo²⁶, limitándose su actividad a la renovación de emisiones vencidas. A estos factores se puede añadir la posible incertidumbre regulatoria, al no haberse producido aún en España la adaptación

Crecieron las emisiones de bonos, sobre todo por las emisiones de la SAREB, y descendieron las de bonos de titulización y de cédulas hipotecarias.

25 Según datos del Banco de España, el saldo del crédito a las sociedades no financieras aumentó hasta febrero un 1,7% en tasa interanual, hasta situarse en 886.974 millones de euros.

26 Hasta febrero, según datos del Banco de España, el saldo del crédito hipotecario a los hogares caía un 1,1% en tasa interanual, hasta situarse en 518.841 millones de euros.

normativa al nuevo Reglamento europeo de titulaciones, que entró en vigor el 1 de enero de 2019. El crecimiento de las emisiones se concentró en los bonos y las obligaciones simples, que se multiplicaron por tres, gracias a tres emisiones de la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), por un importe agregado superior a 10.200 millones de euros. Además, destacó una emisión del BBVA de participaciones preferentes perpetuas contingentemente convertibles destinada a inversores institucionales por un importe de 1.000 millones de euros.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 10

	2015	2016	2017	2018	2018		2019
					III	IV	I ¹
Registradas en la CNMV							
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	136.607	139.028	109.487	101.296	11.793	58.433	20.531
Cédulas hipotecarias	31.375	31.643	29.824	26.575	5.050	14.700	2.745
Cédulas territoriales	10.400	7.250	350	2.800	0	2.800	0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.100	40.170	30.006	35.836	1.431	28.246	13.620
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.370	35.505	29.415	18.145	1.048	7.913	1.270
Pagarés de empresa ²	27.310	22.960	17.911	15.089	3.264	4.525	1.896
De titulización	2.420	1.880	1.800	240	0	0	0
Resto de pagarés	24.890	21.080	16.111	14.849	3.264	4.525	1.896
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	981	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1.000	2.850	1.000	250	1.000
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	5.452	4.279	6.505	4.923	933	1.301	350
Emisiones aseguradas	0	421	0	0	0	0	0
					2018		2019
En el exterior por emisores españoles	2014	2015	2016	2017	III	IV	I ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	66.347	58.587	84.760	89.358	20.423	19.491	17.684
A largo plazo	33.362	31.655	61.095	38.425	7.662	6.337	7.845
Participaciones preferentes	2.250	1.200	5.844	2.000	500	0	1.051
Obligaciones subordinadas	2.918	2.333	5.399	2.250	0	0	1.000
Bonos y obligaciones	28.194	28.122	49.852	34.175	7.162	6.337	5.794
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	32.984	26.932	23.665	50.933	12.762	13.153	9.839
Pagarés de empresa	32.984	26.932	23.665	50.933	12.762	13.153	9.839
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2018		2019
	2014	2015	2016	2017	III	IV	I ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	55.286	56.674	66.790	91.446	22.001	25.533	13.241
Instituciones financieras	14.875	11.427	19.742	43.234	9.284	15.564	7.990
Sociedades no financieras	40.411	45.247	47.585	48.212	12.717	9.969	5.252

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 28 de febrero.

Las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los primeros meses del año (datos hasta febrero) siguieron creciendo, con un importe cercano a los 17.700 millones de euros, un 19% más que en el mismo periodo de 2018. El mayor incremento correspondió a las emisiones de deuda a largo plazo, que avanzaron casi un 56%, mientras que las emisiones de pagarés a corto plazo apenas presentaron cambios. Las compañías parecen estar aprovechando el mantenimiento de los tipos en niveles reducidos para financiarse a largo plazo, pues las emisiones a este plazo representaron el 44% del total, frente al 34% que supusieron en el mismo periodo de 2018. En términos relativos, las emisiones en el exterior representaron el 47%²⁷ del total emitido por las empresas españolas en 2018 y los datos preliminares de 2019 indican que su importancia relativa tenderá a mantenerse o incluso ampliarse. Por otra parte, volvió a destacar el aumento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se situaron en 13.240 millones de euros, un 23% más que en 2018. De este importe, casi el 60% correspondió a bancos y el resto, a empresas no financieras. Las empresas españolas han seguido emitiendo deuda a través de sus filiales en el marco de su proceso de internacionalización y crecimiento en otras regiones.

También se incrementaron las emisiones de deuda en el exterior, que volvieron a concentrarse en mayor medida en deuda a largo plazo.

La creación de una autoridad macroprudencial en España (AMCESFI) RECUADRO 3

La política macroprudencial tiene como finalidad la preservación de la estabilidad del sistema financiero en su conjunto mediante el refuerzo de su resistencia y la atenuación de los riesgos de carácter sistémico. Tradicionalmente, el enfoque de las políticas relacionadas con la estabilidad financiera se ha orientado hacia el sistema bancario, poniendo un énfasis especial en el tamaño de las entidades. Sin embargo, la última crisis financiera puso de manifiesto que otros actores y actividades desarrolladas al margen del negocio bancario podían ser fuente o canal de transmisión de riesgo sistémico en determinadas circunstancias. Desde entonces, y a raíz de las recomendaciones del G20, las autoridades nacionales e instituciones internacionales han trabajado en la mejora de la resistencia de las actividades y entidades relacionadas con la intermediación financiera no bancaria (anteriormente conocidas como *shadow banking*) y en la construcción de un marco institucional y regulatorio para la detección y el análisis de los riesgos sistémicos que incluya todos los segmentos del sistema financiero. En el ámbito europeo, estos trabajos se plasmaron en la creación en 2011 de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés) para que se encargase de la supervisión macroprudencial del sistema financiero de la Unión Europea y de la prevención y mitigación del riesgo sistémico.

La JERS emitió en 2011 una recomendación¹ en la que instaba a los países de la Unión Europea a designar a una autoridad responsable de la supervisión macroprudencial. Esta recomendación se justificaba por la mejora en la eficacia de la política macroprudencial, al situarse a nivel nacional la responsabilidad de adoptar medidas para mantener la estabilidad financiera. Además, en su última revisión del sistema financiero español², el FMI también indicó, entre otros aspectos, que España debía establecer un Consejo de Riesgo Sistémico para la coordinación

27 En 2017, las emisiones en el exterior representaron el 46% del total emitido.

entre agencias sobre los factores y la supervisión relacionados con el riesgo sistémico, y las políticas para el conjunto del sistema en el sector financiero. A raíz de la recomendación de la JERS, la mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea (a excepción de Italia) han constituido a lo largo de los últimos años sus autoridades macroprudenciales, bien creando dicha autoridad de nuevo cuño con la participación de las autoridades de supervisión preexistentes, o bien designando en muchos casos al banco central como autoridad, o bien articulando una estructura de cooperación interinstitucional con un papel de liderazgo por parte del banco central o de la autoridad de supervisión integrada preexistente.

Aunque en España la creación formal de una autoridad macroprudencial propiamente dicha se inició en los últimos meses del año pasado, lo cierto es que durante muchos años existió un comité con unas funciones parecidas a algunas de las que están previstas para la autoridad macroprudencial. Este comité precursor se denominó CESFI (Comité de Estabilidad Financiera), se creó en 2006 y se componía de miembros representantes del Banco de España, la CNMV, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y el Ministerio de Economía. Se constituyó con el fin de facilitar el intercambio de información entre estas instituciones en materias relacionadas con la estabilidad financiera, mejorar los mecanismos de prevención de riesgos y realizar ejercicios de simulación de crisis y pruebas de estrés para coordinar la gestión de una crisis financiera con impacto potencialmente sistémico. El CESFI se reunió con frecuencia durante los años más complicados de la crisis de deuda soberana en Europa y después tuvo varios años de inactividad, para acabar reanudando sus reuniones en 2018. En esta etapa más reciente, el CESFI decidió poner en marcha un proyecto para crear una autoridad macroprudencial en España, que venía a satisfacer las recomendaciones tanto de la JERS como del FMI.

Como consecuencia de esta decisión se publicó a finales de 2018 un proyecto de Real Decreto de creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que se sometió a audiencia pública hasta el 26 de diciembre y se aprobó finalmente el 1 de marzo³. De acuerdo con el contenido de este real decreto, la AMCESFI, que ya ha celebrado su primera reunión en abril, sustituye al CESFI y busca mejorar la coordinación de la supervisión macroprudencial a nivel nacional y ayudar a prevenir o mitigar los riesgos sistémicos, lo cual debería contribuir a que el sistema financiero pueda apoyar y no lastrar el crecimiento económico. La Autoridad se compone de un Consejo, un Comité Técnico como órgano de apoyo y los subcomités que el Consejo acuerde constituir. Estos órganos están formados por representantes del Ministerio de Economía y Empresa, el Banco de España y la CNMV, con posibilidad de invitar a otras autoridades públicas, como el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) o la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. La ministra de Economía y Empresa preside el Consejo y el gobernador del Banco de España asume la vicepresidencia. En el Comité Técnico, la subgobernadora del Banco de España actúa como presidenta y el secretario general del Tesoro y Financiación Internacional asume la vicepresidencia.

La AMCESFI tiene como misión el seguimiento y análisis de aquellos factores que puedan afectar al riesgo sistémico, por un lado, y por otro, emitir opiniones,

alertas y recomendaciones, cuando así lo estime oportuno a la luz de su análisis previo. Puede incluso realizar recomendaciones en materia de política macroprudencial a los supervisores para que adopten medidas específicas. Los destinatarios de las recomendaciones de la Autoridad deberán explicar cómo van a darles cumplimiento o justificar adecuadamente, en su caso, los motivos por los que consideran innecesario o inadecuado seguirlas. Las competencias de supervisión las mantienen las autoridades nacionales competentes que venían ejerciéndolas hasta ahora, quienes cuentan con mayor información y experiencia en el seguimiento de los entes supervisados. De este modo, se respeta su independencia.

Por otra parte, los supervisores sectoriales deberán informar con antelación a la AMCESFI acerca de su intención de activar, recalibrar o desactivar alguna de sus herramientas macroprudenciales. En particular, deberán notificar sobre las medidas relacionadas, por ejemplo, con los requisitos de colchones de capital, el establecimiento de límites a la concentración sectorial, la fijación de condiciones sobre la concesión de préstamos y otras operaciones, o la aplicación de mayores ponderaciones de riesgo para las exposiciones inmobiliarias. Entre las medidas relacionadas con el ámbito de actuación de la CNMV, destacan la suspensión del reembolso de las participaciones en instituciones de inversión colectiva, las decisiones dirigidas a reforzar el nivel de liquidez de las instituciones de inversión colectiva y la prohibición o restricción de las ventas en corto. Anteriormente, el Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, ha atribuido facultades adicionales al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para abordar posibles riesgos del sistema financiero español desde una perspectiva macroprudencial. En el caso de los fondos de inversión, en particular, se atribuye a la CNMV potestad para, en determinadas circunstancias, poder fijar requerimientos de liquidez a las instituciones y entidades de inversión colectiva⁴.

Finalmente, para contribuir al mantenimiento de la estabilidad financiera dentro de la Unión Europea, se regula la obligación de cooperación con las autoridades macroprudenciales de otros Estados miembros así como con las instituciones europeas competentes. La AMCESFI rendirá cuentas mediante la elaboración de un informe anual y la comparecencia de la presidenta de la Autoridad ante la comisión correspondiente del Congreso de los Diputados.

1 Recommendation of the European Systemic Risk Board of 22 December 2011 on the macro-prudential mandate of national authorities (ESRB/2011/3). https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2011_3.en.pdf?da108dbb14efccdf98f4544534e2ef4e

2 Spain Financial System Stability Assessment. IMF Country Report No. 17/321. Esta evaluación es parte de la vigilancia bilateral de conformidad con el artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI.

3 Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

4 Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó un 2,3% en 2018 debido al rendimiento negativo de sus activos, en un año de menores suscripciones netas por parte de los partícipes.

El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó de forma leve en 2018 (-2,3%) tras 5 años de incremento continuo y se situó en 259.095 millones de euros a finales de año. La caída del patrimonio de los fondos se explica por el rendimiento negativo de los activos en sus carteras, que no pudo compensarse con el volumen de suscripciones netas, más reducido que en ejercicios anteriores. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el -4,89% en 2018, lo cual se explica fundamentalmente por las fuertes caídas de las cotizaciones en los mercados de renta variable a nivel mundial y, en especial, durante la última parte del año. Las suscripciones netas fueron positivas durante los 3 primeros trimestres de 2018 y negativas en el último (-3.941 millones de euros) coincidiendo con el periodo de mayor bajada en las bolsas²⁸. En el conjunto del año, las suscripciones netas fueron de 7.842 millones de euros, lo que representa un tercio de las de 2017.

Las categorías de fondos más arriesgadas siguieron atrayendo las mayores suscripciones, al menos hasta el tercer trimestre del año.

Como en años anteriores y en un contexto de tipos de interés reducidos, los partícipes siguieron mostrando una preferencia mayor por las categorías de fondos de mayor riesgo y, en paralelo, una expectativa de rentabilidad superior. Este comportamiento fue relativamente estable hasta el periodo de turbulencias en las bolsas del tramo final del año, que dio lugar a un aumento de la aversión por el riesgo de los inversores y, en consecuencia, detuvo las inversiones en los fondos de mayor riesgo. Con todo, en el conjunto del ejercicio, la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue la de fondos globales, con un total de 9.449 millones de euros, seguida de las categorías de renta variable internacional (3.864 millones de euros) y, a cierta distancia, renta variable mixta (2.486 millones de euros) y renta variable euro (1.790 millones de euros). Por el contrario, las categorías de fondos con menor nivel de riesgo —garantizados de renta fija y variable, fondos de renta fija y mixtos de renta fija— experimentaron reembolsos netos en 2018 (véase cuadro 11).

El rendimiento de la cartera de los fondos fue negativo en todas las categorías excepto en los garantizados de renta fija, en los que fue casi cero.

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2018 fue negativo en todas las categorías excepto en la de garantizados de renta fija, con una rentabilidad cercana a cero (0,09%). Las categorías que registraron un peor comportamiento fueron las de renta variable puras, como consecuencia de las caídas de las cotizaciones bursátiles en el año: -13% en el caso de la de renta variable euro y -12,34% en la categoría de renta variable internacional. Las categorías con un componente mixto mostraron un rendimiento algo menos negativo: -6,45% en la de renta variable mixta y un -5,69% en la de fondos globales.

28 De hecho, en el último trimestre del año se observó un incremento en el volumen de depósitos a la vista de los hogares cercano a los 25.000 millones de euros que, en parte, pudo deberse a su consideración de activo refugio.

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	13.823,2	21.325,0	7.841,8	8.913,3	2.014,0	856,1	-3.941,6
Rta. fija ¹	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	-1.145,9	30,0	-887,2	-762,9
Rta. fija mixta ²	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	731,3	448,9	-295,7	-1.948,2
Rta. vble. mixta ³	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	1.878,4	40,4	634,5	-67,4
Rta. vble. euro ⁴	-538,0	2.549,7	1.790,0	1.768,8	257,4	-124,6	-111,6
Rta. vble. internacional ⁵	-32,5	4.514,0	3.864,1	1.638,4	813,6	961,8	450,3
Gar. rta. fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-198,5	-262,9	-168,1	53,7
Gar. rta. vble. ⁶	5.465,9	-309,5	-667,2	-268,5	-368,1	-245,6	215,0
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	5.055,6	2.695,5	1.836,9	-139,1
De gestión pasiva ⁷	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-1.275,4	-1.447,8	-77,2	10,0
Retorno absoluto ⁷	943,5	4.287,3	-1.899,6	729,0	-193,1	-794,1	-1.641,4

Fuente: CNMV. Datos estimados.

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y Monetarios (desde III-11, los monetarios incluyen la vocación Monetario y Monetario a corto plazo, tal y como los define la Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de Retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.

La reducción de la oferta de fondos iniciada en 2013 debido al proceso de racionalización llevado a cabo por las sociedades gestoras continuó en 2018, aunque de forma más moderada que en ejercicios anteriores. Así, el número de fondos a finales de año era de 1.725, 16 menos que al cierre de 2017. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos de gestión pasiva, con 30 fondos menos. La categoría de gestión pasiva engloba tanto los fondos de objetivo de rentabilidad no garantizados como los fondos cuya política de inversión consiste en replicar un determinado índice bursátil. Pues bien, todas las bajas de fondos de gestión pasiva excepto una correspondieron a fondos con objetivo de rentabilidad no garantizada (29 bajas), a las que siguieron en importancia las bajas de fondos con objetivo de rentabilidad garantizada de renta variable (25 bajas) y de renta fija (12 bajas). En muchos de los fondos el vencimiento del objetivo de rentabilidad se produjo en 2018 y sus gestoras decidieron no establecer un nuevo objetivo.

A diferencia de lo ocurrido con el patrimonio y el número de fondos, el número de partícipes experimentó un incremento del 9% durante 2018, de modo que cerró el año con un total de 11,2 millones de partícipes, frente a los 10,3 millones del año anterior. A estos efectos, cabe tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como números de contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar parcialmente por la diversificación en un mayor número de fondos. En las categorías de fondos de gestión pasiva (con objetivo de rentabilidad no garantizado), así como en las de objetivos de rentabilidad garantizados de renta variable y de renta fija, el número de partícipes disminuyó, en línea con el descenso del número de fondos. Por el contrario, las categorías de fondos globales y de renta variable internacional experimentaron importantes incrementos en el número de partícipes (414.000 y 360.000 partícipes respectivamente).

El número de fondos continuó descendiendo en 2018, en especial aquellos con objetivos de rentabilidad, que no se renovaron al vencimiento.

El número de partícipes superó los 11 millones a finales de año, destacando el avance en aquellas categorías más arriesgadas, que fueron las que atrajeron mayores suscripciones.

Número de fondos

	2016	2017	2018	2018			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.805	1.741	1.725	1.748	1.724	1.719	1.725
Rta. fija ¹	306	290	279	284	281	280	279
Rta. fija mixta ²	148	155	168	154	161	166	168
Rta. vble. mixta ³	168	176	184	177	176	179	184
Rta. vble. euro ⁴	112	111	113	106	108	111	113
Rta. vble. internacional ⁵	201	211	236	224	229	229	236
Gar. rta. fija	122	79	67	76	69	67	67
Gar. rta. vble. ⁶	198	188	163	186	175	167	163
Fondos globales	203	225	242	241	236	238	242
De gestión pasiva ⁷	220	202	172	201	187	181	172
Retorno absoluto ⁷	106	104	99	99	102	99	99
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	237.862	265.195	259.095	271.264	273.774	274.645	259.095
Rta. fija ¹	74.226	70.564	66.889	69.325	68.881	67.936	66.889
Rta. fija mixta ²	40.066	43.407	40.471	43.766	43.979	43.641	40.471
Rta. vble. mixta ³	16.311	22.387	23.256	23.860	24.040	24.783	23.256
Rta. vble. euro ⁴	8.666	12.203	12.178	13.714	14.282	13.985	12.178
Rta. vble. internacional ⁵	17.679	24.065	24.405	24.808	26.484	27.648	24.405
Gar. rta. fija	8.680	5.457	4.887	5.311	4.983	4.780	4.887
Gar. rta. vble. ⁶	15.476	15.418	14.556	15.204	14.664	14.294	14.556
Fondos globales	20.917	35.512	42.137	39.909	42.634	44.676	42.137
De gestión pasiva ⁷	23.602	19.478	16.139	18.098	16.687	16.580	16.139
Retorno absoluto ⁷	12.215	16.706	14.173	17.269	17.140	16.307	14.173
Participes							
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.019.934	11.435.155	11.332.911	11.217.569
Rta. fija ¹	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.711.617	2.840.000	2.726.028	2.709.547
Rta. fija mixta ²	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.239.848	1.252.577	1.245.007	1.188.157
Rta. vble. mixta ³	448.491	584.408	624.290	618.234	615.754	623.901	624.290
Rta. vble. euro ⁴	395.697	710.928	831.115	877.146	929.169	833.260	831.115
Rta. vble. internacional ⁵	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.071.665	2.186.454	2.237.176	2.225.366
Gar. rta. fija	307.771	190.075	165.913	184.036	175.776	166.125	165.913
Gar. rta. vble. ⁶	552.445	527.533	494.660	519.396	505.574	499.529	494.660
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.236.975	1.366.657	1.444.064	1.501.730
De gestión pasiva ⁷	746.233	638.966	543.192	601.927	554.981	552.612	543.192
Retorno absoluto ⁷	565.325	858.170	930.641	959.090	1.008.213	1.002.252	930.641
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	0,98	2,42	-4,89	-1,04	0,23	0,02	-4,13
Rta. fija ¹	0,52	-0,13	-1,44	-0,26	-0,68	-0,09	-0,42
Rta. fija mixta ²	0,27	1,10	-4,27	-0,84	-0,53	-0,10	-2,85
Rta. vble. mixta ³	1,19	3,23	-6,45	-1,69	0,62	0,43	-5,83
Rta. vble. euro ⁴	2,61	11,16	-13,01	-1,77	1,88	-1,29	-11,94
Rta. vble. internacional ⁵	4,15	8,75	-12,34	-3,51	3,59	0,88	-13,06
Gar. rta. fija	-0,03	0,72	0,09	1,02	-1,30	-0,75	1,14
Gar. rta. vble. ⁶	0,19	1,61	-1,33	0,35	-1,16	-0,86	0,34
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	-1,58	0,66	0,49	-5,27
De gestión pasiva ⁷	1,16	2,13	-3,16	-0,51	0,23	-0,15	-2,74
Retorno absoluto ⁷	0,38	1,44	-4,81	-0,93	-0,57	-0,23	-3,14

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

- 1 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional y Monetarios (desde III-11, los Monetarios incluyen la vocación Monetario y Monetario a corto plazo, Circular 3/2011).
- 2 Incluye: Renta fija mixta euro y Renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: Renta variable mixta euro y Renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: Renta variable euro.
- 5 Incluye: Renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y Garantía parcial.
- 7 Nuevas categorías desde II-09. Todos los fondos de Retorno absoluto estaban clasificados con anterioridad en Fondos globales.
- 8 Rentabilidad anual para 2016, 2017 y 2018. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Según los datos provisionales del mes de febrero de este año, el patrimonio de los fondos recuperó durante los dos primeros meses de 2019 toda la pérdida registrada durante 2018. Así, el patrimonio de los fondos de inversión habría crecido un 2,8%, hasta superar los 266.000 millones de euros al cierre de febrero, mientras que el número de fondos y de partícipes disminuyó ligeramente, hasta situarse en 1.714 fondos y 11,17 millones de partícipes. El aumento de patrimonio durante estos primeros meses del año se explica en gran medida por los rendimientos netos de las carteras de renta variable, dada la revalorización experimentada en los mercados bursátiles.

Durante los dos primeros meses de 2019 los fondos recuperaron todo el patrimonio perdido durante 2018 debido a la revalorización de los activos de renta variable.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión mejoraron de forma sustancial entre los años 2010 y 2014. Desde entonces, el peso de los activos con liquidez reducida se ha mantenido en niveles moderados, oscilando entre el 7% y el 9% de las carteras de renta fija privada de los fondos. Durante el ejercicio 2018, el peso de estos activos se redujo 1 p.p., al pasar del 8,4% al cierre de 2017 al 7,4% a finales de 2018. A 31 de diciembre de 2018 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 3.493 millones de euros, lo que representa el 1,35% del patrimonio total de los fondos.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos se redujo un 1% durante 2018 y se situó en niveles mínimos de los últimos años...

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se observa una ligera disminución del peso de los activos de liquidez reducida en todas ellas a lo largo de 2018 (véase cuadro 13). Los activos de renta fija con un *rating* inferior a AA constituyen la categoría en la que los activos de liquidez reducida experimentaron una disminución más elevada en valor absoluto, 393 millones de euros desde junio hasta diciembre de 2018, producto de las ventas realizadas por los fondos de estos activos. Las titulizaciones siguieron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, alcanzando un 90,5%; no obstante, estos activos tienen un peso muy reducido en las carteras de los fondos.

... con disminuciones en todas las categorías de activos de renta fija.

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 13

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	jun.-18	sep.-18	dic.-18	jun.-18	sep.-18	dic.-18
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	163	177	169	18,3	15,5	14,4
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.972	1.891	1.579	7,2	6,8	6,1
Renta fija no financiera	974	880	790	4,9	4,4	4,2
Titulizaciones	969	943	955	94,7	94,8	90,5
Titulización AAA	108	90	101	100,0	100,0	100,0
Resto de titulizaciones	861	853	853	94,1	94,3	89,5
Total	4.079	3.890	3.493	8,3	7,8	7,4
% sobre patrimonio FI	1,49	1,42	1,35			

Fuente: CNMV.

1 Se han considerado activos con liquidez reducida aquellos activos de renta fija privada con un vencimiento mayor a 1 año y para los que no existe un número representativo de intermediarios dispuestos a su compra y venta con un diferencial normal de mercado.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja en 2018, con 114 bajas y tan solo 6 altas, hasta situarse en 2.833...

Al igual que en 2017, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2018, ya que se produjeron 114 bajas y tan solo 6 altas, aunque la cantidad total de estas instituciones se mantiene en una magnitud similar a la de los últimos años. Así, a finales del ejercicio había 2.713 SICAV registradas frente a las 2.833 de diciembre de 2017. La mayor parte de las bajas (67) fueron consecuencia de procesos de liquidación, 32 fueron absorbidas en procesos de fusión y 15 se transformaron en otro tipo de entidades (9 de ellas en S.L., 5 en S.A. y 1 en SIL). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 1,2% hasta alcanzar los 416.029. Prácticamente todas las SICAV (más del 99%) cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil.

... lo que unido a la caída de su rendimiento dio lugar a un descenso del patrimonio del 11,4%.

El patrimonio de estas IIC descendió un 11,4%, al pasar de 31.425 millones de euros a finales de 2017 a 27.836 millones a finales de 2018. De esta variación, 7,1 p.p. se explican por las recompras de acciones por parte de las SICAV, así como por las SICAV que se dieron de baja y los 4,35 p.p. restantes se justifican por el rendimiento neto obtenido por estas, en línea con el de los FI (-4,89%). El patrimonio medio por SICAV descendió desde los 11,1 millones de euros en 2017 hasta los 10,3 millones en 2018.

En los dos primeros meses de 2019 el patrimonio de las SICAV creció, pero el número de entidades continuó a la baja.

En los dos primeros meses de 2019, el patrimonio de las SICAV ha recuperado un 4,9%, de modo que a finales de febrero se situaba en 29.277,3 millones de euros. Este aumento es consecuencia principalmente de la revalorización de los activos de renta variable en cartera. Respecto al número de SICAV registradas en la CNMV, a finales de febrero había 2.694, 17 menos que a finales de 2018.

IIC de inversión libre

Las IIC de inversión libre, que siguen teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España,...

La inversión libre continúa teniendo en España un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva, ya que representa menos del 1% del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

... experimentaron un leve incremento de su patrimonio en 2018 (1,6%), que se centró, sobre todo, en las IIC de inversión libre puras.

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un leve avance del 1,6% en 2018, hasta situarse a finales de noviembre en 2.812 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre, se produjo un aumento de 45,7 millones de euros, hasta los 2.343,9 millones, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el patrimonio apenas experimentó cambios, con un retroceso de 1 millón de euros, hasta los 467,8 millones.

La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue negativa, en línea con las caídas de los precios de los activos de renta variable.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, y fue negativa para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento del -5,15% en la cartera hasta noviembre, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del -1,16%. Al igual que en los FI, el menor rendimiento se produjo en el último trimestre del año.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2018 ascendía a 56, 1 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 13,

el número de IIC de inversión libre aumentó de 47 a 49 tras producirse 4 altas y 2 bajas, mientras que las IIC de IIC de inversión libre pasaron de 8 a 7 como consecuencia de 1 baja. De estas 7 últimas, 6 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en diciembre de 2018 con un patrimonio de 254,7 millones de euros, importe superior al de la totalidad de los 6 fondos de inversión en otras IIC de inversión libre.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró pocas variaciones en 2018, con tan solo 15 menos que al cierre de 2017, por lo que a finales de diciembre había un total de 7.237. No obstante, el análisis por tipología de las IIC revela que, en el caso de las IIC de inversión libre, se produjo un aumento del 21,4% durante los primeros 11 meses del año, hasta los 4.437, mientras que las IIC de IIC de inversión libre experimentaron una disminución del 22,1% y finalizaron noviembre con 2.800 partícipes. Estas variaciones son consecuencia de las 2 nuevas altas (en términos netos) de IIC de inversión libre y la baja de la IIC de IIC de inversión libre.

En los dos primeros meses del año, el número de IIC de inversión libre aumentó en 1, hasta situarse en 50, mientras que el número de IIC de IIC de inversión libre se mantuvo en 7.

... y el número de partícipes y accionistas mostró pocas variaciones, al compensarse el aumento observado en las IIC de inversión libre con el descenso de las IIC de IIC de inversión libre.

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

CUADRO 14

	2016	2017	2018 ¹	2018			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	7	8	7	8	7	7	7
Partícipes	1.237	3.596	2.800	3.605	2.797	2.802	2.800
Patrimonio (millones de euros)	293,7	468,7	467,8	470,0	469,0	472,2	467,8
Rentabilidad (%)	0,90	-1,66	-1,16	-0,37	-0,27	0,42	-0,94
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	41	47	49	47	46	49	49
Partícipes	2.930	3.656	4.437	3.973	4.077	4.350	4.437
Patrimonio (millones de euros)	1.889,2	2.298,2	2.343,9	2.329,7	2.335,3	2.397,7	2.343,9
Rentabilidad (%)	4,32	7,84	-5,15	-0,91	1,35	-0,75	-4,84

Fuente: CNMV.

¹ Datos hasta noviembre, excepto en el número de entidades, que son hasta diciembre.

IIC inmobiliarias

A pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron retrocediendo en 2018. Esto se debe a que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando en los últimos años principalmente a través de SOCIMI (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario). Las SOCIMI son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste, de forma análoga

A pesar de la mejoría que viene produciéndose en el sector de la construcción y en el inmobiliario, las magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron retrocediendo por el trasvase del negocio hacia las SOCIMI.

a los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria, bien en la inversión en bienes inmuebles destinados a su arrendamiento, o bien en la inversión indirecta a través de la compra de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras análogas (conocidas como REIT). Las SOCIMI cotizan en un segmento específico del MAB, que presentó un gran dinamismo a lo largo de 2018, con la incorporación de 20 nuevas sociedades, hasta alcanzar 64 empresas a finales del ejercicio.

Los FII muestran el comportamiento más desfavorable, pues solo quedan dos, ambos en proceso de liquidación.

En cambio, durante los últimos años, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han sufrido reembolsos importantes que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos al finalizar el proceso. Así, desde un máximo de 9 FII con un patrimonio total de 8.586 millones de euros a mediados de 2008, se ha pasado a 2 fondos (ambos en proceso de liquidación) a finales de 2018, con un patrimonio total de 309 millones de euros. A lo largo de 2018, un tercer fondo existente al cierre de 2017 finalizó su proceso de liquidación y causó baja en el registro de la CNMV.

Por el contrario, las SII experimentaron un incremento notable del patrimonio (18%), aunque este resulta muy poco significativo en el total de la inversión colectiva.

Las sociedades de inversión inmobiliaria (SII), a diferencia de los FII, experimentaron un incremento de un 18% de su patrimonio durante 2018, aunque el volumen total de patrimonio captado por este tipo de vehículos resulta poco significativo en el conjunto de la inversión colectiva española, ya que alcanzaba los 752,7 millones de euros a finales de 2018. Las suscripciones netas fueron ligeramente positivas, lo que contribuyó a un moderado incremento del patrimonio de 1,8 p.p., mientras que el resto de la variación del patrimonio, algo más de 16 p.p., se explica por los rendimientos positivos obtenidos en el periodo. El número de SII se mantuvo constante en 4 a lo largo de 2018, con una de ellas en proceso de liquidación.

IIC extranjeras comercializadas en España

El patrimonio de las IIC extranjeras continuó en expansión en 2018, superando los 180.000 millones a finales del tercer trimestre (un 37% del patrimonio total de las IIC comercializado en España)...

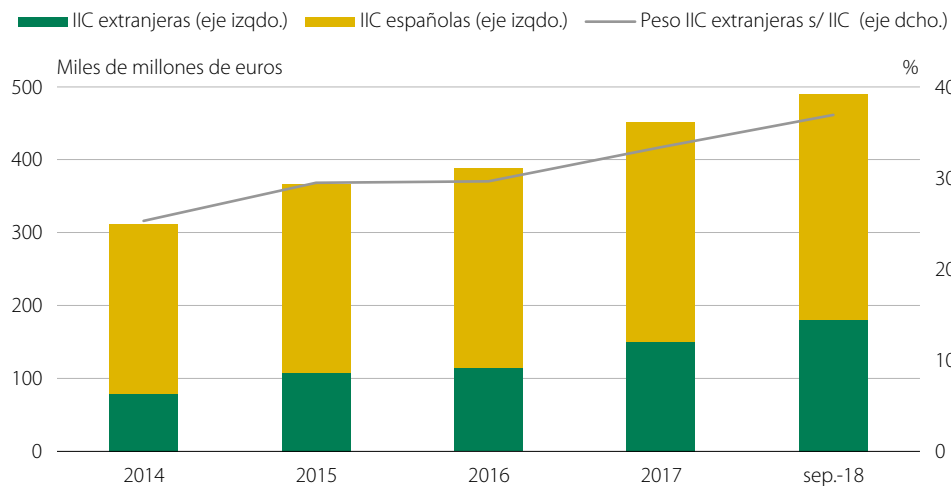
El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España no ha dejado de aumentar durante los últimos años. De hecho, se ha multiplicado por 10 desde 2008 y ha pasado de 18.000 millones de euros a finales de 2008 a 180.924 millones en septiembre de 2018. El aumento registrado solamente en los tres primeros trimestres de 2018 fue de 30.503 millones de euros, lo que representa un incremento en el año del 20,3% respecto a finales de 2017. Como se observa en el gráfico 20, este fuerte ritmo de crecimiento ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC haya crecido de forma significativa en los últimos 5 años para situarse en un 37% en septiembre de 2018.

... aunque cabe señalar que la entrada en vigor de la Circular 2/2017, que obliga a remitir un volumen superior de información, puede hacer que los datos no sean completamente comparables con los existentes hasta finales de 2017.

Cabe mencionar que la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV, implica la obligación para todos los comercializadores de IIC extranjeras de remitir a la CNMV un mayor número de datos respecto al producto comercializado en España. Esta nueva circular permite disponer de una información más amplia y de mayor calidad, al aclarar de forma unívoca el sujeto obligado a remitirla en cada caso. Este cambio normativo podría hacer que la información recibida con anterioridad al 31 de diciembre de 2017 no fuera totalmente comparable con la recibida a partir de esa fecha.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España¹

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

¹ A partir del primer trimestre de 2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, el 95,5% en el segundo y el 93,9% en el tercero.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2018 en 11 entidades, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.024 vehículos de este tipo (429 fondos y 595 sociedades). Este incremento se debió exclusivamente al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 26. La mayoría de las altas correspondieron, como en ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 18 y 16 más, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses con inversiones en nuestro país registró un descenso de 29.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 11 durante 2018, hasta un total de 1.024 vehículos (429 fondos y 595 sociedades).

Perspectivas

La evolución de la industria de la inversión colectiva en 2018 parece indicar que la expansión iniciada en 2013 tendió a moderarse, pues el volumen de suscripciones netas de los partícipes (algo inferior a los 8.000 millones de euros) fue cerca de tres veces inferior a la cifra de 2017, al verse influido por las turbulencias de las bolsas a final de año. En paralelo, los fondos extranjeros siguieron atrayendo un volumen de inversión sustancial y superior al que recibieron los fondos españoles. En principio, el entorno de rentas crecientes de los hogares y el contexto de tipos de interés tan bajos siguen favoreciendo la inversión en la industria de los fondos de inversión y, en particular, en las categorías de mayor riesgo. Sin embargo, la ralentización económica, que puede influir en la evolución de las rentas de los hogares, junto con una tasa de ahorro en mínimos históricos, puede limitar el volumen de recursos que finalmente se dedique a estos productos, teniendo en cuenta, además, la elevada sensibilidad que los partícipes muestran en periodos de turbulencias. La posibilidad de que alguna de las fuentes de incertidumbre presentes en los mercados acabe propiciando rebotes puntuales de volatilidad puede incrementar la aversión al riesgo de estos inversores y dar lugar a reembolsos significativos.

Las perspectivas sobre la inversión colectiva son moderadamente positivas, aunque factores como la baja tasa de ahorro de los hogares o la posibilidad de que se produzcan nuevas turbulencias en los mercados pueden limitar el volumen de recursos que finalmente se dedique a estos productos.

4.2 Prestación de servicios de inversión

En España pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades, entre las que destacan las de crédito —las principales proveedoras de estos servicios— y las sociedades y agencias de valores.

En España pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades, entre las que destacan, por un lado, las de crédito y, por otro, las sociedades y agencias de valores. Las primeras son, con notable diferencia, las principales proveedoras de estos servicios en nuestro país y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios (más del 90% del total). Las segundas siguen aún conservando un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen también un amplio abanico de servicios (véase cuadro 15). Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2018

CUADRO 15

Millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	385	3.649	4.033	90,5
Colocación y aseguramiento	12	187	199	94,0
Compraventa de valores	180	367	547	67,1
Gestión de patrimonios	29	459	488	94,1
Administración y custodia	44	562	606	92,7
Comercialización fondos de inversión	119	2.074	2.193	94,6

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye las sociedades gestoras de cartera.

La CNMV ejerce labores de supervisión en relación con el cumplimiento de las normas de conducta sobre todas ellas y además, en el caso de las sociedades y agencias de valores, sociedades gestoras de cartera y entidades de asesoramiento financiero, realiza una supervisión prudencial.

En este epígrafe se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV, que son las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera²⁹ y las entidades de asesoramiento financiero. También se ofrece información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito que están autorizadas para ello y sobre las que la CNMV realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con los clientes.

29 Con respecto a estas últimas, al cierre de 2018 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2017. Debido a la menor relevancia de este tipo de entidades en relación con las demás, no se les dedica un subepígrafe específico.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 114 a finales de 2018, 8 menos que en 2017. Este descenso guarda relación con la consolidación del proceso de reorganización del sector bancario resultado de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 467, 1 menos que el año anterior. De ellas, 412 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 56 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea.

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión se situaba en 114 a finales de 2018, 8 menos que en 2017.

El cuadro 16 muestra los ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de valores y por comercialización de fondos de inversión y de otros productos financieros no bancarios³⁰. En 2018, los ingresos por servicios de valores y por comercialización de fondos de inversión se situaron cerca de los 3.650 millones de euros (un 2,1% menos que en 2017), un importe que supone el 25% de las comisiones totales de las entidades de crédito. Este porcentaje ha oscilado en los últimos años entre el 25% y el 28%, lo que pone de manifiesto la relevancia de estos ingresos para dichas entidades.

En 2018, estas entidades percibieron casi 3.650 millones de euros por la prestación de servicios de valores y la comercialización de fondos de inversión, lo que supone casi la cuarta parte de sus ingresos totales por comisiones.

Ingresos de las entidades de crédito (EE. CC.) por la prestación de servicios de valores y la comercialización de productos financieros no bancarios CUADRO 16

Millones de euros

	2015	2016	2017	2018	% sobre total comisiones EE. CC.
Por servicios de valores	1.476	1.334	1.436	1.575	10,6
Aseguramiento y colocación de valores	218	190	231	187	1,3
Compraventa de valores	488	410	457	367	2,5
Administración y custodia	632	596	551	562	3,8
Gestión de patrimonio	138	138	197	459	3,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.211	4.389	4.380	4.268	28,6
Fondos de inversión ¹	2.296	2.187	2.290	2.074	13,9
Fondos de pensiones ¹	458	520	498	492	3,3
Seguros	1.224	1.446	1.330	1.507	10,1
Otros	236	236	262	195	1,3
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de fondos de inversión	3.772	3.521	3.726	3.649	24,5
Ingresos totales por comisiones	13.617	13.486	14.295	14.924	100,0

Fuente: Banco de España.

1 Datos de 2018 estimados.

30 Cabe señalar que en 2017 se produjo una modificación contable que afectó a los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España; esto hace que los datos de 2017 y 2018 no sean totalmente comparables con los de años anteriores.

Sociedades y agencias de valores

La competencia de las entidades de crédito y el aumento de la negociación de renta variable fuera de las bolsas españolas han lastrado el beneficio de las sociedades y agencias de valores (-34% en 2018).

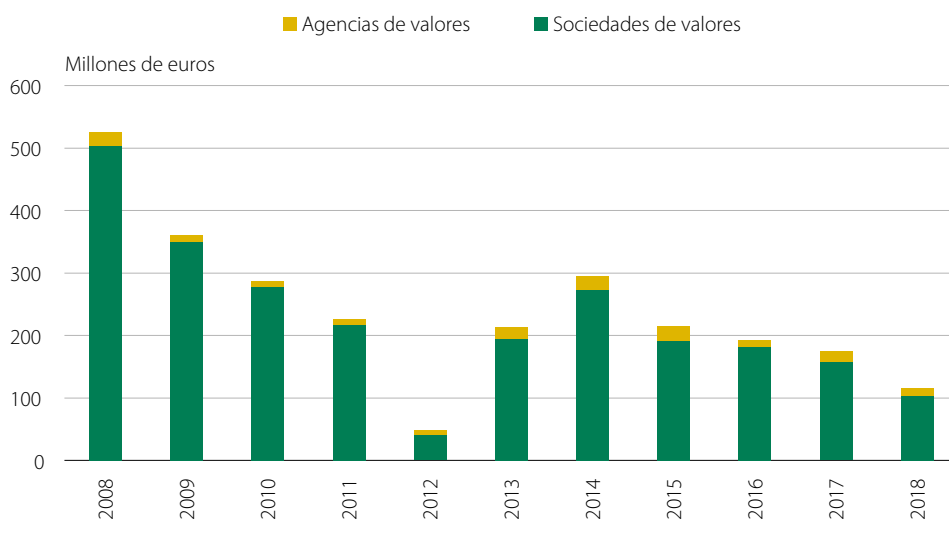
El número de entidades registradas volvió a crecer (2 más, hasta 91), después de unos años de ajuste en el sector.

En 2018 la actividad de las sociedades y agencias de valores se siguió viendo lastrada por la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros y el desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas de negociación establecidas fuera del territorio nacional. Así, los beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 34,0% respecto a la cifra de 2017, hasta los 116,4 millones de euros. En este contexto las empresas de servicios de inversión, de forma paulatina, siguen reorientando su modelo de negocio, en el que su principal y tradicional fuente de ingresos (la tramitación y ejecución de órdenes) ha ido perdiendo peso mientras que otras líneas de negocio como la comercialización de IIC, la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión lo han ido ganando.

En el registro de la CNMV se contabilizaba un total de 91 sociedades y agencias de valores a finales de 2018, 2 más que a finales de 2017, tras producirse 7 altas y 5 bajas. Este aumento, que comenzó en 2017, interrumpe la tendencia a la baja de los últimos años a consecuencia del proceso de ajuste del sector. Como es habitual, más de la mitad de las entidades prestaban servicios en la Unión Europea bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 48 (2 más que al cierre de 2017) y tan solo 5 entidades mantenían sucursales en otros países. Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España continuó creciendo en 2018, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 2.816 a 2.941, como mediante sucursal, que lo hizo de 53 a 61.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

El beneficio de las sociedades de valores se redujo un 34,5% en 2018, hasta los 104 millones de euros, debido a la disminución de la mayoría de los ingresos por comisiones...

En el caso de las sociedades de valores, el beneficio agregado antes de impuestos se redujo un 34,5% a lo largo de 2018, lo que lo situó en 104 millones de euros. Como se puede apreciar en el cuadro 14, el margen bruto de estas entidades experimentó un descenso del 16,6%, como consecuencia, principalmente, de la significativa contracción de las comisiones netas percibidas, que pasaron de 402 millones de euros

en 2017 a 296 millones en 2018. Como ya se ha mencionado con anterioridad, dentro de las comisiones percibidas se observa un cambio progresivo en la relevancia de los diferentes tipos de servicios financieros. Así, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que siguieron siendo las más importantes, descendieron un 26,3% en 2018, hasta situarse en 160,3 millones de euros —estas comisiones llegaron a superar, justo antes de la crisis, los 700 millones—. También descendieron con fuerza las comisiones asociadas a la gestión de carteras y la comercialización de IIC, que habían experimentado importantes avances en 2017. En cambio, las procedentes del asesoramiento en materia de inversión, aunque siguen siendo residuales, crecieron un 72,1% hasta alcanzar los 9,6 millones de euros (véase cuadro 17). Por otra parte, la cuantía de los ingresos percibidos por comisiones clasificadas como «Otras» (el 29% de las comisiones totales percibidas), que están asociados a los servicios auxiliares que prestan las sociedades de valores, disminuyó un 10,8%

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-18)

CUADRO 17

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-17	dic.-18	% var.	dic.-17	dic.-18	% var.
1. Margen de intereses	21.377	73.969	246,0	3.127	1.583	-49,4
2. Comisiones netas	402.154	296.037	-26,4	120.194	135.782	13,0
2.1. Comisiones percibidas	549.298	414.595	-24,5	142.323	156.624	10,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	217.601	160.320	-26,3	20.459	20.018	-2,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	17.553	11.090	-36,8	3.427	1.120	-67,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	38.200	42.958	12,5	924	824	-10,8
2.1.4. Gestión de carteras	49.720	13.505	-72,8	12.492	15.412	23,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	5.555	9.562	72,1	11.572	25.725	122,3
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.500	543	-63,8	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	83.354	55.483	-33,4	59.398	63.821	7,4
2.1.9. Otras	135.815	121.134	-10,8	34.052	29.704	-12,8
2.2. Comisiones satisfechas	147.144	118.558	-19,4	22.129	20.842	-5,8
3. Resultado de inversiones financieras	43.725	27.088	-38,0	1.139	-51	-
4. Diferencias de cambio netas	4.353	283	-93,5	-578	85	-
5. Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.331	-32,4	-1.128	-364	67,7
MARGEN BRUTO	495.763	413.708	-16,6	122.754	137.035	11,6
6. Gastos de explotación	342.176	315.951	-7,7	103.052	121.611	18,0
7. Amortizaciones y otras dotaciones	7.369	11.267	52,9	2.782	3.381	21,5
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	854	653	-23,5	-10	12	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	145.364	85.837	-41,0	16.929	12.031	-28,9
9. Otras ganancias y pérdidas	13.197	18.016	36,5	-163	501	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	158.561	103.853	-34,5	16.766	12.532	-25,3
10. Impuesto sobre beneficios	37.878	12.082	-68,1	4.876	5.073	4,0
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	120.683	91.771	-24,0	11.890	7.459	-37,3
11. Resultado de actividades interrumpidas	36.382	0	-100,0	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	157.065	91.771	-41,6	11.890	7.459	-37,3

Fuente: CNMV.

... y a pesar del aumento del margen de intereses y de la disminución de los gastos de explotación.

El aumento del margen de intereses, que se triplicó durante 2018, y la reducción de los gastos de explotación (un 7,7%) no pudieron compensar la contracción de los ingresos por comisiones mencionada, por lo que el resultado de explotación registró un retroceso del 41,0%, hasta situarse en 85,8 millones de euros.

La distribución de los resultados no fue homogénea entre entidades, pues solo 3 de ellas concentraron más del 82% del beneficio total y el número de entidades en pérdidas creció hasta las 18.

En línea con el patrón observado durante los últimos años, un número reducido de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En particular, 3 sociedades de valores acumularon el 82% del beneficio total, lo que apunta a que cada vez se está produciendo una mayor concentración. La polarización también tuvo su reflejo en el número de entidades que incurrió en pérdidas, que fue de 18 frente a las 7 del año anterior. El volumen de esas pérdidas también fue muy superior a la cifra de 2017, ya que ascendió a 28,8 millones de euros, el doble que un año antes. En general, de las cifras parece deducirse que las entidades más grandes son cada vez más rentables, mientras que las de menor tamaño encuentran cada vez más dificultades.

Las agencias de valores son entidades más especializadas que las sociedades de valores y muestran una proporción mucho más elevada de entidades independientes.

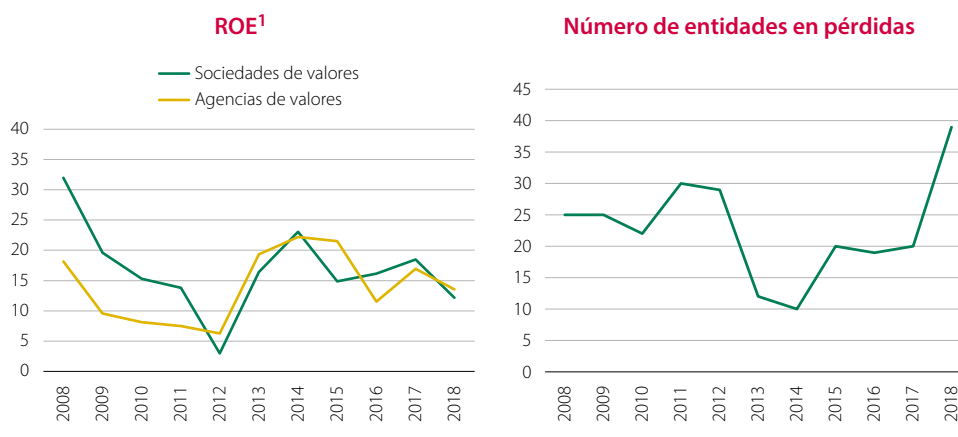
Las agencias de valores (AV) no pueden, por su propia naturaleza, realizar actividades de inversión por cuenta propia, por lo que sus ingresos provienen casi exclusivamente de la prestación de servicios a terceros. Algunas de ellas —cada vez menos— obtienen la mayor parte de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría han tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Además, las entidades independientes son mucho más importantes en este subsector que en el caso de las sociedades de valores, ya que representan prácticamente el 60% del total de agencias (30 de 52), mientras que en el caso de las sociedades este porcentaje ronda el 20%.

Su beneficio agregado antes de impuestos disminuyó un 25% en 2018, hasta los 12,5 millones de euros, por el mayor aumento de los gastos de explotación en relación con los ingresos por comisiones.

El beneficio antes de impuestos de las agencias de valores se redujo un 25,2% en 2018, hasta los 12,5 millones de euros, pues el aumento de los gastos de explotación, especialmente los de personal, fue superior al avance de los ingresos por comisiones. En relación con esta última partida, que aumentó un 10,0%, los avances más relevantes en términos absolutos se produjeron en las partidas de asesoramiento en materia de inversión (122,3%, hasta los 25,7 millones de euros) y en comercialización de IIC (7,4%, hasta los 63,8 millones). Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, por el contrario, retrocedieron un 2,2% hasta situarse en los 20 millones de euros. Esta evolución de las comisiones, junto con el aumento de un 18,0% de los gastos de explotación ya mencionado dio lugar a una disminución del 28,9% del resultado de explotación, hasta situarse cerca de los 12 millones de euros.

El descenso de los beneficios de las ESI dio lugar a una caída notable de su rentabilidad.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un retroceso durante el ejercicio, al pasar del 18,4% al 12,3%, como consecuencia del comportamiento desfavorable de los resultados. Esta contracción se produjo tanto en las sociedades como en las agencias de valores, aunque fue mayor en las primeras, cuyo ROE se redujo más de 6 puntos porcentuales hasta situarse en el 12,1%. En el caso de las agencias de valores, la ratio descendió del 16,9% al 13,5% (véase panel izquierdo del gráfico 22).



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El análisis por entidad revela que la disminución de los resultados antes de impuestos afectó de manera muy desigual a las agencias de valores, ya que el 57% de las entidades que estaban registradas tanto a finales de 2017 como de 2018 experimentaron una mejora de sus resultados. El número de entidades en pérdidas, por su parte, se incrementó desde 13 en 2017 hasta 21 en 2018, con un volumen total de 10,9 millones de euros, 3 millones por encima de la cifra del ejercicio anterior.

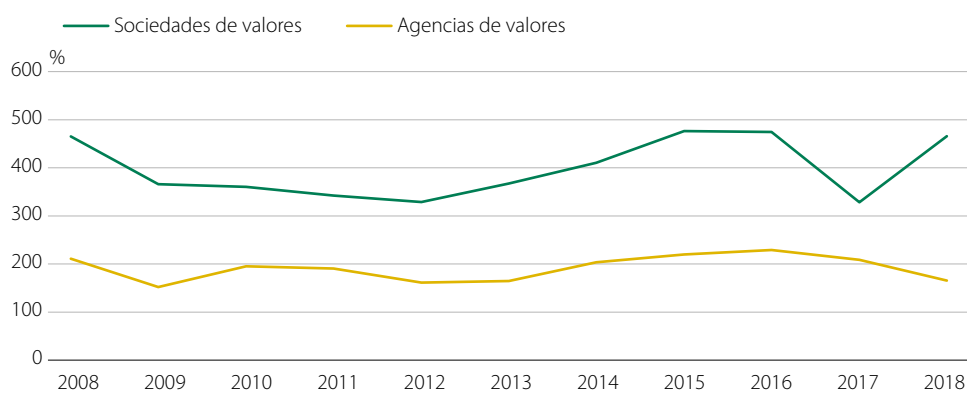
El número de entidades en pérdidas aumentó de 13 a 21, al igual que lo hizo su volumen agregado.

Los niveles de solvencia del sector continuaron siendo elevados durante 2018, produciéndose, además, un aumento de los valores respecto al año previo. Así, a finales de 2018 el exceso de recursos propios era 4,3 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2017 se situaba en 3,2. Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Además, en el caso de las primeras la ratio se incrementó desde 3,3 hasta 4,7, mientras que para las segundas se contrajo desde 2,1 hasta 1,7 (véase gráfico 23). En cuanto a la distribución de esta ratio, la mayoría de las sociedades de valores siguieron teniendo un margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles superior al 200%; las agencias de valores, por su parte, presentaron una dispersión mayor. Cabe mencionar, además, que dos agencias de valores cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque de escasa cuantía. Es relevante señalar que estos márgenes de solvencia holgados en términos relativos representan cifras absolutas reducidas, que podrían devenir insuficientes en caso de impactos significativos.

Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en 2018, aunque aumentaron en las sociedades de valores y disminuyeron en las agencias.

Margen de solvencia de las ESI (exceso de recursos propios computables sobre los recursos propios exigibles)

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

El volumen de patrimonio asesorado por las EAFI aumentó un 2,8% en 2018, hasta los 31.700 millones de euros, a pesar de la disminución del número de entidades.

El número de empresas de asesoramiento financiero (EAFI), que había crecido con fuerza desde su creación, se contrajo por primera vez en 2018, al pasar de 171 a 158. El volumen de patrimonio asesorado, por el contrario, se incrementó un 2,8% en relación con las cifras de cierre de 2017 y se situó en 31.700 millones de euros, una cifra que supone más del doble de la que existía en 2012. Como se puede observar en el cuadro 18, la distribución del patrimonio entre los distintos tipos de clientes se modificó, como ya sucedió en 2017, a favor de los clientes minoristas y profesionales. Así, los primeros pasaron de representar el 29,5% del patrimonio gestionado al 32,5%, mientras que para los segundos el porcentaje se incrementó del 21,1% al 22,3%. En cambio, la importancia relativa de las contrapartes elegibles³¹ (epígrafe «Otros») disminuyó 4 puntos porcentuales, hasta el 45,2%.

Los ingresos por comisiones cayeron un 6%, tanto por la disminución de las comisiones percibidas de sus clientes como de aquellas procedentes de otras entidades.

A pesar de gestionar un mayor volumen de activos, los ingresos por comisiones disminuyeron un 6,0% en 2018, hasta los 61 millones de euros. Tanto las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes como las correspondientes a otras entidades se contrajeron durante 2018, especialmente las segundas (-21,3%, hasta los 10,8 millones de euros), como consecuencia del descenso de los ingresos por retrocesiones.

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

Miles de euros

	2016	2017	2018	% var. 18/17
NÚMERO DE ENTIDADES	160	171	158	-7,6
PATRIMONIO ASESORADO¹	30.174.877	30.790.535	31.658.460	2,8
Clientes minoristas	7.588.143	9.096.071	10.281.573	13,0
Clientes profesionales	5.654.358	6.482.283	7.052.031	8,8
Otros	16.932.376	15.212.181	14.324.856	-5,8
NÚMERO DE CLIENTES¹	5.923	6.775	6.542	-3,4
Clientes minoristas	5.510	6.321	6.020	-4,8
Clientes profesionales	327	359	431	20,1
Otros	86	95	91	-4,2
INGRESOS POR COMISIONES²	52.534	65.802	61.852	-6,0
Comisiones percibidas	51.687	65.191	61.021	-6,4
De clientes	40.717	51.475	50.220	-2,4
De otras entidades	10.970	13.716	10.800	-21,3
Otros ingresos	847	611	831	36,0
PATRIMONIO NETO	24.119	32.803	33.798	3,0
Capital social	6.834	8.039	6.894	-14,2
Reservas y remanentes	12.123	13.317	15.469	16,2
Resultado del ejercicio ²	7.511	11.361	10.746	-5,4
Resto de fondos propios	-2.349	86	688	700,0

1 Datos al final de periodo a valor de mercado.

2 Datos acumulados del periodo.

Perspectivas

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son algo inciertas como consecuencia, por un lado, de la competencia que ejercen las entidades de crédito en la prestación de servicios de inversión y, por otro, del desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros mercados y SMN diferentes de los mercados tradicionales. Estas tendencias están dando lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, que en los últimos años han empezado a fomentar otras líneas de negocio que antes eran minoritarias, en detrimento del servicio relacionado con la tramitación y la ejecución de órdenes. También será relevante comprobar si se mantiene la polarización del sector, es decir, el hecho de que las entidades que evolucionan de forma favorable puedan seguir haciéndolo, mientras que aquellas con peores resultados encuentran mayores dificultades para superar esta situación.

Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son inciertas, debido al entorno de competencia que sufren y a la necesidad de fomentar otras líneas de negocio.

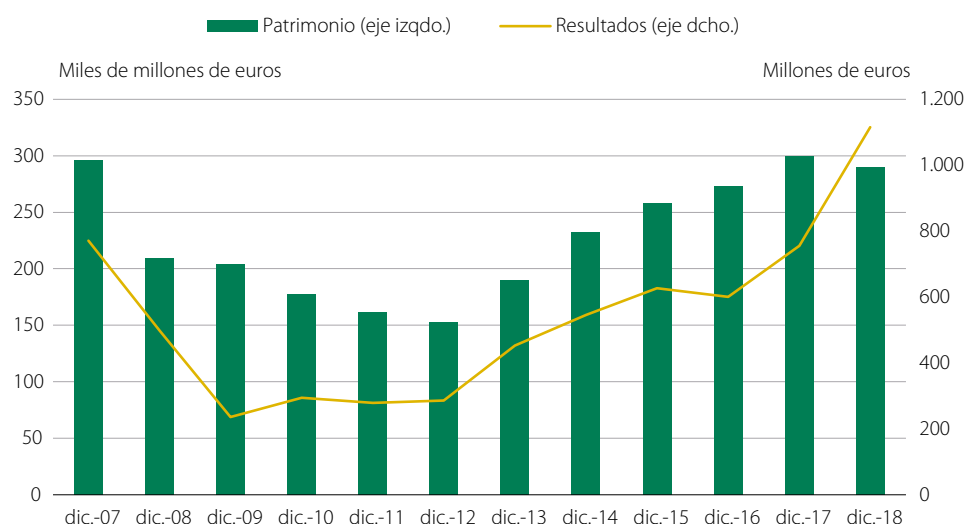
4.3 Sociedades gestoras de IIC

El patrimonio gestionado por las SGIIC cayó un 3,2% en 2018, hasta los 290.000 millones, lo que interrumpió la expansión que comenzó en 2013...

A finales de 2018 había un total de 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 10 más que al cierre de 2017, tras haberse producido 11 altas y 1 baja. Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014 y se aleja del proceso de reestructuración del sector que se produjo en los años anteriores. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró 2018 con una contracción del 3,2%, hasta situarse ligeramente por encima de los 290.000 millones de euros, con lo que se interrumpe la tendencia expansiva iniciada en 2013 (véase gráfico 24). Cerca de dos terceras partes del descenso tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, cuyo patrimonio se vio afectado por las caídas de las bolsas, y el resto se debió a las SICAV. El grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2018, pues las tres mayores gestoras seguían manteniendo una cuota conjunta del 42% del patrimonio total (una cifra similar a la de 2016 y 2017).

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

... pero no impidió un fuerte aumento de los beneficios de estas instituciones, que se originó por el avance de las comisiones de gestión de carteras (las comisiones por gestión de IIC permanecieron estables).

A pesar de la disminución del patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos aumentaron un 47,8% con respecto a 2017, hasta los 1.115,4 millones de euros. Este avance se explica por el incremento de las comisiones netas y, dentro de ellas, aquellas referidas a la gestión de carteras, que doblaron su importe. Por otra parte, las comisiones de gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 83% del total de las comisiones percibidas por las gestoras (casi el 90% en 2017)— permanecieron prácticamente estables (1,5 millones de euros más, hasta los 2.649 millones). Estas comisiones alcanzaron un importe total equivalente al 0,91% del patrimonio, por encima del 0,88% de finales de 2017, debido posiblemente a la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías con mayores niveles de riesgo que, en general, llevan asociadas unas comisiones más elevadas. El crecimiento de los beneficios dio lugar a un aumento sustancial de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE), si bien cabe señalar que la mejora no fue homogénea entre entidades,

pues el número de sociedades en pérdidas aumentó de 19 a 26 entre 2017 y 2018, y el volumen de dichas pérdidas casi se dobló, al pasar de 6,6 millones a 12,3 millones.

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

CUADRO 19

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones (%) ¹
2010	177.055	1.639	0,93	67,24
2011	161.481	1.503	0,93	65,60
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.438	2.649	0,91	56,13

Fuente: CNMV.

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

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)

Capital riesgo

En línea con la tendencia alcista que está experimentando el sector del capital riesgo, a lo largo de 2018 el número de entidades pertenecientes a esta categoría registradas en la CNMV se incrementó en 48 (43 vehículos de inversión y 5 gestoras), tras producirse 67 altas y 19 bajas.

En relación con las entidades de capital riesgo tradicionales³², se produjeron un total de 37 altas y 13 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 181 fondos de capital riesgo (FCR) y 121 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se registraron 2 altas en 2018, hasta alcanzar los 27 vehículos (10 fondos y 17 sociedades) a 31 de diciembre de 2018. También se inscribieron 3 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), hasta un total de 8, y 1 fondo de emprendimiento social europeo (FESE), el primero que existe en España³³.

El sector del capital riesgo continuó en expansión en 2018, con un aumento de 48 entidades en el registro de la CNMV.

La expansión fue generalizada entre los distintos tipos de entidades, afectando tanto a las entidades de capital riesgo tradicionales como a otras figuras relativamente recientes...

32 Se entienden como entidades tradicionales aquellas tipologías existentes antes de la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre.

33 Los FCRE y los FESE son figuras contempladas en el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital-riesgo europeos y el Reglamento

... entre las que se incluyen las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que tienen una elevada flexibilidad en su política de inversión.

Las entidades de inversión colectiva cerradas también experimentaron un importante dinamismo, ya que al cierre de 2018 había un total de 31 frente a las 15 del ejercicio anterior (12 fondos, FICC, y 19 sociedades, SICC). Esta figura de inversión goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo. Así, a modo de ejemplo, 6 de los 10 nuevos FICC registrados en 2018 eran antiguos FCR.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2017

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2017	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2018
Entidades				
Fondos de capital riesgo	173	21	13	181
Fondos de capital riesgo pyme	12	1	3	10
Fondos de capital riesgo europeos	5	3	0	8
Fondos de emprendimiento social europeo	0	1	0	1
Sociedades de capital riesgo	105	16	0	121
Sociedades de capital riesgo pyme	16	1	0	17
Total entidades de capital riesgo	311	43	16	338
Fondos de inversión colectiva cerrados	2	10	0	12
Sociedades de inversión colectiva cerradas	13	6	0	19
Total entidades de inversión colectiva cerradas	15	16	0	31
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)¹	89	8	3	94

Fuente: CNMV.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo creció un 17,9% en 2018, hasta situarse en 5.844 millones de euros. Destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que suelen realizar operaciones de mayor tamaño.

Los datos preliminares para 2018 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) indican, como ya se ha mencionado, que el sector continuó creciendo a buen ritmo, con un volumen de inversión de 5.844 millones de euros, un 17,9% más que en 2017. En este periodo cabe destacar la intensa actividad de los fondos internacionales, que concentraron el 77% del volumen total de inversión, con una cifra de casi 4.500 millones de euros repartidos en 118 operaciones, y que tuvieron un protagonismo especial en las operaciones de gran tamaño o *mega-deals* (operaciones superiores a 100 millones de euros). Estas grandes operaciones, que fueron 8 en total (11 en 2017), representaron, en términos de volumen, un 63% de la inversión del sector. Por su parte, las operaciones de *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) continuaron en cifras similares a las de 2017, año en el que se alcanzaron máximos históricos, con un volumen de 1.468 millones de euros en 56 inversiones.

La inversión en *venture capital* (fase semilla y arranque) se mantuvo elevada, aunque con un volumen algo inferior al de 2017, y la siguieron realizando mayoritariamente los fondos nacionales.

Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, la inversión en *venture capital* (fases semilla y arranque) se mantuvo elevada, aunque las cifras fueron inferiores a las de 2017, con un volumen de inversión de 417 millones de euros

(UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos.

(538 millones un año antes) efectuado en 510 operaciones (560 en 2017). Estas inversiones, como sucediera en otros ejercicios, estuvieron protagonizadas por los fondos nacionales privados. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, se mantuvo el dinamismo de los años anteriores, con una inversión de 2.151 millones de euros, un 15,3% más que en 2017.

La iniciativa del ICO, a través de FOND-ICO Global, FCR, continuó teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión. En este sentido, se produjo un incremento de alrededor de 500 millones de euros en 2018.

La iniciativa a través de FOND-ICO Global, FCR continuó teniendo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

En 2018 continuó descendiendo el número de plataformas de financiación participativa registradas en el ejercicio, después de unos primeros años de intensa actividad en los que, tras la publicación de la Ley 5/2015, la mayoría de las solicitudes se referían a plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su negocio.

Tras unos primeros años de intensa actividad, el número de plataformas de financiación participativa registradas disminuyó hasta 5 en 2018...

De esta forma, en 2018 se registraron 5 nuevas plataformas (8 en 2017), por lo que al cierre del año había un total de 26 en el Registro de la CNMV. En el transcurso del año se recibieron 12 solicitudes de inscripción (9 en 2017), se denegó 1 proyecto (4 un año antes) y desistieron o se dieron por desistidos otros 13, 9 más que en 2017.

... con lo que el número total de plataformas en el Registro a finales de año era de 26...

De las 26 plataformas registradas al cierre de diciembre, 11 se correspondían con vehículos de valores, 10 eran de préstamos y 5 eran mixtas. En cuanto al sector objeto de la inversión, cabe mencionar que 4 de ellas eran inmobiliarias (2 de valores, 1 de préstamos y 1 mixta). Además, 2 plataformas estaban controladas por sociedades extranjeras.

... de las cuales 11 eran de valores, 10 de préstamos y 5 eran mixtas.

Número de PFP registradas

CUADRO 21

Tipo PFP	2017			2018			Total acumulado desde 2015		
	Total	de las cuales		Total	de las cuales ¹		Total	de las cuales ¹	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona
Valores	3	0	2	3	1	1	11	5	4
Préstamos	1	1	0	1	1	0	10	6	2
Mixtas	4	3	0	1	0	1	5	3	1
TOTAL	8	4	2	5	2	2	26	14	7

Fuente: CNMV.

¹ Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017, además, se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia.

II Informes y análisis

Intermediación financiera no bancaria en España

Anna Isperto (*)

(*) Anna Isperto pertenece al Departamento de Estudios y estadísticas, de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

1 Introducción

La financiación no bancaria es una valiosa alternativa a la financiación bancaria, ya que incrementa las fuentes disponibles de recursos para las empresas y los hogares, a la vez que puede promover una sana competencia con las entidades bancarias tradicionales. La experiencia acumulada a raíz de la crisis financiera iniciada en 2007 muestra, no obstante, la capacidad de algunas de las entidades que proporcionan financiación no bancaria de generar riesgos para la estabilidad financiera análogos a los que generan los bancos; estos pueden llegar a ser una fuente de riesgo sistémico, tanto de forma directa como a través de su conexión con el sistema bancario tradicional. A su vez, se pueden crear oportunidades de arbitraje debido a las distintas exigencias regulatorias y supervisoras entre los bancos y estas entidades, lo que puede intensificar la generación de riesgos en el sistema financiero.

Estas diferencias en la regulación y supervisión de estas entidades y actividades respecto a los bancos hicieron que la denominación original de este sector fuera «banca en la sombra» (*shadow banking*). Fue precisamente en 2007 cuando el economista Paul McCulley acuñó el término *shadow banking* en un discurso pronunciado en el simposio financiero anual de la Reserva Federal de Kansas City. Con este término, McCulley se refería, en el ámbito de EE. UU., a las instituciones financieras no bancarias cuyo negocio implicaba una transformación de vencimientos, de la misma forma que para los bancos «tradicionales», con la diferencia de que los primeros no estaban sujetos a la regulación y supervisión bancaria. Como consecuencia de ello, no podrían, por ejemplo, en caso de retiradas masivas de depósitos, acudir a la autoridad correspondiente a solicitar fondos para hacerles frente, ni tampoco poseen sus financiadores un seguro que les cubra parcialmente —al modo, en el caso español, de lo que representa para los depositantes el Fondo de Garantía de Depósitos (FOGADE).

Desde entonces, muchos han sido los organismos, las instituciones y los académicos que han intentado definir la banca en la sombra con mayor precisión y decidir qué tipo de entidades debían o no incluirse en ella. Entre ellos, se puede destacar el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), que desarrolló una definición más amplia y que en la actualidad es la más utilizada, según la cual un sistema de banca en la sombra puede describirse como la intermediación crediticia llevada a cabo por entidades y actividades (total o parcialmente) fuera del sistema bancario tradicional. De forma adicional, como se describirá en mayor detalle más adelante, para identificar las entidades del sistema financiero que debían incluirse en el sistema de banca en la sombra, desarrolló una perspectiva basada en una serie de funciones económicas.

La denominación banca en la sombra se puso en cuestión hace unos años por sus connotaciones negativas pues, aunque estas entidades no se ven afectadas por la regulación bancaria, buena parte de ellas sí están sometidas a regulación y supervisión —en ocasiones exigente— a cargo sobre todo de los reguladores de valores. Tras un intenso debate, en el seno del FSB se llegó a un cierto consenso en torno a una nueva denominación: «intermediación financiera no bancaria» (IFNB), que evita la connotación negativa de banca en la sombra y describe de forma adecuada la actividad realizada por estas entidades.

Esta denominación es la que se va a emplear en este artículo, cuyo objetivo es presentar los principales resultados en términos de tamaño y riesgos asociados para la estabilidad financiera de las entidades que llevan a cabo la intermediación financiera no bancaria en España. El trabajo se organiza de la siguiente manera: en la sección 2 se presentan las principales características del sistema financiero y los distintos sectores que lo componen. En la sección 3 se analizan con mayor detalle los sectores pertenecientes a la IFNB, mientras que en la sección 4 se realiza una medición de los distintos riesgos a los que se enfrentan estos sectores. Finalmente, se presenta una última sección 5 con las principales conclusiones del artículo.

2 Sistema financiero español

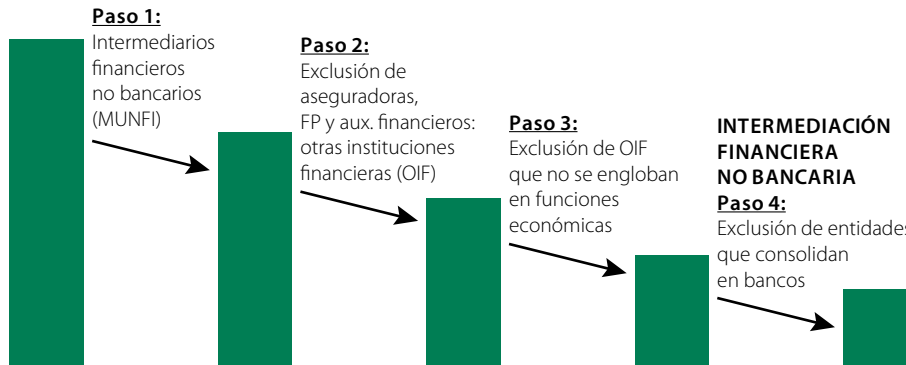
El sistema financiero de un país o jurisdicción se puede definir como el conjunto de instituciones, mercados e infraestructuras cuyo objetivo y finalidad principal es canalizar hacia los inversores el ahorro que generan los ahorradores. Dentro de este sistema se incluyen, por tanto, el banco central del propio país, las entidades de crédito, las entidades aseguradoras, los fondos de pensiones, los auxiliares financieros y las llamadas «otras instituciones financieras» (OIF). Por un lado, se puede hablar de las entidades de intermediación bancaria (banco central y entidades de crédito) y, por otro, de las denominadas MUNFI¹, por sus siglas en inglés, que incluyen el resto de entidades (véase gráfico 1). De estas últimas, si se excluyen los fondos de pensiones, las entidades de seguros y los auxiliares financieros, se obtienen las mencionadas OIF, que son entidades de naturaleza muy diversa. La regulación y supervisión de estas últimas no es homogénea entre jurisdicciones ni se percibe, en términos generales, tan bien delimitada y definida como para el resto del sistema financiero. Es por esta razón que en muchas ocasiones se ha utilizado a las OIF como una aproximación o medida amplia (*broad measure*) de la intermediación financiera no bancaria.

Una vez definidas las cinco funciones económicas que llevan a una entidad a pertenecer a la IFNB, dentro de las OIF se pueden excluir aquellas que no cumplen con ninguna de ellas para llegar, finalmente, a una definición más acotada (*narrow measure*) de la IFNB. En realidad, dentro de la IFNB pueden incluirse algunas entidades que no pertenecen a las denominadas OIF, aunque, en general, tienen un tamaño bastante reducido. En España, por ejemplo, es el caso de las sociedades de garantía recíproca, que no forman parte de las OIF pero sí de la IFNB, ya que cumplen con una de las funciones económicas mencionadas (y que se analizan en detalle en la sección 3 de este artículo).

1 *Monitoring Universe of Non-bank Financial Intermediation.*

Sistema financiero:

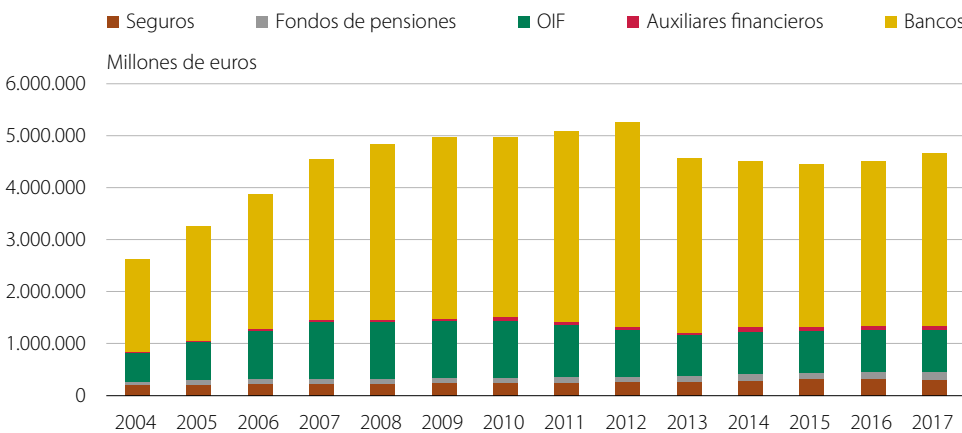
Bancos, BC, aseguradoras, fondos de pensiones, OIF...



Fuente: Elaboración propia.

En España, los activos totales del sistema financiero suponían a finales de 2017 al menos de 4,7 billones de euros, aproximadamente 4 veces el PIB nacional, aunque llegaron a superar los 5,2 billones en 2012, después de varios años de crecimiento elevado y sostenido (véase gráfico 2), especialmente durante el periodo comprendido entre 2002 y 2009, con un crecimiento acumulado del 157,2% (véase cuadro 1). Tomando como referencia los datos agregados obtenidos por el FSB en su informe *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation 2018*, el sistema financiero en nuestro país no tiene un tamaño especialmente elevado, estando muy por debajo de la media global, que supera el 500%².

Evolución de los activos del sistema financiero español



Fuente: CNMV y Banco de España.

Si se desglosa esta cifra por tipo de entidades, se puede observar que el peso relativo de los bancos³ en España sí que está por encima de la media global, situándose

2 Hay que tener en cuenta, no obstante, que esta última cifra viene sesgada al alza por algunas jurisdicciones que son grandes centros financieros, como Luxemburgo o Irlanda.

3 En este epígrafe se incluyen las entidades financieras públicas.

alrededor de un 60% en los últimos años⁴, frente a una cifra de aproximadamente un 45%⁵, respectivamente. En cambio, los fondos de pensiones, las entidades aseguradoras y, sobre todo, las OIF tienen un tamaño inferior. Estas últimas —que, como ya se ha mencionado con anterioridad, se han utilizado en algunos estudios como medida aproximada de la IFNB— representaban en España un 17,3% del sistema financiero en su conjunto a finales de 2017, mientras que esta cifra, en la muestra de países del estudio realizado por el FSB, era del 30,7% en términos medios.

Estructura del sistema financiero español

CUADRO 1

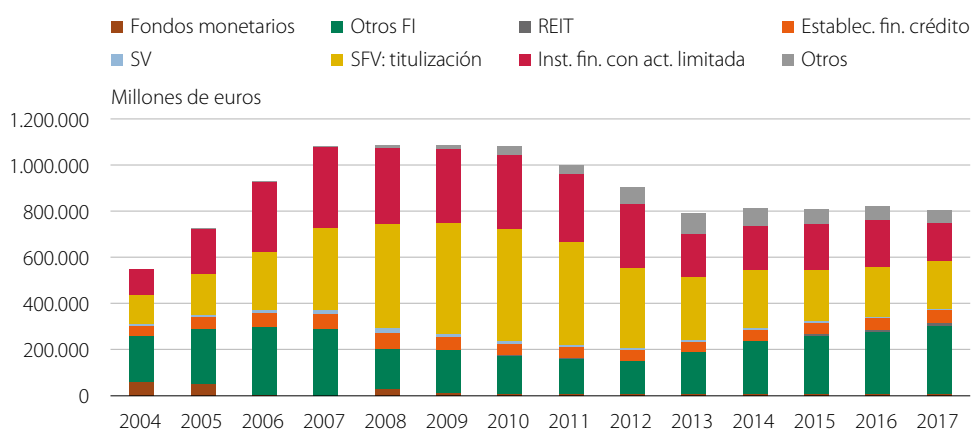
Millones de euros

	Banco central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
Tamaño en 2017 (millones)	695.146	2.630.889	313.287	139.396	75.306	805.717	4.659.742
Tamaño en 2016 (millones)	580.345	2.581.932	312.532	136.826	74.657	820.099	4.506.391
% del total (2017)	14,9	56,5	6,7	3,0	1,6	17,3	100,0
Crecimiento 2017 (%)	19,8	1,9	0,2	1,9	0,9	-1,8	3,4
Crecimiento acumulado 2002-2009	125,8	154,1	54,7	73,6	261,3	241,4	157,2
Crecimiento acumulado 2009-2016	164,4	-21,1	27,2	32,2	59,6	-24,7	-9,4

Fuente: CNMV y Banco de España.

Evolución de los activos de otras instituciones financieras (OIF)

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV y Banco de España.

4 Este porcentaje fue del 56,4% al cierre de 2017, habiendo disminuido progresivamente desde un 65,7% en 2009.

5 En la muestra del FSB para 2017 se incluyen 22 jurisdicciones: 21 individuales más otra que engloba el grupo de países pertenecientes a la zona del euro. Las 21 jurisdicciones individuales son Argentina, Australia, Brasil, Canadá, Islas Caimán, Chile, China, Hong Kong, Indonesia, India, Japón, Corea, México, Rusia, Arabia Saudí, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos. Si se cuantifican las jurisdicciones de la zona del euro una a una, el número total de jurisdicciones asciende hasta las 29.

Como se puede observar en el gráfico 3, los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en los años comprendidos entre 2007 y 2010, llegando a superar el billón de euros en este periodo. Durante los años previos a 2007, este subsector financiero experimentó un crecimiento muy elevado y sostenido, lo que se tradujo en un incremento acumulado de sus activos financieros del 241,4% entre 2002 y 2009. A partir de 2010, con los efectos de la crisis ya muy palpables en nuestro país, las OIF sufrieron una contracción paulatina hasta 2013, momento a partir del cual se han mantenido, en términos de volumen de activos financieros, prácticamente estables (véase cuadro 1). Así, entre 2010 y 2013 sus activos se contrajeron un 25%, hasta situarse por debajo de los 800.000 millones de euros, y desde entonces y hasta diciembre de 2017 crecieron un 2%, hasta los 806.000 millones de euros, mostrando una ligera contracción en el último año del estudio (-1,7%). La expansión del sector en España ha sido inferior a la de otras economías a nivel mundial: en la zona del euro, por ejemplo, entre 2011 y 2015 las OIF se expandieron alrededor de un 10%, mientras que en 2017 lo hicieron un 2%.

Dentro del ámbito de las OIF se distinguen diferentes tipos de entidades, en función de la actividad que desarrollan. Por un lado, están las entidades que, como se describirá en más detalle en la sección 3 de este artículo, forman parte de la denominada IFNB —fondos de inversión⁶, vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) para la titulización, sociedades de valores y establecimientos financieros de crédito—, y por otro lado, las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero, los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria (REIT⁷, por sus siglas en inglés), y otras entidades de tamaño relativamente pequeño⁸.

De estas últimas (las que no forman parte de la IFNB), las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero —que se definen como entidades que proveen servicios de inversión cuyos activos o pasivos no se transan, en su mayoría, en los mercados financieros abiertos⁹— son las más relevantes en cuanto a tamaño. Así, sus activos financieros ascendían a 168.000 millones de euros en 2017, aproximadamente una quinta parte del total de las OIF (véase panel derecho del gráfico 4) y un 3,6% del sistema financiero español en su conjunto, a pesar de haberse contraído un 17,2% respecto al año anterior. En el análisis realizado por el FSB, estas entidades representaban un porcentaje del total de OIF similar al español, concretamente del 21,9% (véase panel derecho del gráfico 5). Hay que tener en cuenta, no obstante, que esta cifra está muy condicionada por los datos de Canadá, Holanda y Luxemburgo, en cuyo sistema financiero las instituciones financieras con actividad

6 De hecho, como se explicará más adelante, no todos los fondos de inversión forman parte de la IFNB, aunque sí la mayoría. Los que no forman parte son, básicamente, los fondos de renta variable, que representan alrededor del 11% del patrimonio total.

7 *Real Estate Investment Trusts*.

8 En el epígrafe «Otras» se encuentran las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés), la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) y las entidades de capital riesgo. Aunque, *a priori*, estas últimas instituciones se excluyen de la definición de IFNB por la naturaleza de sus inversiones, aquellas que se realizan en préstamos sí se podrían incluir en la Función Económica 2 que se explica más adelante.

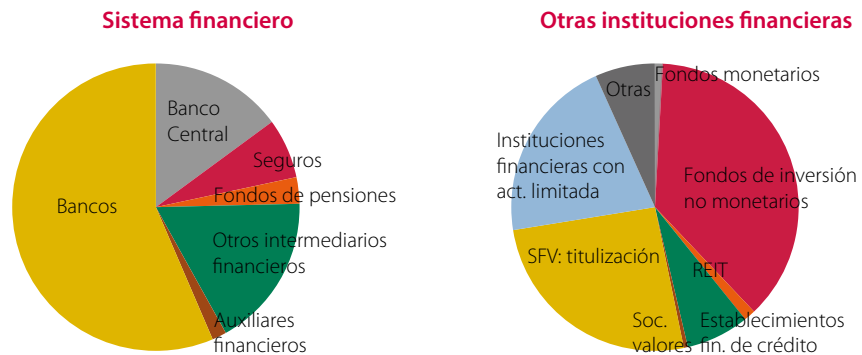
9 Este subsector incluye, esencialmente, las filiales de un grupo de sociedades o entidades que facilitan préstamos a partir de recursos propios provistos por un solo origen. En España, una parte importante de estas instituciones se corresponde con sociedades creadas especialmente para la emisión de participaciones preferentes y otros valores negociables.

limitada y prestamistas de dinero tienen mucha importancia y llegan a representar el 81% del total de estas entidades en la muestra disponible del FSB.

Atendiendo a la evolución de estas entidades a lo largo de los últimos 15 años, como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 6, estas experimentaron un crecimiento casi exponencial hasta 2007, coincidiendo con los años de mayores emisiones de participaciones preferentes por parte de muchas empresas, la mayoría bancos o cajas. Así, entre 2002 y 2007 los activos financieros se multiplicaron por más de 10, hasta superar los 350.000 millones de euros. A partir de entonces, fueron descendiendo de forma paulatina.

Distribución del sistema financiero español. 2017

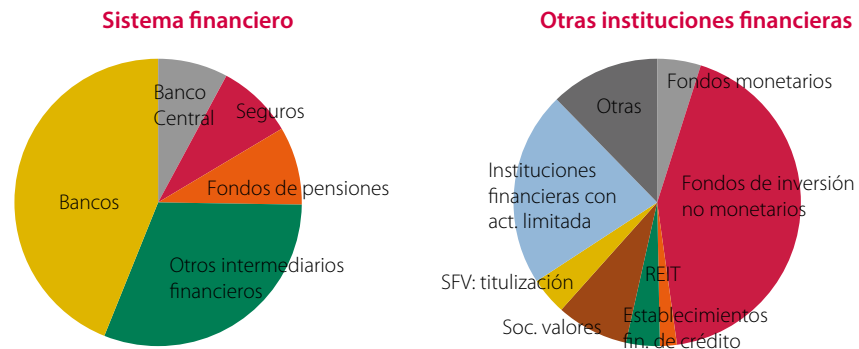
GRÁFICO 4



Fuente: CNMV y Banco de España.

Distribución del sistema financiero mundial¹. 2017

GRÁFICO 5



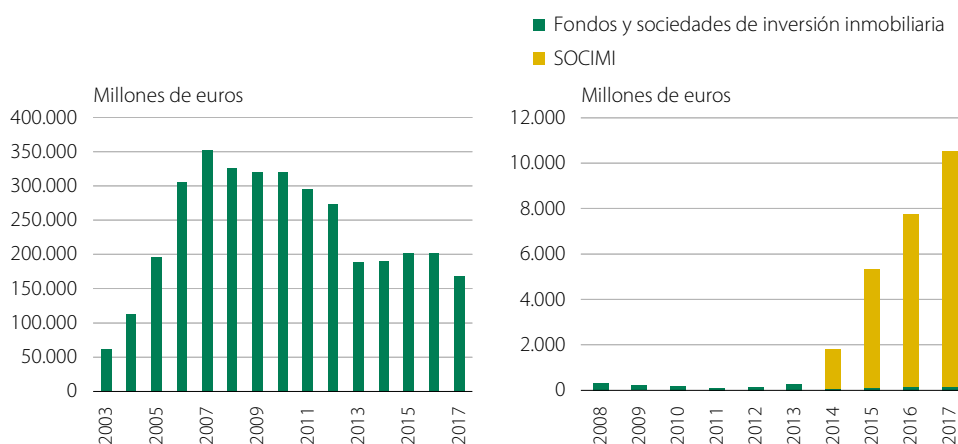
Fuente: CNMV y Banco de España.

¹ Los datos corresponden a las 29 jurisdicciones de la muestra del FSB en su último informe publicado.

Por su parte, los denominados REIT incluyen tanto los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria como las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (más conocidas como SOCIMI). Estas últimas son las que representan un mayor porcentaje dentro de los activos financieros del sector desde la creación de la primera SOCIMI a finales de 2013 (véase panel derecho del gráfico 5), con más de un 95% del total. Estas entidades representaban en España al cierre de 2017 un 1,3% de las OIF, mientras que la media de esta cifra era algo superior entre los países de la muestra disponible para el FSB.

Instituciones financieras con act. limitada

REIT



Fuente: CNMV y Banco de España.

Interconexión entre las entidades pertenecientes al sistema financiero

Durante periodos de estrés o dificultades financieras, no solamente es importante el tamaño de los distintos subsectores financieros, sino también las interrelaciones existentes entre ellos, ya que son canales propicios para el contagio de riesgos. Estas conexiones se pueden dar tanto de forma directa (a través de financiación crediticia, por ejemplo) como de forma indirecta, que se produce cuando dos entidades poseen activos comunes o el precio de sus acciones o valores de deuda tiene un comportamiento muy similar.

Para determinar la interrelación directa, se han obtenido los datos de las exposiciones bilaterales entre sectores financieros. Así, por ejemplo, para calcular la exposición de los bancos a las OIF se han tomado los activos que tienen los bancos en las OIF en relación con los activos totales, tanto de los bancos como de las OIF (véase gráfico 7).

Así, como se puede observar en los paneles izquierdos de los dos gráficos, en 2017 los derechos de los bancos en relación con las OIF («Exposición bancos a OIF») suponían alrededor de un 10% del activo bancario y del 33% del activo de las OIF, cifra similar a la de 2016. Por su parte, las obligaciones bancarias con las OIF («Financiación de bancos a través OIF») eran ligeramente superiores, concretamente del 11% del activo de los bancos y del 36% del activo de las OIF, después de haber descendido en un año 3 (7) puntos porcentuales y alrededor de 10 (27) desde 2008. En términos absolutos, estas cifras rondaban los 263.000 y los 290.000 millones de euros (véase cuadro 2). Si se excluyen los derechos u obligaciones de las OIF que consolidan dentro de los propios grupos bancarios¹⁰, los porcentajes mencionados descienden: en el caso de los derechos bancarios, hasta el 5,2% y el 16,7% del activo

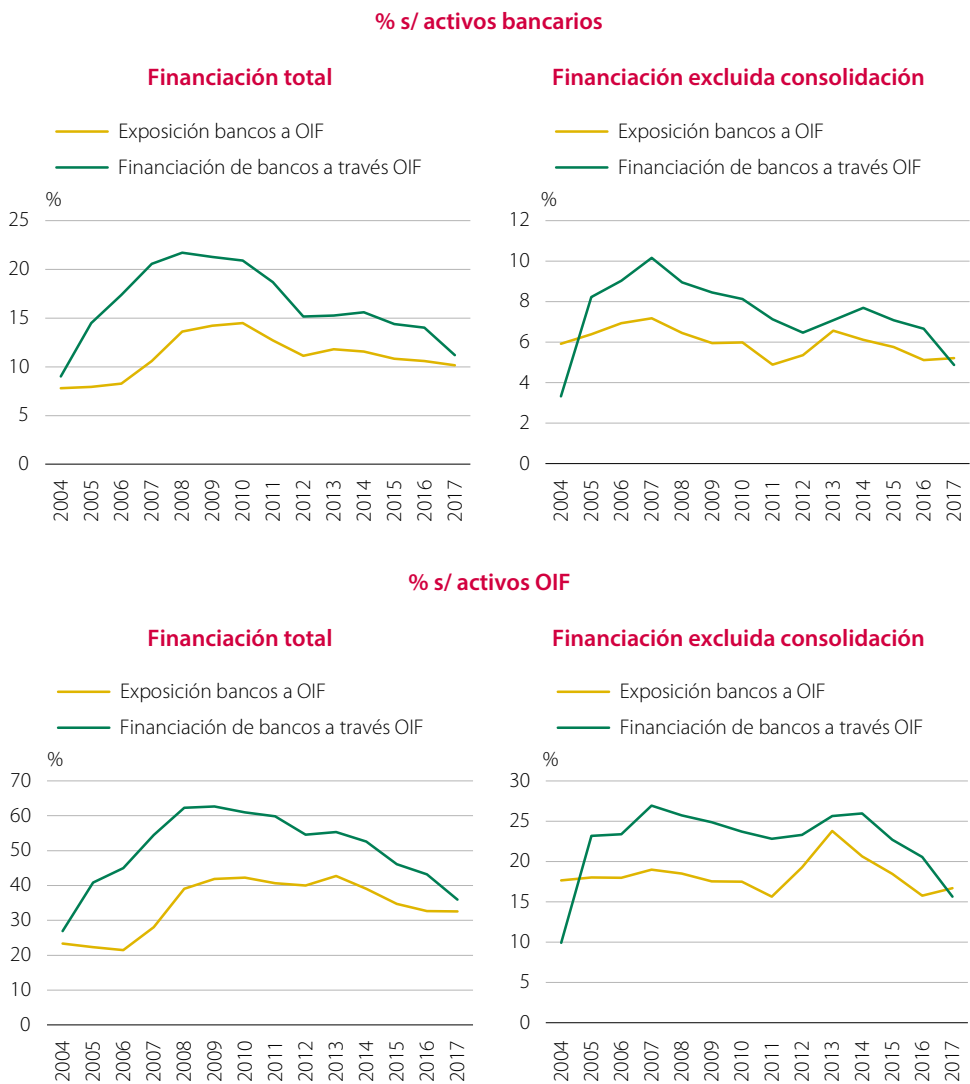
10 En el caso español, esta consolidación se produce para un subsector financiero, que es únicamente el de las SFV.

de los bancos y de las OIF, respectivamente, mientras que las obligaciones bancarias con las OIF se sitúan en el 4,9% y el 15,6% respectivamente.

Si comparamos estas cifras con los datos obtenidos por el FSB para diferentes jurisdicciones a nivel mundial, se puede observar que los porcentajes en nuestro país están aproximadamente en una posición intermedia, tanto para los derechos como las obligaciones bancarias, si el cálculo se realiza desde el punto de vista del balance bancario. En cambio, en términos del activo de las OIF, debido a que en España su tamaño es comparativamente pequeño, los valores de nuestro país se sitúan entre los más elevados (España es el único país que tiene los dos porcentajes, derechos y obligaciones, por encima del 15%).

Interconexión entre bancos y OIF

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV y Banco de España.

Atendiendo a la evolución a lo largo de los últimos años, la mayor interrelación (en términos netos) entre los dos subsectores mencionados se produjo en 2007, cuando los derechos de los bancos en relación con las OIF llegaron a superar el 7% del activo bancario total y las obligaciones de los bancos con las OIF, el 10%. Esta última cifra

fue consecuencia de un aumento muy importante entre 2004 y 2007, después de que dichas obligaciones pasaran de poco más de 50.000 millones de euros a casi 290.000 millones. En el caso de los derechos bancarios, aunque también se produjo un incremento durante el mismo periodo, este fue mucho menos abrupto, al pasar de 73.000 millones de euros a algo más de 150.000.

Interconexión entre los bancos y las OIF

CUADRO 2

Millones de euros

	Exposición de los bancos a las OIF		Obligaciones bancarias frente a las OIF	
	Total	Consolidados en grupos bancarios	Total	Consolidados en grupos bancarios
2010	457.816	268.473	660.106	403.366
2011	406.899	250.245	598.897	370.374
2012	362.028	187.775	493.815	283.068
2013	337.648	149.577	436.948	234.354
2014	316.838	149.456	426.657	215.894
2015	281.947	132.153	373.979	189.633
2016	268.089	138.837	354.353	185.805
2017	262.722	128.099	289.593	163.648

Fuente: CNMV y Banco de España.

Si se analizan las relaciones de los bancos con otros subsectores financieros distintos de las OIF, se puede observar que la mayor interconexión se produce entre los propios bancos (véase cuadro 3), con una cifra de 275.000 millones de euros de obligaciones entre ellos en el año 2017, alrededor de un 11% de los activos totales. En cambio, las interrelaciones con las entidades de seguros y los fondos de pensiones son de una magnitud mucho menor, con unas cifras de financiación de los bancos a través de estas entidades de algo menos de 40.000 y 20.000 millones de euros, respectivamente al cierre de 2017, lo que en términos relativos suponía un 1,5% y un 0,8% del activo de los bancos.

Por otro lado, si desgranamos los datos presentados por subsectores dentro de las OIF, la mayor interrelación se produce, obviamente, con las SFV, pero prácticamente la totalidad de esta cifra consolida dentro de grupos bancarios, por lo que esta exposición no genera un riesgo real de contagio. Las obligaciones bancarias con los fondos de inversión, en cambio, sí que pueden ser una fuente importante de contagio entre los dos sectores, ya que superaba en 2017 los 46.000 millones de euros, un 1,8% de los activos bancarios. Esta cifra supone, no obstante, un descenso importante en relación con la de 2016, que era de 53.600 millones de euros, un 2,1% de los activos bancarios.

Millones de euros

	OIF								
	Bancos	Entidades seguros	Fondos de pensiones	Fondos monetarios	Otros fondos de inversión	Establec. fin. de crédito	Sociedades de valores	CCP	SFV
Exposición de los bancos a	275.183	8.394	–	31	500	36.759	–	15.142	141.260
Obligaciones de los bancos con	275.183	39.856	19.655	1.961	44.502	1.366	1.038	15.826	184.485

Fuente: CNMV y Banco de España.

3 La intermediación financiera no bancaria en España

El FSB desarrolló en 2013, como ya se ha mencionado en la introducción de este artículo, un marco basado en cinco funciones económicas para poder identificar y clasificar las entidades pertenecientes a la banca en la sombra¹¹. Con ello, se pretendía que las autoridades competentes de las diferentes jurisdicciones categorizaran las entidades financieras no bancarias no tanto por su forma legal sino basándose en esta clasificación, y de esta forma conseguir una coherencia internacional a la hora de identificar los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria.

Basándose en esta definición, durante los últimos años se ha podido realizar una estimación de la dimensión de la intermediación financiera no bancaria en distintas economías a nivel mundial y, por tanto, llevar a cabo una comparación entre ellas.

En España, a finales de 2017, los activos de la intermediación financiera no bancaria, en su definición amplia —es decir, sin eliminar los que consolidan en grupos bancarios—, ascendían a 531.922 millones de euros, un 1,9% más que en 2016. Una vez eliminada la fracción que consolida en los bancos¹², la cifra de IFNB se sitúa en 319.077 millones de euros, lo que supone un 6,8% del sistema financiero nacional y un 39,6% del subsector OIF.

11 FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.

12 Como se describirá en cada uno de los apartados de esta sección, la consolidación bancaria viene dada por distintos motivos, pero básicamente por dos: bien la entidad en cuestión está participada al 100% (o prácticamente) por un banco, o bien los activos pertenecientes a la entidad están a su vez en el balance del banco (por tanto, sujetos a la regulación bancaria).

Estructura de la intermediación financiera no bancaria

CUADRO 4

Millones de euros

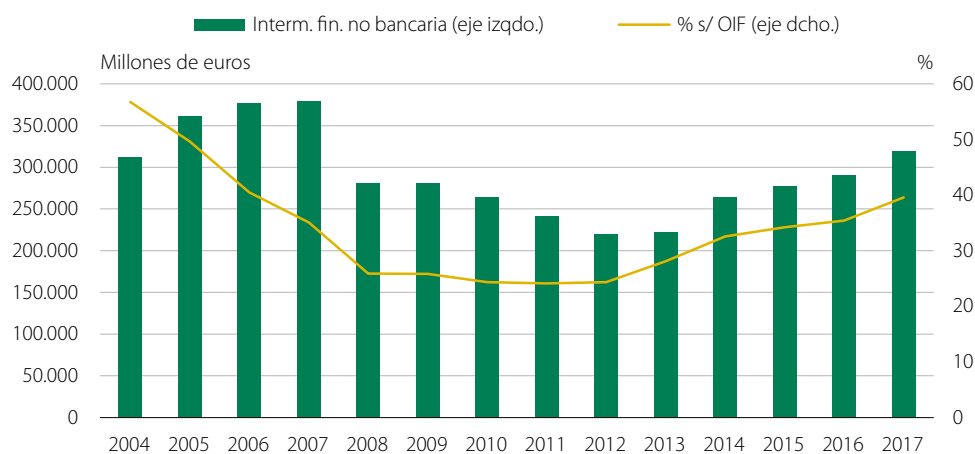
	EF1	EF2	EF3	EF4	EF5	Interm. fin. no bancaria (amplia)	Interm. fin. no bancaria (estricta)
Tamaño en 2017 (millones)	263.118	57.265	3.695	1.028	206.816	531.922	319.077
Tamaño en 2016 (millones)	245.766	52.574	3.831	1.115	218.708	521.994	290.206
% del total (2017)	49,5	10,8	0,7	0,2	38,9	100	-
Crecimiento 2017 (%)	7,1	8,9	-3,5	-7,8	-5,4	1,9	9,9
Crecimiento acumulado 2002-2007	48,7	79,1	78,4	115,6	647,0	151,9	66,3
Crecimiento acumulado 2007-2016	-14,7	-19,5	-81,4	55,8	-38,3	-28,4	-23,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

La expansión de la intermediación financiera no bancaria hasta el año 2007 fue elevada y sostenida, como lo refleja el hecho de que entre 2002 y 2007 el crecimiento acumulado fuera del 66,3%, atendiendo a la definición estricta, y del 151,9%, si se tiene en cuenta la definición más amplia (véase cuadro 4). A partir de 2007, con el inicio de la crisis, los activos gestionados por las entidades pertenecientes a la intermediación financiera no bancaria comenzaron a disminuir, especialmente en 2008, para recuperarse de una forma suave (al menos comparado con el crecimiento de los primeros años analizados) a partir de 2013.

Evolución de los activos de la intermediación financiera no bancaria

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV y Banco de España.

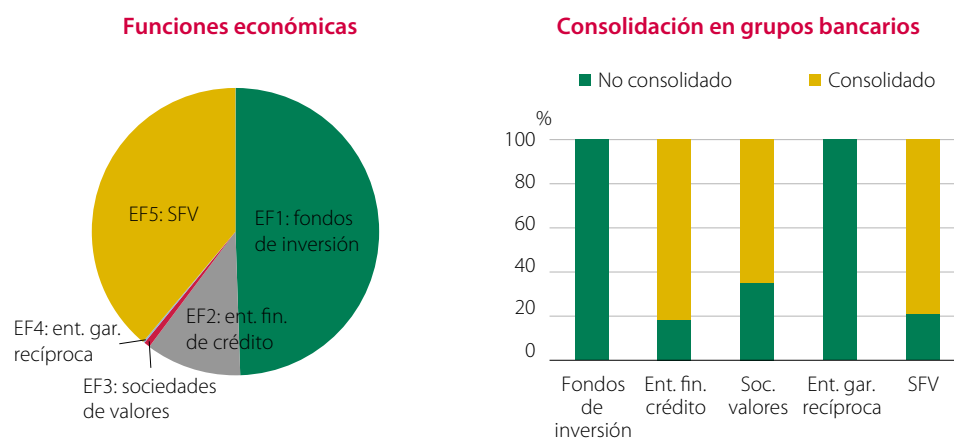
A pesar del crecimiento de los activos de la intermediación financiera no bancaria en los años anteriores a la crisis, en términos relativos, como fracción de los OIF estas actividades perdieron peso de forma sustancial, al pasar del 71,5% al 35,1% entre 2002 y 2007 (véase gráfico 8). Lo mismo sucede si se las compara con el sistema financiero en su totalidad, ya que estos mismos porcentajes fueron del 11,8% y del 8,4%. Por tanto, se puede concluir que durante los años previos a la crisis, aunque el tamaño de la intermediación financiera no bancaria aumentó, este fue mucho menor que la expansión del sistema financiero en su totalidad, especialmente de los bancos.

Atendiendo a las distintas tipologías de entidades que conforman la intermediación financiera no bancaria (cada una de ellas se desarrollará de forma detallada en los siguientes puntos de esta sección), las pertenecientes a la función económica 1 (EF1, ciertas clases de fondos de inversión) y 5 (EF5, vehículos para la titulización) son las que representan un mayor porcentaje del total, con un 49,5% y un 38,9%, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico 9). En los años centrales de la crisis, cuando la industria de inversión colectiva se contrajo de forma sustancial, el peso de la EF1 descendió por debajo del 30%, mientras que, por el contrario, la importancia relativa de la EF5 llegó a ser de más del 60%. Por detrás de ellas, se sitúan los establecimientos financieros de crédito, que conforman la función económica 2 (EF2), con un 10,8% del total, y a mucha distancia las correspondientes a las funciones económicas 3 y 4 (sociedades de valores y entidades de garantía recíproca).

Las cifras anteriores se refieren a la intermediación financiera no bancaria en su sentido amplio. Si se descuentan las entidades que consolidan en los bancos, estos valores cambian de forma significativa. Por un lado, los fondos de inversión —en los que no existe consolidación— ganan en importancia relativa, hasta el 82,5% del total de la intermediación financiera no bancaria. En cambio, el peso de los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, con una fracción muy elevada del total del sector que consolida en bancos (véase panel derecho del gráfico 9), desciende hasta el 13,5% y el 3,3%, respectivamente, de la IFNB.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2017

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV y Banco de España.

A continuación se definen y se describen las cinco funciones económicas mencionadas con anterioridad, las entidades que pertenecen a cada una de estas funciones y los principales riesgos asociados a su desarrollo.

Función económica 1 (EF1)

La EF1 se define como la gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características los hacen susceptibles de reembolsos masivos. Es cierto que, en muchas circunstancias, las IIC pueden diluir en el sistema financiero los efectos negativos de la insolvencia o los problemas de una entidad o de unas condiciones adversas en el

mercado, ya que se distribuyen las pérdidas entre un número elevado de inversores. No obstante, existen situaciones en las que una IIC puede experimentar reembolsos significativos por parte de los partícipes durante un periodo de tiempo corto y, por tanto, verse obligada a vender parte de sus activos, comenzando con los más líquidos y de mayor calidad. Existe la posibilidad de que, llegado el momento, se puedan producir ventas forzosas que presionen a la baja los precios de los activos (*fire sales*), y que acaben teniendo efectos adversos sobre otras entidades y sobre los mercados. El hecho de que estos efectos en el resto del sistema financiero se produzcan o sean realmente importantes depende de factores tales como la tolerancia de los partícipes a absorber pérdidas, la liquidez de la cartera del fondo, su apalancamiento, la concentración de las inversiones en un mismo segmento o entidad o la correlación entre los activos afectados y la cartera de otros inversores o IIC.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, de las distintas vocaciones de los vehículos de inversión existentes en nuestro país se ha considerado que pertenecen a esta función económica y, en consecuencia, forman parte de la intermediación financiera no bancaria: los fondos monetarios, los fondos de renta fija, los fondos mixtos¹³, los fondos de inversión libre (*hedge funds*)¹⁴ y las SICAV.

Para mitigar los efectos mencionados existen distintas herramientas que pueden utilizar los reguladores o supervisores correspondientes:

- Para evitar la excesiva presión de los reembolsos se cuenta con distintas posibilidades, más o menos adecuadas dependiendo de la naturaleza del fondo o de las causas de los mencionados reembolsos. Así, se pueden establecer ventanas de liquidez, suspender directamente los reembolsos, imponer comisiones de reembolso extraordinarias o crear compartimentos de propósito especial (*side pockets*) de forma temporal.
- Como se ha mencionado, el grado de liquidez de los activos de la cartera de una IIC es clave a la hora de hacer frente a reembolsos masivos, por lo que algunas herramientas al respecto pueden ser el establecimiento de límites a la inversión en activos ilíquidos o la imposición de mayores niveles de liquidez en las carteras. También, para evitar la exposición excesiva a un solo mercado o industria, se pueden establecer restricciones a la concentración de activos limitando la proporción de la cartera que puede invertirse en un único emisor o sector.
- Límites al apalancamiento, pues este aumenta la exposición del fondo y, por tanto, puede ser un factor negativo en términos de estabilidad financiera, sobre todo en el caso de las IIC de gran tamaño.
- Restricciones a la duración de la cartera.

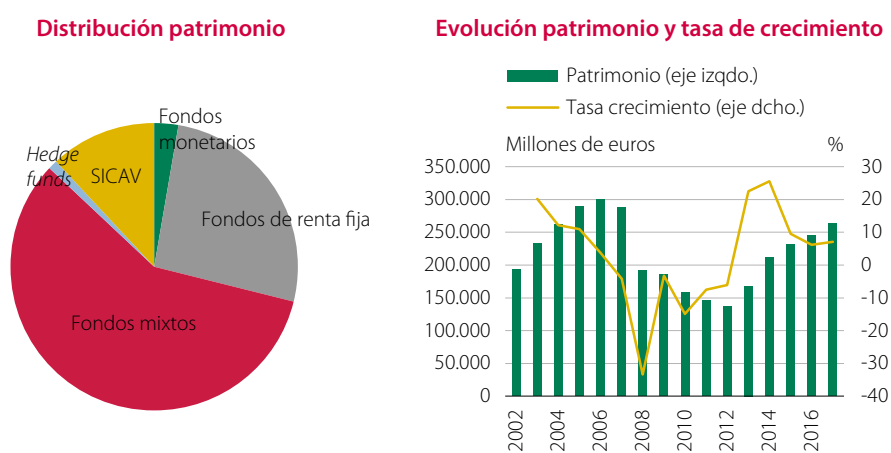
13 Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80% de la cartera total se incluyen en la EF1. En España, según la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75% de la cartera, por lo que todos ellos se consideran dentro de la intermediación financiera no bancaria.

14 Estas instituciones pueden ser susceptibles de reembolsos masivos en sus ventanas de liquidez, si las tuvieran.

Los vehículos pertenecientes a la EF1, al igual que en la mayoría de economías analizadas en el informe del FSB, son los que conforman el grupo mayoritario dentro de la intermediación financiera no bancaria. Así, como ya se ha descrito con anterioridad, en España representaban el 82,5% del total a finales de 2017, mientras que esa cifra era, en términos medios, del 71,7% para los países de la muestra del FSB. Este porcentaje ha ido aumentando a lo largo de los últimos años (en 2010 era del 60%) a causa de la expansión que ha experimentado esta industria. Como se puede observar en el panel derecho del gráfico 10, el patrimonio de los fondos de inversión pertenecientes a la EF1 descendió de forma abrupta en el periodo 2008-2012, para recuperarse con intensidad a partir de 2013 y experimentar tasas de crecimiento anuales por encima del 10% desde entonces.

Distribución de los fondos de inversión pertenecientes a la IFNB

GRÁFICO 10



Fuente: CNMV.

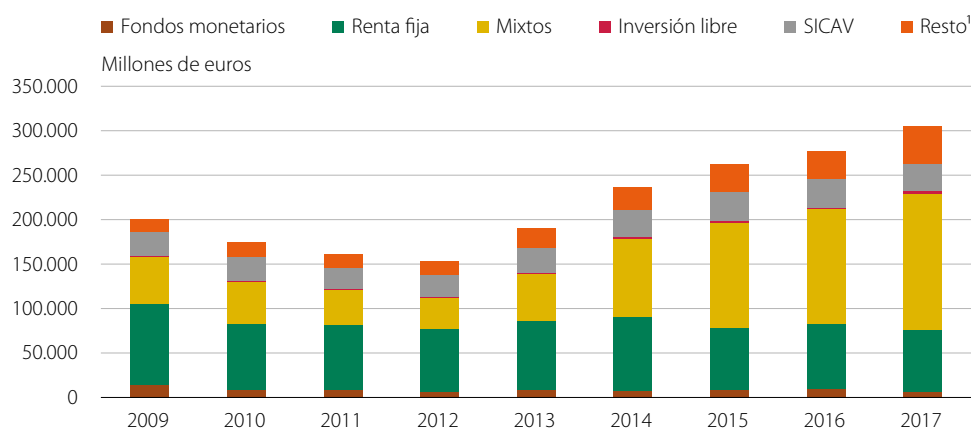
Por otra parte, la composición de estos vehículos según la tipología de los fondos es notablemente distinta a la de otras jurisdicciones. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 10, los fondos mixtos representaban en nuestro país casi el 60% del total de las IIC incluidas en la IFNB a finales de 2017; casi dos tercios de estos fondos corresponden a fondos de renta fija mixta. Su peso relativo ha ido creciendo de forma notable e ininterrumpida desde 2013, ya que se han producido elevadas entradas de recursos, especialmente en los años 2014 y 2015 (véanse gráficos 11 y 12). Los fondos de renta fija, que son los segundos en importancia y suponían aproximadamente el 25% del total, al contrario que los mixtos, han ido reduciendo su patrimonio, tanto en términos absolutos como relativos, desde máximos cercanos al 50% en 2011. El patrimonio de las SICAV, por su parte, era del 12% del total; es decir, ligeramente inferior al de años anteriores. Finalmente, los fondos monetarios y los fondos de inversión libre (*hedge funds*) representaban al cierre de 2017 un 2,7% —porcentaje que ha ido disminuyendo progresivamente— y un 1%, respectivamente¹⁵.

15 Durante el primer trimestre de 2019 entrará en vigor una nueva circular de la CNMV por la que se modificará la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio. Esta nueva circular es necesaria para dar cumplimiento al Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario, que tiene como objetivo el establecimiento de unas normas comunes en la Unión Europea en

En el ámbito internacional, la distribución entre las diferentes vocaciones es sustancialmente distinta a la de España. Con datos de las 29 jurisdicciones que proporcionan datos al FSB sobre el año 2016, los fondos de renta fija eran los más importantes, con alrededor de un 30% del total, seguidos por los fondos mixtos, con algo menos del 20%, 3 veces menos que en España. La importancia relativa de los fondos monetarios y de los de inversión libre, que son poco relevantes en nuestra jurisdicción, suponían un 15% y un 14%, respectivamente.

Patrimonio de los fondos de inversión

GRÁFICO 11

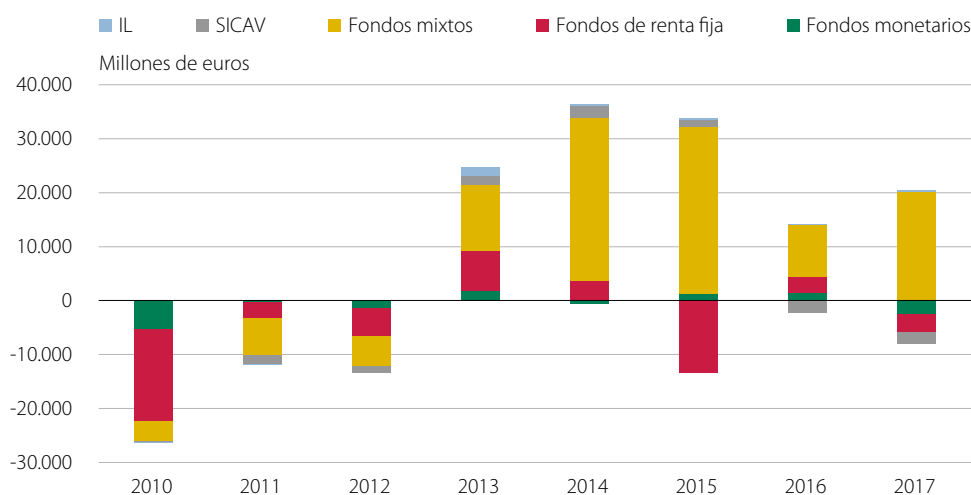


Fuente: CNMV.

1 El epígrafe «Resto» contiene los fondos de inversión que no se consideran parte de la IFNB. En España pertenecen a esta categoría únicamente los fondos de renta variable.

Adquisición neta de fondos de inversión por categorías

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

relación con el vencimiento, la composición y la liquidez de la cartera de los fondos monetarios para evitar disparidades en los niveles de protección a los inversores. En el caso español, las gestoras de los fondos de inversión que actualmente tienen la vocación de monetarios deben establecer si con la nueva legislación pueden permanecer como tales o, dado que las nuevas condiciones son más restrictivas, deben modificar su vocación a la de renta fija a corto plazo (de nueva creación). Previsiblemente, cuando este proceso haya concluido, el número de fondos monetarios en España será mucho más reducido.

En España, existen varias herramientas que se configuran como requisitos regulatorios, concebidas para controlar la liquidez de los fondos, limitar su apalancamiento o evitar una concentración excesiva de riesgos. Estas herramientas microprudenciales tendrían una aplicación relevante desde el punto de vista macroprudencial. Además, existen otras que se pueden adoptar únicamente en situaciones excepcionales y que, en la práctica, se utilizan menos. Este sería el caso de las suspensiones de los reembolsos o del establecimiento de los denominados *side pockets*. Las herramientas más relevantes que establece la legislación española vigente en la actualidad¹⁶ son las siguientes:

- Gestión de liquidez: además de ciertas limitaciones a los activos aptos para la inversión, las IIC deben mantener un coeficiente mínimo de liquidez del 1%, así como sus gestoras contar con un sistema de gestión de esta. Además, desde diciembre de 2018, con la entrada en vigor del Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales, la CNMV tiene la capacidad para fijar requerimientos de liquidez adicionales a los existentes, siempre de forma temporal y justificando su necesidad.
- Apalancamiento: los fondos de inversión solamente pueden pedir prestado un máximo del 10% de su patrimonio y únicamente de forma temporal y no con un objetivo inversor. Por otra parte, la exposición total al riesgo de mercado asociada al uso de derivados no puede superar el patrimonio neto de la IIC.
- Gestión de reembolsos: existe la posibilidad de utilizar compartimentos de propósito especial (*side pockets*) o de incluso suspender los reembolsos, pero tan solo en circunstancias extraordinarias en ambos casos. Las ventanas de liquidez son posibles para los fondos alternativos (no UCITS) y los fondos inmobiliarios. Además, aunque no está recogido en la normativa de forma expresa, la CNMV permite que las gestoras adopten la herramienta conocida como *swing pricing*¹⁷, si está establecido en sus procedimientos. También admite la posibilidad de que se apliquen comisiones de reembolso a favor del fondo (en lugar de la gestora) si esta posibilidad se contempla en los folletos¹⁸.

Función económica 2 (EF2)

La EF2 se define como la concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo. A esta categoría pueden pertenecer una amplia variedad de entidades y,

16 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, desarrollada por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

17 Mediante el *swing pricing* se permite valorar los activos en cartera a precios *bid* (la parte baja de la horquilla), en lugar del precio *mid* (usado normalmente) cuando el volumen de reembolsos supere un determinado umbral. Este umbral debe estar establecido de forma objetiva en los procedimientos de las gestoras. De esta forma, los inversores que reembolsan masivamente en un día (por ejemplo, en un escenario de alta volatilidad) soportarían el mayor coste de transacción que el fondo tendría que asumir para deshacer las inversiones en un entorno de volatilidad que presumiblemente ensancharía las horquillas de precios. Se trata, en definitiva, de que sean los partícipes que solicitan los reembolsos los que paguen este coste y no los que se quedan y, por tanto, se desincentivaría el mecanismo conocido como *first mover advantage*.

18 Esta posibilidad permite conseguir un efecto similar al del *swing pricing*.

en función de la jurisdicción, con marcos jurídicos muy diferentes. En el caso español, pertenecerían a ella los establecimientos financieros de crédito, las plataformas de financiación participativa (PFP) y los vehículos que en los últimos años están realizando la actividad conocida como *direct lending*¹⁹. Estas entidades pueden competir con los bancos en el desarrollo de determinadas actividades o, alternativamente, ofrecer servicios en mercados «nicho», donde los bancos no son agentes activos. Normalmente, los establecimientos financieros de crédito concentran el crédito en ciertos sectores debido a su experiencia y conocimientos específicos. Precisamente esta característica los hace susceptibles de crear potenciales riesgos sistémicos, si los sectores en los que se concentran son cíclicos por naturaleza (construcción, mercado inmobiliario, mercado del automóvil...).

Para reducir los riesgos asociados a estas entidades pueden adoptarse distintas medidas. De acuerdo con los trabajos del FSB respecto a medidas regulatorias del sector, algunas de ellas podrían ser:

- Imposición de regímenes prudenciales equivalentes a los bancarios.
- Requisitos de capital. Un nivel mínimo de capital es esencial para aquellas entidades que conceden préstamos, de forma que puedan absorber las pérdidas propias de su actividad.
- Colchones de liquidez. Para contrarrestar los riesgos provenientes de tener obligaciones a corto plazo y gestionar de forma adecuada los riesgos derivados de la falta de liquidez y la transformación de vencimientos, se pueden considerar estos colchones de liquidez, aunque siempre deben adecuarse a las características de la entidad, pudiendo diferir sustancialmente de los colchones de liquidez aplicados a los bancos, especialmente si no se financian con depósitos.

Es preciso señalar que los datos de este sector representan, en el mejor de los casos, una cota inferior a la que sería su dimensión si se tuviera acceso a la información de todas las entidades que se dedican a este tipo de actividad. Para realizar los cálculos se han tomado únicamente los datos referentes a los establecimientos financieros de crédito, entre otras razones, porque sobre estos se dispone de información fiable. En el caso de las PFP, por otra parte, la recolección de datos, aunque se realiza desde la CNMV, todavía está en una fase muy inicial, por lo que por el momento no se incluyen²⁰. En relación con las entidades que realizan *direct lending*, hay que diferenciar aquellas que no están registradas en la CNMV —respecto de las cuales,

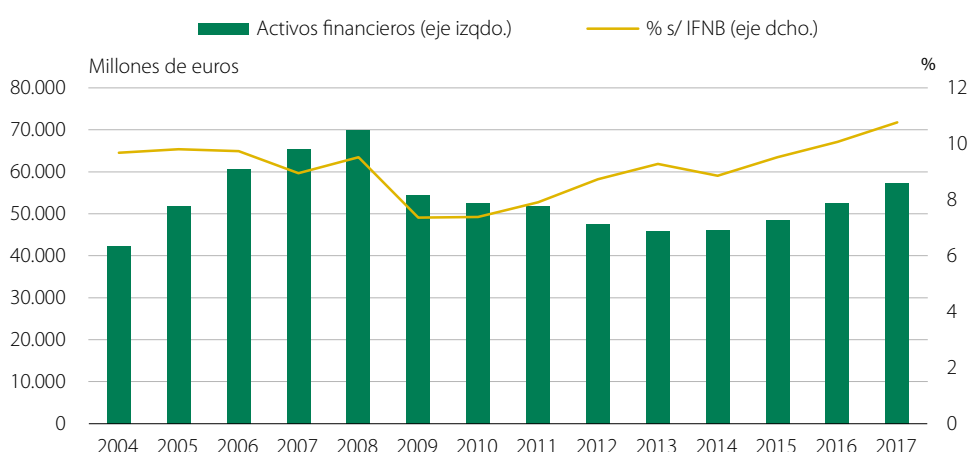
19 El *direct lending* lo realizan las entidades conocidas como «fondos de deuda», que conceden préstamos o créditos a compañías, generalmente de tamaño mediano o pequeño. Estos fondos suelen ser bien grandes fondos internacionales o bien estructuras creadas por gestores españoles, pero normalmente en otras jurisdicciones como Luxemburgo. Ninguna de estas entidades está registrada en España. También existe actividad de este tipo por parte de entidades registradas en España. Concretamente, esta actividad la podrían realizar los vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado, que están contemplados en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. También podrían realizar este tipo de inversiones los fondos de inversión libre (FIL), regulados en el artículo 73 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

20 La información estimada más reciente para estas plataformas representa un importe poco significativo (cerca de los 60 millones de euros).

las estimaciones privadas aproximadas cifran en unos 1.500 millones de euros esta actividad— de las entidades que sí están registradas en España. Al respecto de estas últimas, muchos vehículos de inversión de tipo cerrado tienen obligación de registrarse en la CNMV aunque sus obligaciones de remisión de información son más limitadas, por lo que no se dispone con exactitud de las cifras del patrimonio que gestionan. De la información que se dispone, se estima la actividad en unos 550 millones de euros. Por otra parte, los datos disponibles sobre FIL de inversión en deuda suponen tan solo unos 30 millones de euros.

En España, el activo financiero de los establecimientos financieros de crédito representa aproximadamente el 10,8% del total de la intermediación financiera no bancaria (en su versión amplia), con poco más de 57.000 millones de euros a finales de 2017, habiendo llegado a los 70.000 millones en 2008 (véase gráfico 13). Si se descuenta el importe que consolida en los grupos bancarios, que es más del 80%, los activos financieros de estas entidades descienden hasta poco más de los 10.000 millones de euros, es decir, un 3,3% de la intermediación financiera no bancaria en su versión estricta.

Evolución de los activos de los establecimientos financieros de crédito GRÁFICO 13



Fuente: Banco de España.

A pesar de que la dimensión del riesgo de los establecimientos financieros de crédito, como se acaba de mencionar, no es especialmente elevada, dado su reducido tamaño con relación al sistema financiero y a la intermediación financiera no bancaria y lo comentado respecto a la consolidación del sector en entidades bancarias; la legislación española contempla una serie de requisitos prudenciales para prevenir y mitigar los riesgos que pueden ocasionar tanto para su propio buen funcionamiento como para el resto del sistema financiero. Entre ellos, cabe destacar:

- Estas entidades poseen unos requerimientos de capital comparables a los aplicados a las entidades de crédito, con algunas excepciones como el colchón contracíclico de capital o el de conservación, que no son aplicables a los establecimientos financieros de crédito que sean una pyme.
- En relación con los requerimientos de liquidez, se está desarrollando una norma para que los activos líquidos de estas entidades sean suficientes para

mantener una estructura de financiación adecuada que evite los potenciales riesgos de una puntual falta de liquidez.

- Respecto al apalancamiento y las grandes exposiciones a una misma entidad, se aplica la misma legislación que a las entidades de crédito.

Función económica 3 (EF3)

La EF3 viene definida como la intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada. En España pertenecen a esta categoría las sociedades de valores.

Estas entidades financieras no bancarias pueden verse expuestas a un riesgo de liquidez importante en función de su modelo de financiación, ya que son entidades que realizan actividades de mercado a través de financiación a corto plazo. En el caso de las entidades que utilizan los activos de los clientes para obtener recursos (normalmente mediante *repos*), si se da un desajuste entre el vencimiento de los activos y de los pasivos, existe un riesgo importante en el caso de una retirada significativa de fondos de los clientes.

Algunos de los instrumentos que las autoridades competentes pueden tener en cuenta para atenuar los riesgos asociados a esta actividad podrían ser:

- Como en el caso de los establecimientos financieros de crédito, la imposición de regímenes prudenciales equivalentes a los bancarios.
- Requisitos de liquidez para asegurar una correcta gestión del riesgo. Estos requisitos podrían ser iguales o muy similares a los de Basilea III.
- Requisitos de capital, tanto para reducir un apalancamiento excesivo como la prociclicidad asociada a su estructura de financiación. Unos niveles mínimos de capital también pueden aumentar la fortaleza de las sociedades de valores ante *shocks* de crédito, como, por ejemplo, el impago de una contraparte.
- Restricciones al uso de los activos de los clientes. Si estas entidades utilizan los activos de los clientes para financiar sus propias inversiones a largo plazo, estarán actuando de una forma similar a la de los bancos, por lo que una posibilidad que tienen los reguladores es establecer limitaciones a estas inversiones a largo plazo, tanto en términos de volúmenes como de plazos.

En España existen alrededor de 45 sociedades de valores, las cuales contaban al cierre de 2017 con un activo de 3.720 millones de euros, cifra muy similar a la de 2016 (véase gráfico 14). Este tamaño es relativamente reducido, si se compara con el de otras jurisdicciones, ya que en nuestro país los servicios de inversión los proporcionan en su mayoría las entidades de crédito. Así, más del 80% de las comisiones percibidas por estos servicios corresponde a estas últimas, mientras que las sociedades de valores reciben aproximadamente el 10% (véase cuadro 5).

De las distintas clases de comisiones, aquellas relacionadas con la compraventa de valores son las más relevantes para las sociedades de valores, aunque su importancia relativa ha ido disminuyendo de forma paulatina durante los últimos años en favor de las entidades de crédito, por lo que a finales de 2017 se situaban en poco más del 30%, mientras que, por ejemplo, en 2011 habían llegado a representar más del 50% con más de 500 millones de euros. El resto de comisiones, especialmente las derivadas de la comercialización de fondos de inversión, las perciben casi en su totalidad las entidades de crédito.

Comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión. 2017 CUADRO 5

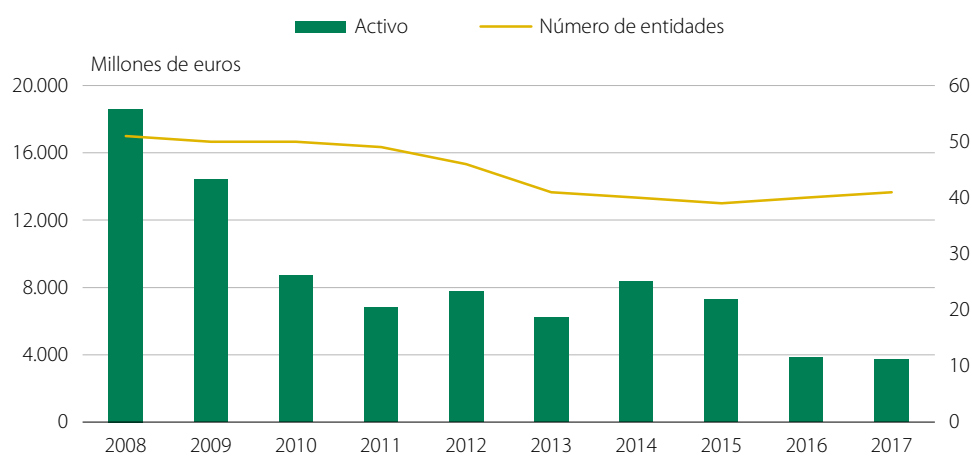
Millones de euros

	Sociedades de valores	Agencias de valores	Soc. gestoras de cartera	Entidades de crédito	Total
Total servicios de inversión	405	97	1	3.726	4.229
Colocación y aseguramiento	18	3	-	231	252
Compraventa de valores	218	20	-	457	695
Gestión de patrimonios	50	12	1	197	261
Administración y custodia	38	1	-	551	590
Comercialización de fondos de inversión	81	59	0	2.290	2.431
Comisiones totales percibidas	548	142	2	14.295	14.987

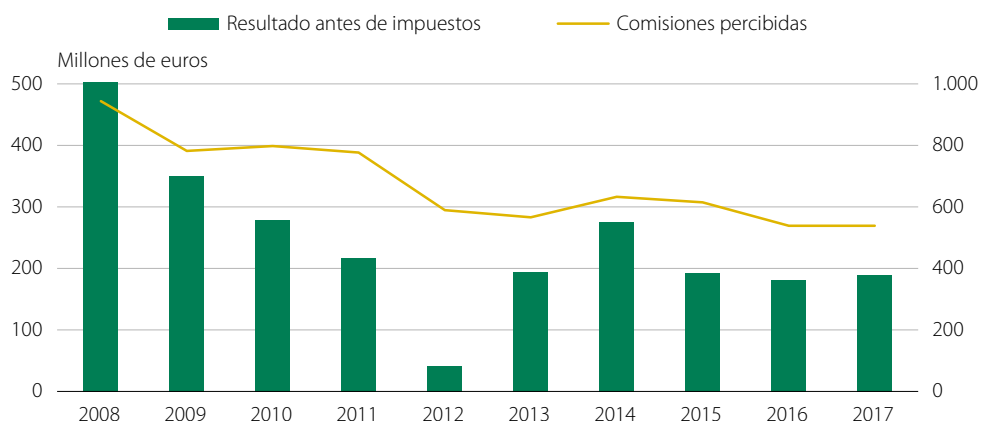
Fuente: CNMV y Banco de España.

Es importante destacar que las sociedades de valores experimentaron una contracción sustancial en los primeros años de la crisis, en los que tanto su activo como sus beneficios se redujeron de forma abrupta: entre 2008 y 2011 los activos de estas entidades descendieron un 63% y el resultado antes de impuestos, un 57% (véanse gráficos 14 y 15).

Activos de las sociedades de valores y número de entidades GRÁFICO 14



Fuente: CNMV.



Fuente: CNMV.

Las sociedades de valores están sujetas a los requisitos establecidos en Basilea III, al tener que cumplir con la legislación europea²¹ referente a los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión. Como consecuencia, entre las obligaciones derivadas, se puede destacar:

- Cuando las sociedades de valores tengan en el pasivo fondos de clientes —algo que solo se permite de forma transitoria e instrumental— estos fondos deben estar invertidos en activos completamente líquidos (efectivo o depósitos a la vista). En el caso de obligaciones que vencen en un periodo inferior a los 12 meses, deben mantener como mínimo un 10% en activos muy líquidos.
- El cumplimiento de las reglas de Basilea III obliga a mantener, entre otras, una ratio de capital del 8% de las exposiciones totales, así como colchones de capital adicionales.
- Existe una serie de requisitos de información a los clientes que incluyen tanto información específica sobre las «salvaguardas» de sus activos como sobre los riesgos más relevantes.

Función económica 4 (EF4)

En esta categoría se enmarcan las entidades que realizan una actividad de «facilitación» a la creación de crédito. En España, pertenecen a esta clase de entidades las sociedades de garantía recíproca. Estas compañías, que nacieron en 1978, se definen como entidades financieras cuyo objeto principal es facilitar el acceso al crédito de las pymes y mejorar, en general, sus condiciones de financiación a través de la prestación de avales ante los bancos, las Administraciones públicas o los clientes y los proveedores.

21 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 servicios de inversión.

La provisión de mejoras crediticias facilita la creación de crédito, tanto bancario como no bancario, por lo que, en algunos casos, estas entidades pueden contribuir al incremento del apalancamiento de los agentes y a la formación de riesgos de carácter cíclico que puedan constituirse como una amenaza para la estabilidad financiera. Para mitigar estos efectos, algunas de las herramientas que podrían utilizarse serían:

- Requisitos de capital. Igual que para otras entidades ya mencionadas, un nivel de capital adecuado es esencial para las entidades que facilitan la creación de crédito, en este caso, a través de garantías financieras y coberturas crediticias. Además, idealmente, los requisitos de capital deberían ser contracíclicos, pues las sociedades de garantía recíproca pueden generar efectos procíclicos en el crédito disponible y, en consecuencia, en la economía real²².
- Restricciones en la escala y el ámbito del negocio. En principio, las propias entidades deberían tener la capacidad de valorar sus productos y los riesgos asociados para gestionarlos de forma adecuada. Si las autoridades consideran que no lo están haciendo o no pueden hacerlo, deberían imponer ciertas limitaciones o incluso, en algunos casos, prohibir una determinada inversión.
- Colchones de liquidez. Para contrarrestar los riesgos originados por la existencia de obligaciones a corto plazo y gestionar de forma adecuada los riesgos derivados de la falta de liquidez y la transformación de vencimientos, se puede considerar la imposición de colchones de liquidez. Estos colchones deben adecuarse a las características de la entidad, pudiendo diferir sustancialmente de los colchones de liquidez aplicados a los bancos, especialmente si no se financian con depósitos.

En España, las sociedades de garantía recíproca suponen una fracción muy pequeña de la intermediación financiera no bancaria, ya que sus activos financieros representan apenas el 0,2% del total (con datos de finales de 2017). En consecuencia, es muy improbable que, en caso de que estas entidades experimenten dificultades, estas lleguen a propagarse al resto del sistema financiero. A pesar de ello, la regulación de estas entidades²³ contempla ciertos requisitos y restricciones que limitan los riesgos asociados a su actividad. Los principales son:

- Se establece como exposición máxima a un solo cliente el 20% de los recursos propios de la entidad. A su vez, la suma del activo inmovilizado material y de las acciones y participaciones no puede superar el 25% de estos.
- La inversión en activos líquidos debe ser, como mínimo, del 75% del valor de los recursos propios.
- Para promover una correcta transferencia del riesgo de crédito, aquellas entidades que incumplan con el pago del crédito otorgado y, por tanto, se active la

22 El capital de estas entidades es variable dependiendo del número de avalados.

23 La legislación básica de estas sociedades se encuentra en la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre régimen jurídico de las sociedades de garantía recíproca, y en el Real Decreto 2345/1996, de 8 de noviembre, relativo a las normas de autorización administrativa y requisitos de solvencia de las sociedades de garantía recíproca.

garantía de este, pierden automáticamente los derechos sobre su participación en la sociedad de garantía recíproca. Adicionalmente, parte del riesgo de crédito puede transferirse al sector público a través de la creación de sociedades de reafianzamiento.

Función económica 5 (EF5)

La EF5 se define como la intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. Pertenecen a esta categoría los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés) cuyo objeto es la titulización de activos.

La provisión de recursos a los bancos u otras entidades financieras, haya o no transferencia real de activos o riesgos, puede ser una parte integral de las cadenas de intermediación crediticia, por lo que deben tenerse presentes los riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria, especialmente en lo que respecta a la transformación de vencimientos y al apalancamiento excesivo.

Es importante mencionar, no obstante, que, en términos generales, las emisiones de titulización en España están estructuradas de manera que los pagos se realizan con los *pools* de activos que se van amortizando, por lo que el problema de la transformación de vencimientos es prácticamente irrelevante. Además, se puede considerar que en España la titulización ha sido más una herramienta de financiación que de transferencia de riesgos, como fue el caso en otras jurisdicciones y que se constituyó como una de las problemáticas más relevantes de la última crisis financiera, por la eliminación de los incentivos a la evaluación de los riesgos por parte de las entidades que conceden los créditos originales. Finalmente, cabe señalar que la titulización, en algunos casos, también puede utilizarse para reducir los requisitos de capital derivados de la regulación bancaria. Esta práctica tuvo gran relevancia en el desarrollo de la última crisis financiera, lo que motivó reformas regulatorias a nivel internacional.

Para reducir los riesgos que pueden generarse a través de la titulización de activos, pueden considerarse las siguientes herramientas:

- Restricciones a la transformación de vencimientos. Dado que los vehículos de titulización se utilizan como canales de financiación a través de la emisión, en muchos casos, de obligaciones a corto plazo, las restricciones a las diferencias entre el vencimiento de los valores emitidos y el *pool* de activos subyacentes puede ser un método directo para reducir los riesgos derivados de la transformación de vencimientos. Como ya se ha mencionado, esta fuente de riesgo es relativamente pequeña en España.
- Obligaciones de retener, por parte del originador, una proporción del valor nominal de las titulizaciones realizadas, con el fin de que asuma una parte del riesgo (véase nota a pie de página n.º 21).
- Restricciones al colateral elegible. Un colateral que sea líquido y se negocie en un mercado transparente y regulado siempre será mucho más fácil de vender para neutralizar o disminuir pérdidas ante el incumplimiento de una

contraparte. No obstante, el regulador debe tener en cuenta que cuanto más estrictas sean estas limitaciones, más se reduce el abanico de colaterales elegibles y que la calidad de los colaterales puede deteriorarse rápidamente en épocas de crisis.

- Restricciones a las exposiciones a bancos u otras entidades financieras. Los bancos, como se demostró durante la crisis *subprime*, pueden beneficiarse de fuentes alternativas de financiación a través de la titulización, lo que es susceptible de generar un exceso de crédito y un crecimiento del apalancamiento. De forma adicional, pueden existir oportunidades de arbitraje regulatorio que, lógicamente, podrían menoscabar la efectividad de la regulación bancaria.

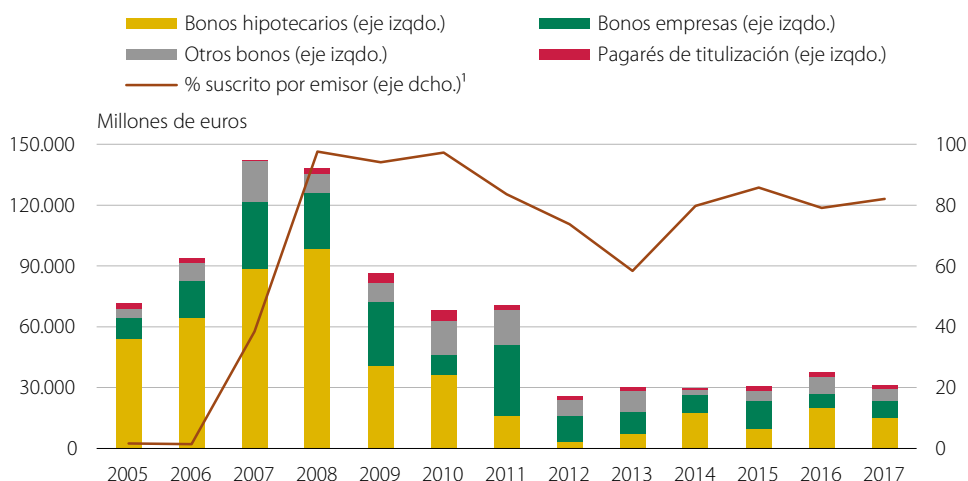
Como ya se ha comentado al inicio de esta sección, en España la titulización supone una fracción importante de la intermediación financiera no bancaria, siendo el segundo sector en importancia. Así, los activos financieros de los SFV ascendían a 207.000 millones de euros a finales de 2017 y representaban el 38,9% de la intermediación financiera no bancaria (definición amplia), aunque en 2010 llegaron a alcanzar los 490.000 millones de euros. Como refleja el gráfico 16, las emisiones de bonos de titulización descendieron de forma sustancial en 2009 y 2012. Entre 2009 y 2011 —que fue el momento más desfavorable para el mercado de titulizaciones, estando prácticamente paralizado a nivel global—, el descenso de las emisiones no fue tan abrupto como cabría haber esperado porque las entidades financieras decidieron emitir titulizaciones y suscribirlas ellas mismas, con el fin de utilizar estos activos como colateral en las operaciones de financiación con el Eurosistema. Así, el porcentaje de las emisiones suscritas por el propio emisor llegó a rozar el 100% entre 2008 y 2010. Aun así, esta disminución hizo que su saldo vivo se resintiera y descendiera de forma progresiva desde 2009, cuando se superaron los 450.000 millones de euros, mientras que a finales de 2017 rondaba los 200.000 millones (véase gráfico 17). Desde 2011, el porcentaje de emisiones suscritas por los emisores se redujo levemente, pero se mantuvo en niveles elevados, cerca del 80%²⁴.

En España, la mayor parte del total de bonos y pagarés de titulización ha correspondido tradicionalmente a los bonos hipotecarios, cuyo saldo vivo ha rondado las tres cuartas partes del total desde las primeras emisiones.

24 En enero de 2011, entró en vigor la modificación de la Directiva de Adecuación de Capital, conocida como CRD II, cuyo artículo 122, letra a)(1), recogía la obligación por parte del originador de retener un mínimo del 5% del valor nominal de las titulizaciones.

Importe nominal emitido de bonos y pagarés de titulización

GRÁFICO 16



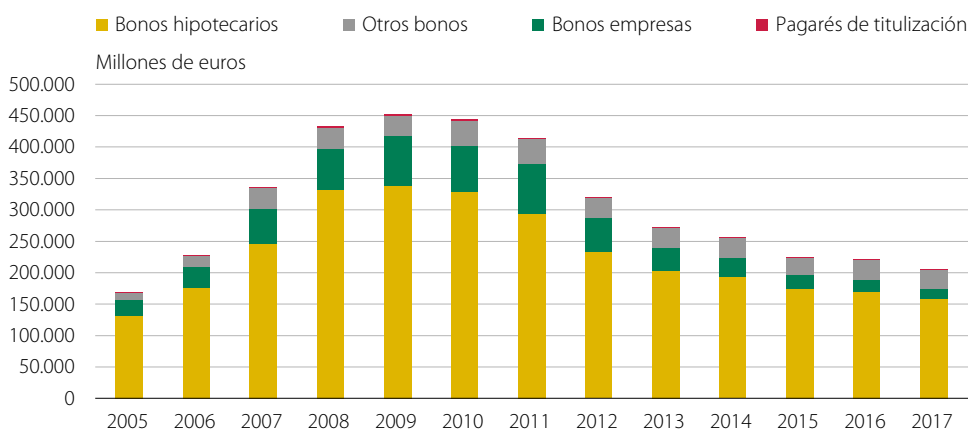
Fuente: CNMV.

1 Este porcentaje se refiere únicamente a los bonos de titulización. No se incluyen pagarés debido a que la cifra sería nula.

Por su parte, la calificación crediticia de los SFV, tanto como consecuencia del aumento del riesgo del país como por razones intrínsecas a estos vehículos y a los activos que poseían, fue descendiendo desde el inicio de la crisis, con rebajas muy importantes especialmente en 2011 y 2012. Así, mientras que en 2008 más del 90% de los activos estaban calificados como AAA y tan solo un 3% era BBB o inferior, en 2017 no había prácticamente ningún activo AAA y los BBB o inferior suponían algo más del 37%.

Saldo vivo de los bonos y pagarés de titulización por tipo de activo

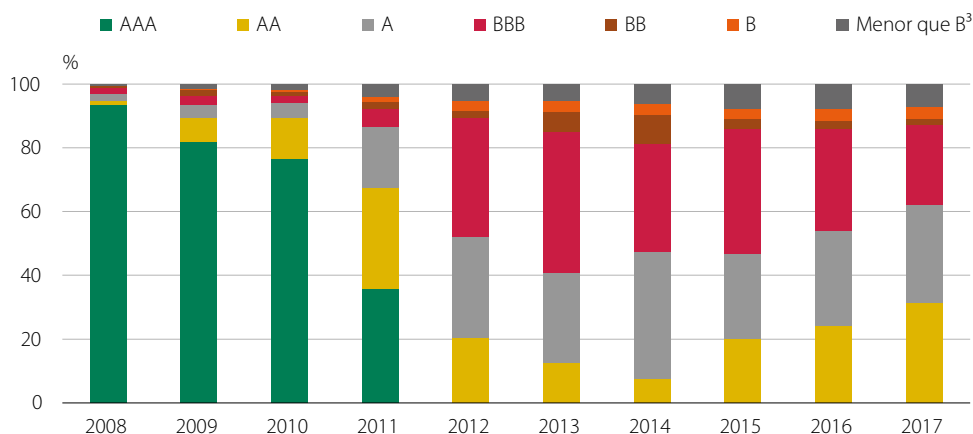
GRÁFICO 17



Fuente: CNMV.

Saldo vivo de bonos y pagarés de titulización por calificación crediticia^{1,2}

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

1 No incluye el MARF.

2 Ratings agrupados según su equivalente a Standard and Poor's.

3 Incluye las emisiones sin rating.

En España no existe una regulación específica para los vehículos de titulización que contemple restricciones específicas con relación, por ejemplo, a los colaterales elegibles o a los volúmenes máximos de crédito que pueden titulizarse. Sin embargo, la CNMV promueve activamente la transparencia de las entidades que realizan titulizaciones con el objeto de mitigar los posibles efectos negativos derivados de la complejidad de estos activos y de reducir el riesgo de los inversores en el momento de la toma de decisiones. A este respecto, las sociedades gestoras de estos vehículos deben enviar semestralmente información estandarizada y detallada sobre la cuantía y situación de los activos titulizados y los bonos emitidos, información que se publica en la web de la CNMV.

A pesar de no disponer de una regulación específica de ámbito nacional, desde el 1 de enero de 2019 ha entrado en vigor el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, por el que se establece un marco general para la titulización y se crea un marco específico para la titulización simple, transparente y normalizada, cuya novedad más relevante es, precisamente, la distinción entre esta última, llamada STS por sus siglas en inglés y el resto de titulizaciones²⁵. Una de las principales consecuencias de esta diferenciación es el tratamiento favorable en cuanto a requisitos de capital y exigencia de retención para el originador en el caso de las titulizaciones STS, a tenor del Reglamento (UE) 2017/2401 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2017, sobre requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

25 Para que una titulización se considere STS debe cumplir ciertos requisitos de simplicidad (la titularidad de las exposiciones crediticias debe transferirse mediante venta verdadera al vehículo que las tituliza), de transparencia (los inversores potenciales deben tener información sobre el comportamiento histórico de los impagos y las pérdidas) y de normalización (cumplimiento de requisitos de retención de riesgos y prohibición de contratar derivados salvo con fines de cobertura). Esto contará con la verificación de una tercera parte independiente y el listado de titulizaciones STS se publicará en la web de ESMA.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, una parte muy importante de los activos financieros de estos vehículos consolida en grupos bancarios. La razón por la que esto sucede en España es que la entidad cedente, en la mayoría de las situaciones, retiene el control de acuerdo con la Circular 4/2017 del Banco de España y la NIIF 10 —Estados financieros consolidados— por, entre otros, continuar expuesta a los rendimientos variables de los fondos y los activos titulizados, bien a través de mejoras crediticias, bien a través de un *swap* en el que cobra los rendimientos de la cartera titulizada y paga los cupones de los bonos. En estos casos, según las normas contables existentes, el vehículo debe permanecer en el balance de los bancos emisores y, por tanto, entra dentro del ámbito de la regulación bancaria «tradicional».

4 Medición de los riesgos de la intermediación financiera no bancaria

Como ya se ha mencionado anteriormente, la intermediación financiera llevada a cabo por entidades no bancarias aumenta las fuentes disponibles de recursos para los agentes económicos y promueve un incremento de la competencia con las entidades financieras tradicionales. No obstante, debe existir una regulación que trate de prevenir y, en su caso, mitigar los riesgos que estas entidades, por su actividad, tamaño o conexión con otras entidades, puedan suponer para la estabilidad financiera. En este sentido, la identificación y el seguimiento de los riesgos potenciales asociados a las entidades pertenecientes a cada una de las funciones económicas de la IFNB toma una relevancia especial. En esta sección se propone una primera aproximación sobre la cuantificación de dichos riesgos. Concretamente, se evalúan el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de los fondos de inversión²⁶, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV²⁷.

El cuadro 6 recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de: i) el resultado de un indicador relevante para cada uno de los riesgos y tipos de entidad, y ii) la posición del valor de este indicador en relación con algunos umbrales previamente determinados²⁸. Estos umbrales se han definido teniendo en cuenta el debate sobre ellos que existe en los foros internacionales y se han adaptado a las características de cada tipo de entidad. Su fijación se ha realizado, no obstante, mediante criterios puramente cualitativos que pueden revisarse en el futuro, si se considera necesario. La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio y fuerte). Los colores que se presentan en el cuadro se corresponden con el resultado de los indicadores calculados para el año 2017. En gráficos posteriores, se muestra para la mayoría de casos la evolución

26 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.

27 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen en el análisis, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5%.

28 Véase el cuadro A3 del anexo para un mayor detalle de los umbrales definidos para cada riesgo y tipo de entidad.

temporal de los indicadores y su posición en relación con los umbrales de riesgo definidos, con el fin de determinar con mayor precisión si un riesgo específico se ha atenuado o se ha agravado en los últimos años.

Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria¹

CUADRO 6

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Riesgo de liquidez	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa ^{2,3} (%)	1,3	13,0	28,7	10,8	0,7	38,9

Fuente: CNMV.

- 1 La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio y fuerte).
- 2 Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100%, ya que no están representadas las entidades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.
- 3 Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

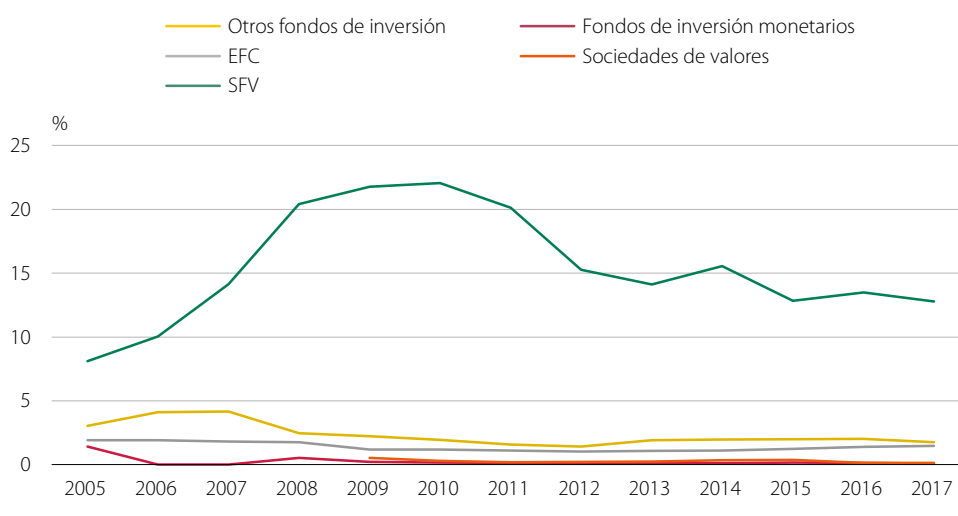
Independientemente de los riesgos asociados a cada una de las entidades consideradas, que se analizarán con más detalle en las siguientes secciones, también es importante, a la hora de establecer los posibles riesgos para la estabilidad financiera, la dimensión del sector considerado y su consolidación o no dentro de un grupo bancario. De esta forma, por ejemplo, los SFV —que, como se ha mencionado en la sección anterior, representan en el sentido amplio un 38,9% de la IFNB (véase cuadro 6)— tienen un peso mucho menor (13,5%) una vez excluidos los vehículos cuyo balance consolida dentro de una entidad bancaria. En cambio, en el caso de los fondos de inversión, que ya tienen un peso importante antes de excluir las entidades o vehículos que consolidan en grupos bancarios (49,5%), aumentan su importancia una vez excluidos estos, hasta el 82,5%.

Además de su dimensión, también es relevante establecer la interconexión de las entidades que conforman la IFNB con el sistema bancario. Para ello, y a modo de aproximación, se ha utilizado la exposición, tanto a través de préstamos como de posesión de activos de renta fija y renta variable, de los bancos con estas entidades a la inversa; es decir, se han sumado las exposiciones en las dos direcciones. Los resultados de este ejercicio, en el que se ha calculado dicha exposición como porcentaje del activo total de los bancos, se muestran en el gráfico 19. Como puede observarse, la interconectividad de los fondos de inversión, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y las entidades de garantía recíproca estaba por debajo del 2% en 2017 y, al menos en los últimos 12 años, no ha llegado a superar el 5%. Únicamente los fondos de titulización muestran un grado de conectividad

notable con el sector bancario con cifras algo inferiores al 15%, aunque ha descendido en los últimos años.

Interconectividad con las entidades bancarias (s/ activos bancarios)

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV y Banco de España.

Función económica 1: Fondos de inversión

Como se puede observar en el cuadro 6, los riesgos asociados a los fondos de inversión españoles no son demasiado elevados, a excepción del riesgo de crédito, ya que, por la propia naturaleza de estos fondos, muestran un porcentaje elevado de activos crediticios en sus carteras²⁹. Como cabría esperar, los fondos monetarios eran los que, a finales de 2017, poseían un porcentaje mayor, con prácticamente el 100%, seguidos por los fondos de renta fija, cuyos activos crediticios se situaban en un 95%. En los fondos mixtos, por su parte, al cierre del ejercicio anterior esta cifra era del 49% (nivel de riesgo moderado)³⁰, muy inferior al de los anteriores, pues en su cartera existe una proporción mayor de activos de renta variable. En cuanto a la evolución temporal de los activos crediticios en las carteras de los fondos durante los últimos diez años, no se han producido apenas cambios en los fondos monetarios ni en los de renta fija (véanse los paneles superiores izquierdos de los gráficos 21 y 22), con valores por encima del 80% (umbral de riesgo alto). En los fondos mixtos, en cambio, la proporción de activos crediticios ha ido descendiendo de forma sistemática desde 2009, cuando rondaba prácticamente el 80%, hasta el mencionado 49% (véase panel superior izquierdo del gráfico 23).

Atendiendo a los datos individuales, se puede observar en el gráfico 20 que todos los fondos monetarios que existen en España tienen un porcentaje de activos crediticios superior al 80%, mientras que en el caso de los fondos de renta fija se supera este

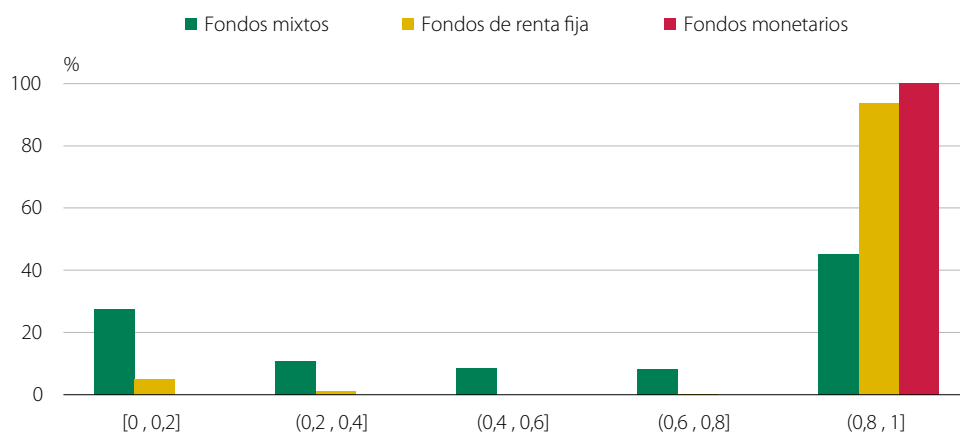
29 Los activos crediticios están compuestos por la tesorería, los depósitos y los valores de renta fija, tanto nacionales como extranjeros.

30 Véase anexo A3 para los valores críticos de los distintos riesgos.

umbral en más del 90% de los casos³¹. En los fondos mixtos se observa una cierta polarización, ya que más del 40% está en un nivel de riesgo alto, mientras que un 38% se encuentra en nivel bajo (inferior al 40%).

Distribución del riesgo de crédito en las distintas tipologías de fondos de inversión

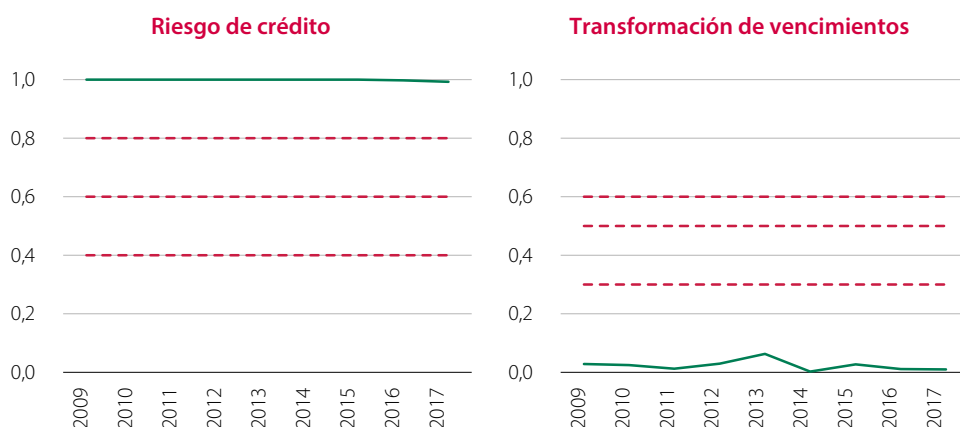
GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

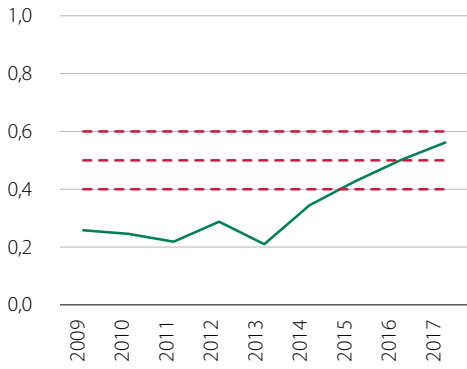
Evolución de los riesgos en los fondos de inversión monetarios

GRÁFICO 21

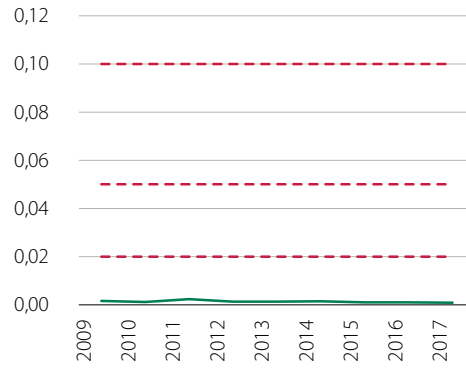


31 Cabe destacar que un 6% de los fondos de renta fija tiene una proporción de activos crediticios inferior al 40% como consecuencia de que invierten prácticamente la totalidad de su patrimonio en otras IIC, que, a pesar de ser en la mayoría de casos otros fondos de renta fija, se considera una inversión en renta variable.

Riesgo de liquidez



Apalancamiento



Fuente: CNMV.

Evolución de los riesgos en los fondos de inversión de renta fija

GRÁFICO 22

Riesgo de crédito



Transformación de vencimientos



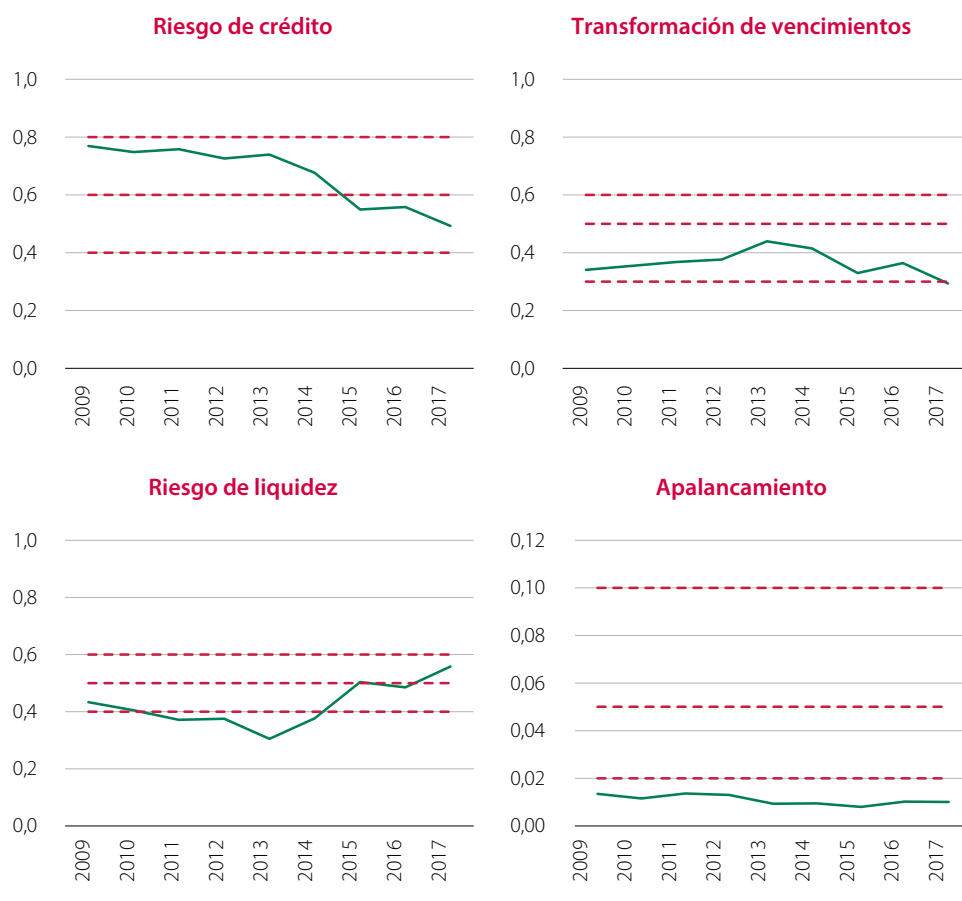
Riesgo de liquidez



Apalancamiento



Fuente: CNMV.



Fuente: CNMV.

En relación con el riesgo de transformación de vencimientos —es decir, la capacidad o no de la entidad de satisfacer sus obligaciones a corto plazo—, cabe señalar que, en el caso de los fondos de inversión, se ha utilizado la ratio entre los activos a largo plazo y el patrimonio gestionado por el fondo, en lugar de la relación entre el pasivo y activo a corto plazo como en el resto de entidades. La razón de esta diferencia se encuentra en el hecho de que en los fondos de inversión los partícipes pueden reembolsar sus participaciones en cualquier momento, por lo que el pasivo a corto plazo no representaría todas las posibles «obligaciones» del fondo.

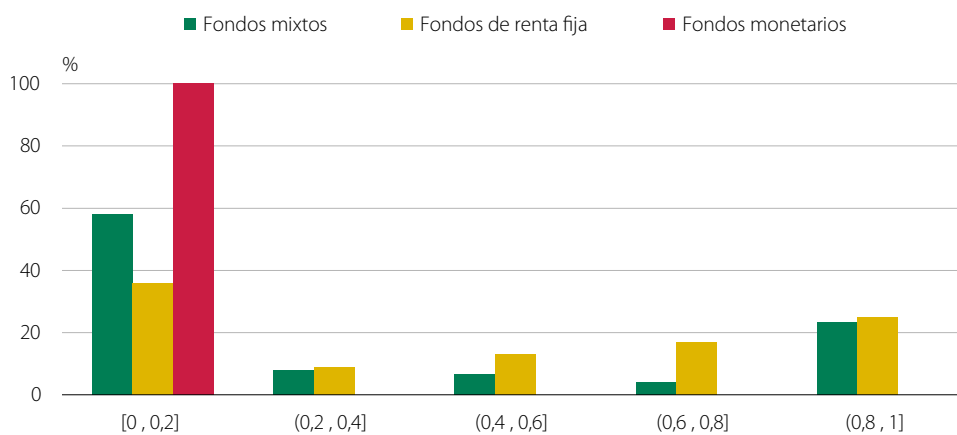
Utilizando la ratio mencionada, tan solo los fondos de renta fija presentan un nivel de riesgo medio (véase anexo A1), con una proporción de activos a largo plazo del 44%. En el resto de vocaciones el riesgo es bajo, aunque en el caso de los fondos mixtos 2017 es el primer año en el que han descendido de riesgo moderado (véase panel superior derecho del gráfico 23), situándose en el 29%. En los fondos monetarios, con importantes restricciones a la inversión a largo plazo³², el riesgo de transformación de vencimientos es irrelevante.

32 En los fondos monetarios la duración media de la cartera debe ser inferior o igual a 60 días y el vencimiento medio no puede superar los 120 días.

Atendiendo a la distribución individual de la ratio entre fondos, como se observa en el gráfico 24, en todos los fondos monetarios el porcentaje de activos a largo plazo se situaba a finales de 2017 por debajo del 20%. En el caso de los fondos de renta fija y mixtos, aunque en términos globales no parece existir un elevado riesgo de transformación de vencimientos, un 42% y un 18% de ellos, respectivamente, están en un nivel alto, es decir, con un porcentaje de activos a largo plazo superior al 60%.

Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 24



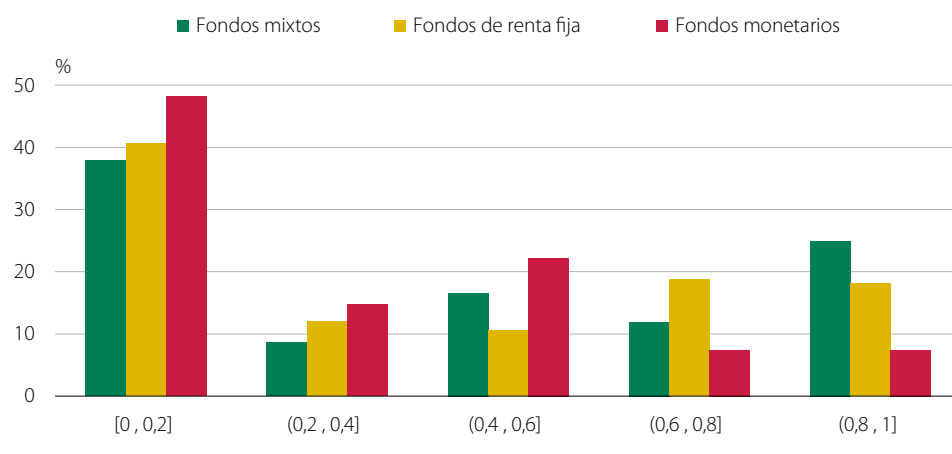
Fuente: CNMV.

El riesgo de liquidez, por su parte, se muestra en un nivel medio en las 3 vocaciones analizadas (proporción de activos ilíquidos entre el 50% y el 60%)³³, habiendo aumentado, en todos los casos, de forma continua desde 2013 (véase panel inferior izquierdo de los gráficos 20, 21 y 22). Así, ese año los valores se situaban entre el 20% de los fondos monetarios y el 34% de los fondos mixtos, mientras que en 2017 esta cifra se encontraba, para las tres categorías, entre el 51% y el 56%. Si se analiza el riesgo de liquidez de una forma individualizada, se observa que a finales de 2017 la proporción de fondos con un riesgo elevado (activos ilíquidos por encima del 60%) era del 14,8% para los fondos monetarios y del 36,8% para los de renta fija y para los mixtos.

33 Los umbrales del riesgo de liquidez de los fondos de inversión son inferiores a los del resto de entidades (véase anexo A3), como consecuencia de sus características particulares. En concreto, la posibilidad de que se produzcan reembolsos masivos por parte de los partícipes genera una necesidad adicional de liquidez, que en este caso se ha considerado del 20%. Esta cifra es congruente con el porcentaje de disminución de patrimonio que determina la publicación de un hecho relevante por parte de la gestora y, desde un punto de vista empírico, con los reembolsos que se produjeron en el periodo de estrés comprendido entre mayo y julio de 2012 en los fondos de inversión españoles. En este último caso, los estudios realizados determinan que el fondo que se correspondía con el percentil 90 en relación con los reembolsos producidos en este periodo experimentó unas salidas de recursos del 22% del patrimonio total en los fondos de renta fija y del 13% en los de renta variable.

Distribución del riesgo de liquidez en las distintas tipologías de fondos de inversión¹

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

¹ El riesgo de liquidez se ha calculado como el total de activos ilíquidos (total activos financieros – activos líquidos) en relación con el total de activos financieros (véase anexo A3). El numerador de la mencionada ratio, muchos organismos lo calculan teniendo en cuenta las obligaciones muy a corto plazo (a 30 días) para detraerlas de los activos líquidos, de forma que se obtiene una medida de los activos líquidos «reales» para hacer frente a posibles imprevistos. Dada la imposibilidad de obtener este dato en la mayoría de entidades, se ha optado por no incluirlo.

Finalmente, en relación con el apalancamiento de las IIC, en la legislación española se establece que las IIC mobiliarias (a excepción de la inversión libre) únicamente pueden endeudarse de forma transitoria y por algún motivo específico³⁴, y nunca superar el 10% de su patrimonio. En España, ninguna categoría superaba el 2% en 2017 ni lo había hecho al menos desde 2009³⁵. Adicionalmente, a nivel individual, ningún fondo superaba al cierre del año pasado el 10%.

Función económica 2: Establecimientos financieros de crédito

En primer lugar, cabe recordar que la dimensión de este sector en la IFNB en sentido estricto (descontando las entidades que consolidan en grupos bancarios) es muy reducida, un 3,3% del total, por lo que, independientemente de los niveles de riesgo calculados, los efectos para la estabilidad financiera no serían, en principio, significativos.

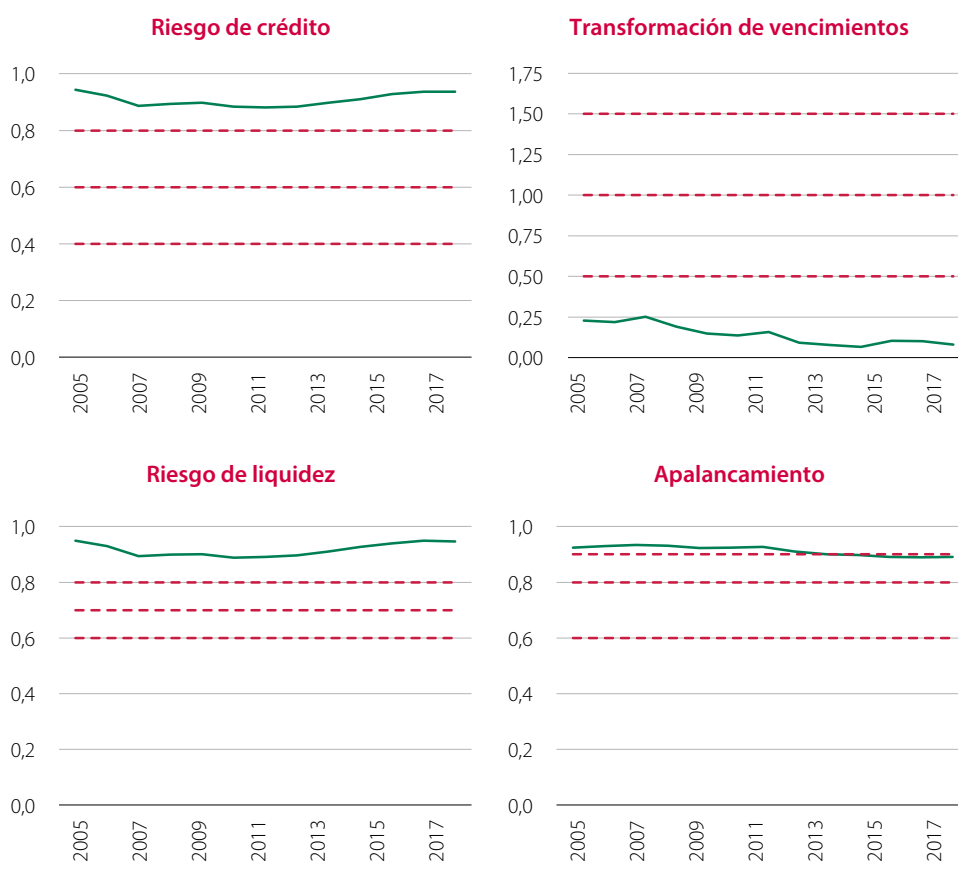
Como se puede observar en el gráfico 26, las ratios que determinan cada uno de los riesgos muestran muy poca variación a lo largo del tiempo. De esta forma, entre 2005 y 2017 se han mantenido altos el riesgo de crédito, el riesgo de liquidez (por encima del 80% en ambos casos) y el apalancamiento, que ha oscilado alrededor del 90%. El riesgo de transformación de vencimientos, en cambio, se ha situado en valores sustancialmente bajos, siempre por debajo del 25%.

³⁴ Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

³⁵ Para calcular el nivel de apalancamiento de los fondos de inversión se ha calculado la ratio entre el pasivo de estos vehículos y su patrimonio.

Es importante considerar que el riesgo de crédito es elevado para estas entidades debido a la naturaleza de su actividad, ya que alrededor del 90% de los activos financieros corresponde a créditos concedidos. El riesgo de liquidez y el nivel de apalancamiento elevados tienen su origen en el bajo nivel de activos líquidos y de fondos propios de estas entidades.

Evolución de los riesgos en los establecimientos financieros de crédito GRÁFICO 26



Fuente: Banco de España.

Función económica 3: Sociedades de valores

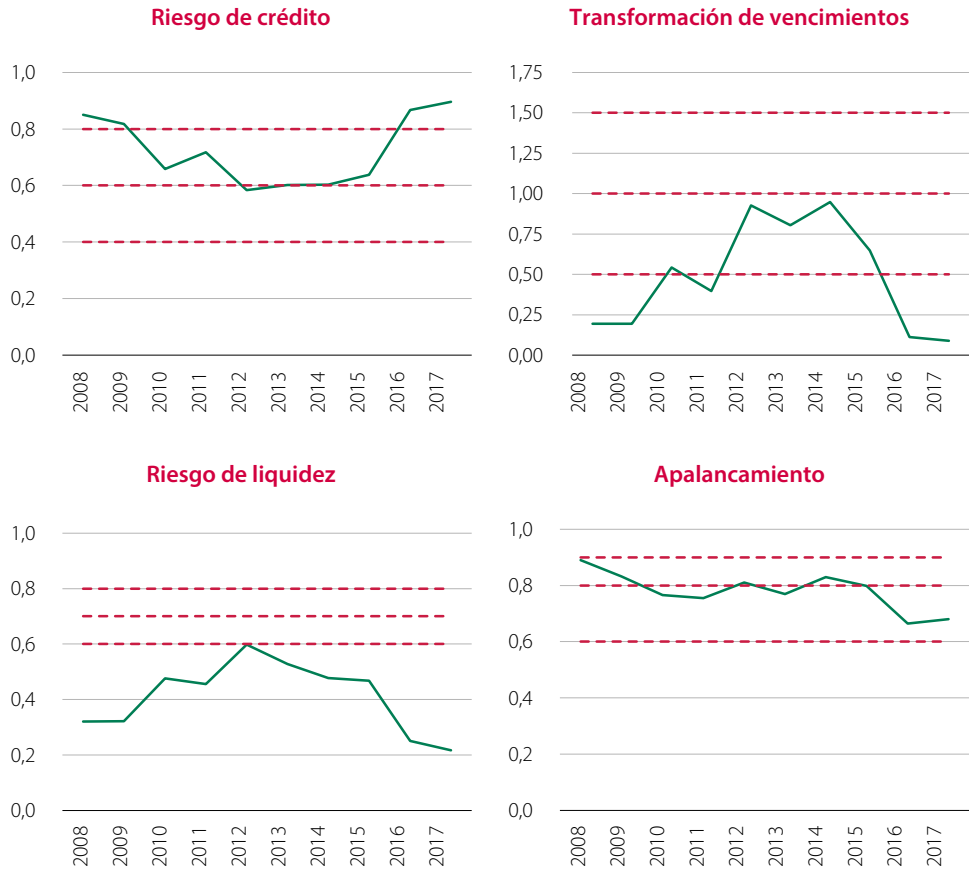
En cuanto a las sociedades de valores hay que recordar, primero, que tienen un peso relativo muy bajo dentro de la IFNB, del 0,7%, por lo que el riesgo de contagio para el resto del sistema financiero es muy limitado. Aun así, analizando los riesgos asociados a estas empresas independientemente de su dimensión, se observa que a finales del año pasado el riesgo de crédito era alto (por encima del 80%), el nivel de apalancamiento era medio y el riesgo de liquidez y el de transformación de vencimientos estaban en un nivel bajo.

La evolución temporal de estos riesgos, como puede observarse en el gráfico 27, ha sido dispar: mientras que el riesgo de crédito ha aumentado gradualmente desde 2012, cuando se situaba en un nivel moderado, el riesgo de liquidez y el apalancamiento han ido disminuyendo, especialmente el primero. Por su parte, la cifra correspondiente a la ratio entre los pasivos y activos a corto plazo (transformación de

vencimientos) ha ido variando mucho desde 2008, aunque hay que tener en cuenta que esto se debe, principalmente, a que tanto el numerador como el denominador son cifras pequeñas.

Evolución de los riesgos en las sociedades de valores

GRÁFICO 27



Fuente: CNMV.

Función económica 5: Fondos de titulización

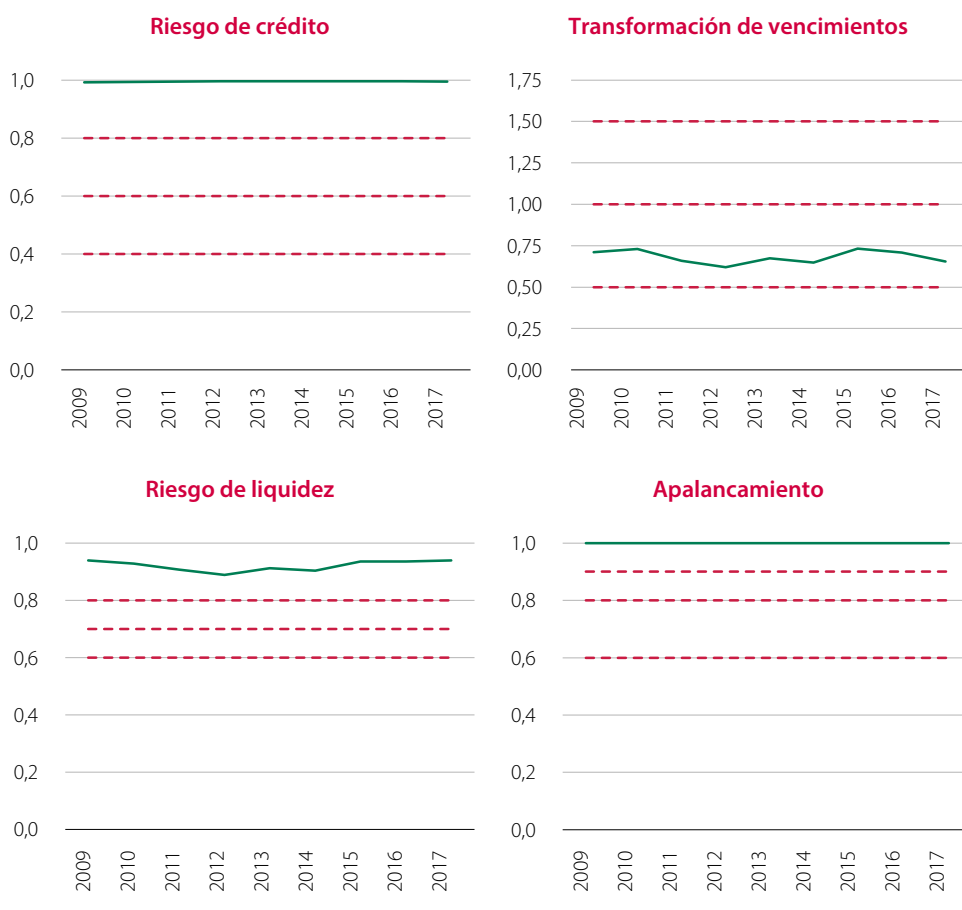
De la misma forma que para los EFC y como ya se ha mencionado en la sección 3, un porcentaje muy elevado de los vehículos de titulización consolida en grupos bancarios, por lo que, a pesar de que su tamaño es elevado dentro de la IFNB en el sentido amplio (38,9%), una vez se detraen los que pertenecen a alguna entidad bancaria la cifra se reduce hasta el 13,5%.

En los fondos de titulización tan solo el riesgo de transformación de vencimientos está en un nivel moderado, situándose el resto en un nivel alto. No obstante, hay que matizar algunos de los valores elevados obtenidos para los riesgos de crédito, liquidez y apalancamiento. En primer lugar, el riesgo de crédito es prácticamente del 100% por definición: todo el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente. Algo similar sucede con el apalancamiento: los fondos de titulización no poseen fondos propios, por lo que la ratio, tal y como está construida, es siempre igual a uno. Por su parte, el riesgo de liquidez

se situó en el 94% al cierre de 2017, una cifra que no ha variado excesivamente en los últimos años (véase panel inferior izquierdo del gráfico 28), como consecuencia de la mencionada composición del balance: casi todo el activo lo conforman los préstamos cedidos y, por tanto, hay muy pocos activos líquidos. La distribución individual refleja que alrededor del 90% de los fondos, con unos activos de casi el 98%, presentaba un porcentaje de activos ilíquidos por encima del umbral del 80% (véase gráfico 29).

Evolución de los riesgos en los fondos de titulización

GRÁFICO 28



Fuente: CNMV.

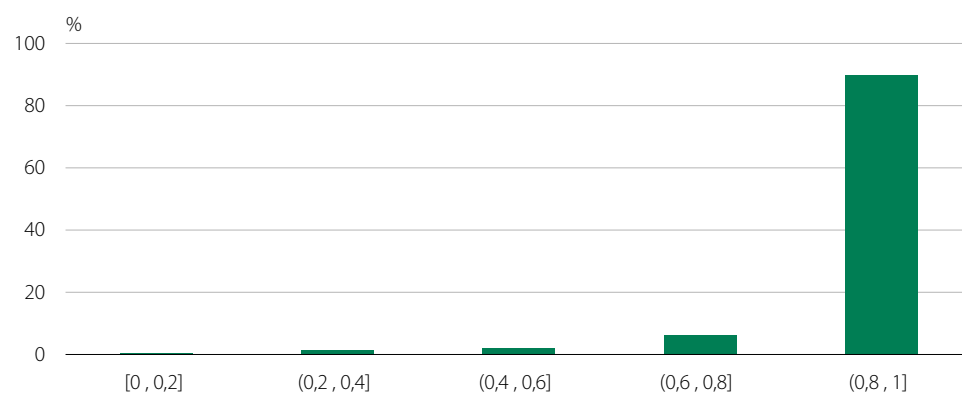
El nivel del indicador de riesgo asociado a la transformación de vencimientos, que es posiblemente el más relevante para estos vehículos, alcanzó el 66%, mostrando una asimetría moderada en los vencimientos de los pasivos en relación con los activos. Esta cifra ha oscilado entre el 62% y el 73% en los últimos 9 años, por lo que es relativamente estable. No obstante, hay diferencias sustanciales entre los distintos vehículos: como se puede observar en el gráfico 30, la dispersión en los valores del riesgo de transformación de vencimientos para 2017 era elevada. Así, por ejemplo, en un 25% de los fondos la ratio entre pasivos y activos a corto plazo era inferior al 50% (riesgo bajo), mientras que en un 13% esta cifra superaba el 100% (riesgo medio y alto).

Hay que tener presente, también, que en España la mayor parte de los activos titulizados procede de préstamos o créditos a largo plazo, en su mayoría hipotecarios, mientras que lo mismo sucede con los valores emitidos (pasivo). Así los activos y

pasivos a corto plazo de los fondos de titulización españoles únicamente representan el 20% y el 13% del balance, respectivamente.

Distribución del riesgo de liquidez en los fondos de titulización

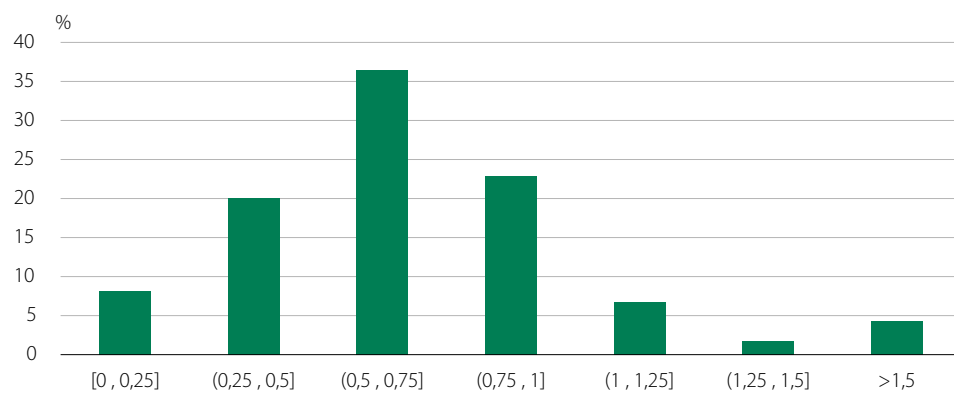
GRÁFICO 29



Fuente: CNMV.

Distribución del riesgo de transformación de vencimientos en los fondos de titulización

GRÁFICO 30



Fuente: CNMV.

5 Conclusiones

La última crisis financiera que se originó a finales de la década pasada puso de manifiesto el hecho de que los riesgos para la estabilidad del sistema financiero podían ser originados y transmitidos por otros participantes de carácter no bancario. Esta toma de conciencia ha generado multitud de iniciativas en diferentes ámbitos con el fin de conocer mejor qué entidades pueden realizar actividades que entrañan riesgos similares a los generados por el sector bancario, cómo se pueden identificar y valorar estos riesgos y, finalmente, qué instrumentos deben estar disponibles para prevenirlos o, en su caso, mitigarlos.

Los primeros trabajos para identificar las entidades y actividades que podían realizar labores de intermediación financiera al margen del canal bancario los realizó el

FSB. Este organismo, en una primera aproximación, denominó este sector como *shadow banking* y estableció cinco funciones económicas para evaluar e identificar las entidades que formarían parte de este grupo. Con carácter anual, el FSB publica un informe con las principales cifras de activos por países que recibe mediante la contribución de sus miembros. En el caso europeo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico también publica desde 2016 un informe que cuantifica y describe los riesgos más relevantes que presentan estas entidades.

Tras unos años de debate en los foros internacionales, la denominación *shadow banking* se ha sustituido por «intermediación financiera no bancaria», con el fin de evitar la connotación negativa que parecía sugerir la existencia de un grupo de entidades que realizaban actividades similares a las de los bancos sin ningún tipo de regulación. Lo cierto es que la mayor parte de las entidades consideradas dentro del *shadow banking* están sometidas a una regulación y supervisión exigente, generalmente realizada por los supervisores de valores, aunque dicha regulación no sea bancaria.

Las entidades más importantes que en España forman parte de la intermediación financiera no bancaria de acuerdo con las funciones económicas que establece el FSB son: los fondos de inversión (monetarios, de renta fija y mixtos), las titulizaciones, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y las sociedades de garantía recíproca. A finales de 2017 los activos de estas entidades, de acuerdo con la definición amplia de IFNB, se situaban en 532.000 millones de euros, de los cuales el 49,5% pertenecía a los fondos de inversión, el 38,9% a las titulizaciones y el 10,8% a los establecimientos financieros de crédito. Según la definición estrecha —que descuenta el volumen de activos que consolida en los balances bancarios y que afecta fundamentalmente a las titulizaciones—, esta cifra se reduce hasta los 319.000 millones de euros, un 6,8% del sistema financiero español (13,7% en los países de la muestra del FSB). De este importe, el 82,5% correspondería a los fondos de inversión, el 13,5% a los vehículos de titulización y el 3,3% a los establecimientos financieros de crédito.

El análisis de los riesgos más relevantes por tipo de entidad revela que los vehículos de titulización presentan riesgos elevados en la mayoría de las categorías analizadas: riesgo de crédito, riesgo de liquidez, apalancamiento y conectividad con el sector bancario. Sin embargo, en la medida en que la mayor parte de sus activos consolida en los balances del sector bancario, la valoración final de los riesgos de estas entidades se atenúa. En el caso de los fondos de inversión, que formarían el grueso de la IFNB en España, se observa que el riesgo más elevado es el de crédito (especialmente en los fondos monetarios y en los de renta fija) y que el riesgo relacionado con la transformación de vencimientos es más relevante en los fondos de renta fija. El riesgo de liquidez no ha superado los umbrales que delimitan la primera señal de alerta, pero se observa un deterioro notable del indicador desde 2013 en las tres categorías de fondos analizadas, por lo que es importante seguir evaluando y completando este análisis con nuevas métricas que permitan una valoración más completa del mismo.

La CNMV dispone de una serie de herramientas para limitar los riesgos que se derivan de la actividad de estas entidades. Muchas de las herramientas se corresponden con determinados requisitos regulatorios como, por ejemplo, el mantenimiento de un coeficiente mínimo de liquidez, o los límites al apalancamiento o a la

concentración de activos. Otras herramientas como la suspensión de los reembolsos solo se pueden adoptar en circunstancias excepcionales. El conjunto de herramientas macroprudenciales se ha ampliado recientemente por la regulación española, que ha habilitado a la CNMV para exigir, por razones de estabilidad e integridad del sistema financiero, el aumento de la proporción de activos especialmente líquidos en las carteras de las instituciones de inversión colectiva.

De cara al futuro, la CNMV publicará de forma periódica una actualización de las cifras más importantes de este sector, así como de la evolución de sus riesgos. Estas actualizaciones pueden incluir nuevos indicadores para valorar las categorías de riesgos más relevantes. Entre estas cabe el desarrollo de nuevos indicadores para valorar el riesgo de liquidez o el apalancamiento, ampliando en este último caso el análisis hacia medidas sintéticas de este. También pueden ser relevantes los análisis sobre concentración de entidades en función de sus activos y de sus partícipes y, finalmente, sobre las interconexiones con otros participantes del sistema.

6 Bibliografía

CNMV (2019). *El papel de la CNMV en la política macroprudencial* (próxima aparición).

ESRB (2016). *Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper*.

ESRB (2016). *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 1, julio.

ESRB (2017). *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 2, mayo.

ESRB (2018). *EU Shadow Banking Monitor*, n.º 3, septiembre.

FSB (2013). *Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*.

FSB (2017). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*.

FSB (2018). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2017*.

FSB (2019). *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation 2018*.

7 Anexo

Medición de los riesgos asociados a los fondos de inversión

CUADRO A1

	Fondos monetarios	Fondos de renta fija	Fondos mixtos
Riesgo de crédito			
Activos crediticios / total activos financieros	0,99	0,96	0,49
Transformación de vencimientos			
Activos lp / total activos financieros	0,01	0,44	0,29
Riesgo de liquidez			
(Total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,56	0,51	0,60
Apalancamiento			
(Obligaciones cp +obligaciones lp) / total activos financieros	0,00	0,00	0,01

Fuente: CNMV.

Las siglas lp indican largo plazo y se refieren a instrumentos con vencimiento superior a un año.

Las siglas cp indican corto plazo y se refieren a instrumentos con vencimiento inferior a 30 días.

Los «activos líquidos (A)» se corresponden con una definición «amplia» de estos, en la que se incluyen activos que pueden ser fácil e inmediatamente convertibles en efectivo.

Medición de los riesgos asociados a los EFC, SV y SFV

CUADRO A2

	Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
Riesgo de crédito			
Activos crediticios / total activos financieros	0,94	0,89	0,99
Transformación de vencimientos			
Obligaciones cp / activo cp	0,08	7,68	0,66
Riesgo de liquidez			
(Total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,95	0,22	0,94
Apalancamiento			
(Total activos financieros – patrimonio neto) / total activos financieros	0,89	0,67	1,00

Fuente: CNMV.

Valores críticos de los riesgos asociados a la IFNB

CUADRO A3

	Riesgo bajo a riesgo moderado	Riesgo moderado a riesgo medio	Riesgo medio a riesgo alto
Riesgo de crédito			
Activos crediticios / total activos financieros	0,4	0,6	0,8
Transformación de vencimientos			
EF1: activos lp / total activos financieros	0,3	0,5	0,6
Resto: obligaciones cp / activos cp	0,5	1,0	1,5
Riesgo de liquidez			
EF1: (total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,4	0,5	0,6
Resto: (total activos financieros – activos líquidos(A)) / total activos financieros	0,6	0,7	0,8
Apalancamiento			
EF1: (obligaciones cp + obligaciones lp) / total activos financieros	0,02	0,05	0,1
Resto: (total activos financieros – patrimonio neto) / total activos financieros	0,6	0,8	0,9

Fuente: CNMV.

Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017

Juan-Pedro Gómez (*)

(*) Juan-Pedro Gómez es profesor de finanzas a tiempo completo en IE Business School de la IE University. María de Molina, 12. 28006 Madrid. Telf.: 917821326. Correo electrónico: juanp.gomez@ie.edu. <https://www.ie.edu/faculty/juan-pedro-gomez/>

1 Introducción¹

En el presente artículo se analizan los distintos componentes en la remuneración de los consejeros ejecutivos y consejeros delegados en las empresas incluidas en el Ibex 35 entre los años 2013 y 2017, con el fin de cuantificar los incentivos de dichos consejeros y su alineación con los objetivos de los accionistas a los que representan.

Habitualmente, cuando se habla de la retribución de los consejeros a partir de las estadísticas recogidas en los informes anuales de retribución de los consejeros (IARC) que publica la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), se pone el acento en la cuantía de la retribución (el total de esta) y, en ocasiones, en aquellos componentes de mayor volumen. Siendo el *nivel* de la retribución importante, lo es aún más su *diseño*, esto es, en qué medida los consejeros ejecutivos y, en particular, los consejeros delegados comparten «su suerte» con los accionistas. Este estudio se propone responder a esa pregunta de una manera rigurosa y cuantitativa.

Con este objetivo, se emplea una metodología estándar en la literatura de retribución de ejecutivos que lleva décadas aplicándose a datos de EE. UU. y, más recientemente, a datos procedentes de otros países europeos de nuestro entorno. Curiosamente, no hay constancia de que este análisis se haya llevado a cabo con datos de consejeros españoles, a pesar de que dichos datos son públicos y están disponibles desde 2013. El presente artículo pretende cubrir ese vacío.

Una breve introducción teórica proporciona un marco para cuantificar los incentivos y analizar con criterio su idoneidad. Un primer paso es distinguir entre la remuneración efectivamente recibida por el consejero en un determinado año y el valor estimado de mercado de la remuneración otorgada. El primer concepto, la *remuneración efectiva*, obedece a un *criterio de caja*: dinero efectivo que ha recibido durante el ejercicio el consejero bien sea como retribución no variable (fundamentalmente el sueldo), bien como retribución variable a corto y largo plazo (el «bonus») o como los beneficios de las acciones no restringidas (esto es, liquidables en cualquier momento) y de las opciones vencidas durante el ejercicio. Estas son las cantidades analizadas en los IARC de la CNMV. Se presentan unas estadísticas de estos componentes en el cuadro 1.

El segundo concepto, la *remuneración estimada*, obedece a un *principio de devengo* y busca cuantificar cómo cambia la riqueza del consejero durante el ejercicio a través de su remuneración *esperada*. El punto clave de este concepto son las acciones restringidas (con una fecha de vencimiento posterior al ejercicio) y las opciones sobre acciones de la propia empresa. Se estima el valor de ambas en el momento en que se otorgan y, más importante aún, cómo cambia el valor de la cartera de dichos activos en manos del consejero cada ejercicio.

Una vez introducidos estos conceptos, el cuadro 2 presenta unas estadísticas de su distribución entre los consejeros ejecutivos de las empresas del Ibex 35, distinguiendo

1 Quiero expresar mi agradecimiento a Eudald Canadell por darme la oportunidad de realizar este trabajo y a José Alberto Toribio y Guillermo Cambronero por su inestimable ayuda con los datos. Este estudio también se ha beneficiado de los comentarios de María Gutiérrez y José Sanz.

a los consejeros delegados del resto de consejeros. Se calcula entonces el peso relativo de cada componente de la remuneración estimada: sueldo, remuneración fija, dietas, pertenencia a comisiones, indemnización, contribuciones a sistemas de ahorro, otros conceptos, acciones restringidas y opciones otorgadas en el ejercicio en el cuadro 3 y su evolución entre 2013 y 2017 en el cuadro 4. Comparados con datos de otros países europeos de nuestro entorno (cuadro 5), los consejeros delegados del Ibex 35 se encuentran a la cola en cuanto al porcentaje medio de su remuneración en acciones restringidas y opciones: solo un 5%, frente al 19% de la media europea y ciertamente alejado del 42% de la media en EE. UU. En sentido contrario, el porcentaje del bonus —la remuneración variable a corto y largo plazo— de los consejeros delegados del Ibex 35 (un 33%) es el segundo más alto de la muestra, solo por detrás de Alemania (el 40%) y muy por encima de la media europea (18%) e incluso americana (22%). La mayor parte del bonus, no obstante, es a corto plazo. Un elemento que aflora como específico del caso español es el peso de las contribuciones a los sistemas de ahorro (donde se incluyen los planes de jubilación y los seguros de vida) que representan, de media, el 10,6% de la remuneración, llegando al 15,3% en el año 2015.

Teóricamente, las decisiones de los consejeros (presumiblemente, las de los consejeros delegados en particular) deberían afectar a medio y largo plazo a la cotización de las acciones de la empresa y, con ello, al valor de las acciones restringidas y las opciones en su poder. Otros componentes de la remuneración como el sueldo, las dietas o los complementos por pertenencia a comisiones tendrían, *a priori*, un vínculo menos inmediato con la rentabilidad de la empresa². Empíricamente, la evidencia de EE. UU. (véanse, por ejemplo, Hall y Liebman, 1998; y Frydman y Sacks, 2010) apoya esta predicción: la evolución dinámica del valor de la cartera de acciones restringidas y opciones es el componente con más peso a la hora de explicar los incentivos del consejero.

En el presente análisis se calculan por separado los incentivos del ejercicio (la remuneración estimada) y la variación *latente* de la remuneración del consejero a partir de la evolución del valor de su cartera de activos en la empresa. A partir de dichas estimaciones, se cuantifica la relación media entre la remuneración estimada de los consejeros y la rentabilidad de la empresa. También se mide cuánto se espera que cambie, en euros y en porcentaje, el valor de la cartera de cada consejero cuando la rentabilidad de la empresa crezca de manera considerable.

El cuadro 6 confirma los resultados de estudios previos en otros países (por ejemplo, Edmans, Gabaix y Jenter, 2017): la variable fundamental para explicar las diferencias retributivas entre consejeros es el tamaño de la empresa. Por cada 100 puntos básicos (p.b.) que aumente la capitalización bursátil de la empresa en relación con las empresas de su sector, la retribución de los consejeros delegados crece en torno a 33 p.b. de media. Dentro de los componentes de la remuneración estimada, el bonus es el que más crece: 56 p.b. de media. No hay evidencia de que la remuneración estimada de los consejeros ejecutivos (sean consejeros delegados o no) varíe de forma significativa con la cotización de las acciones de la empresa. Solo entre aquellos consejeros que reciben acciones restringidas y opciones se aprecia una exposición notable a la rentabilidad de las acciones, como era de esperar. Hay cierta evidencia

2 Véase Prendergast (1999) para una revisión de la literatura de incentivos.

de que el bonus y los incentivos en acciones y opciones de los consejeros delegados están indexados al Ibex 35, tal y como la teoría predice.

La exposición de la remuneración de los consejeros a la rentabilidad bursátil de la empresa, si existe, debe provenir, por lo tanto, de la cartera de acciones restringidas y de opciones. Solo el 10% de las observaciones de la muestra incluyen acciones restringidas u opciones. Esto implica que, de media, la exposición de la cartera de los consejeros del Ibex 35 a variaciones en la rentabilidad de la empresa sea muy baja, tanto en euros como en porcentaje (elasticidad). No obstante, entre el 10% de las observaciones que sí incluyen acciones restringidas u opciones, se detectan niveles de incentivos significativos. Los cuadros 7 y 8 muestran que para ese 10% de observaciones, ante un hipotético aumento del 100% en la rentabilidad de la empresa, la cartera de los consejeros delegados se revaloriza al menos en 900.000 euros (un 61% en términos relativos) y puede llegar hasta los 3,1 millones (un 115% en términos relativos). Para todos los consejeros, delegados o no, los incentivos provenientes de las opciones son más fuertes que los derivados de las acciones restringidas.

El artículo se estructura de la siguiente forma. La sección 2 introduce el marco teórico del análisis de incentivos. En la sección 3 se presenta la muestra y los datos estadísticos de la remuneración efectiva y estimada de los consejeros ejecutivos y delegados, tanto en euros como en porcentajes. También se compara la estructura de la remuneración estimada en España con la de otros países. En la sección 4 se analiza la exposición de la remuneración estimada y de la cartera de acciones restringidas y opciones de los consejeros a la rentabilidad de la empresa. Se concluye con la sección 5. Los apéndices presentan detalles de la muestra (A) y las definiciones y fórmulas necesarias para el análisis (B).

2 Marco teórico

Un análisis exhaustivo de los incentivos de un consejero debería contemplar cómo se relaciona su riqueza *total*, presente y futura, con el valor y la rentabilidad de la empresa a cuyo consejo pertenece. Esto daría una medida de la sintonía de los objetivos entre el consejero y el accionista de la empresa. Realizar este análisis en profundidad requeriría disponer no solo de la remuneración del consejero y su composición (sueldo, dietas, bonus, acciones, opciones...) sino también de su riqueza y rentas provenientes de otras fuentes fuera de la empresa, incluida la probabilidad de ser despedido o de ascender en el cargo. En la práctica, debido a la restricción de datos disponibles, los estudios se centran en la exposición de la remuneración del ejecutivo al desempeño de la empresa, lo que se denomina *pay-performance sensitivity*. Es importante, por lo tanto, tener en cuenta que en este, como en cualquier análisis empírico de incentivos, las conclusiones son siempre parciales.

Para fijar conceptos, se considera un modelo simple de un periodo inspirado en Edmans y Gabaix (2016). Para simplificar, se asume que la empresa no tiene ninguna deuda. Sea S el valor de la empresa al inicio del periodo. Al final del periodo, la empresa tiene un valor V estocástico. La rentabilidad esperada para el consejero será

por lo tanto: $E(r) = (E(V) - S)/S^3$. La retribución esperada del consejero al final del periodo viene dada por:

$$E(c) = F + \theta E(V), \quad (1)$$

donde F representa la retribución fija del consejero y θ denota la participación del consejero en el valor de la empresa (a través de bonus variable, acciones y opciones, fundamentalmente). Al inicio del periodo, el valor de la remuneración del consejero es conocido y viene dado por $c = F + \theta S$. Se puede considerar esta cantidad como la remuneración «de reserva» del consejero, esto es, la retribución mínima que exige el consejero para entrar en el consejo al inicio del periodo.

En el análisis de la exposición *ex ante* del consejero a la riqueza creada esperada para el accionista se utilizan las siguientes medidas:

- i) Variación monetaria (en euros) esperada de la remuneración del consejero $E(c)$ ante variaciones en la riqueza creada para el accionista (también en euros). En este caso, interesa escribir (1) como $E(c) = F + \theta S + \theta(E(V) - S) = c + \theta(E(V) - S)$, de forma que la exposición de la remuneración monetaria del consejero a variaciones en la riqueza (también monetaria) de la empresa es⁴:

$$\frac{\partial E(c)}{\partial (E(V) - S)} = \theta. \quad (2)$$

En otras palabras, esta medida indica cuántos euros se espera que se incremente la remuneración del consejero por cada euro que aumente el valor de la empresa durante el periodo. Nótese que esta medida está acotada entre cero euros (cuando el consejero no tiene ninguna participación en la empresa) y un euro (cuando la empresa pertenece enteramente al consejero). Esta medida ha sido empleada, entre otros, por Demsetz y Lehn (1985) o Jensen y Murphy (1990).

- ii) Variación monetaria (en euros) esperada de la remuneración del consejero $E(c)$ ante variaciones en la rentabilidad esperada de la empresa $E(r)$. En este caso, interesa escribir (1) como $E(c) = F + \theta S(1 + E(r))$, de forma que la exposición de la remuneración monetaria del consejero a la rentabilidad esperada de la empresa es:

$$\frac{\partial E(c)}{\partial E(r)} = \theta S. \quad (3)$$

Dicho de otro modo, esta medida indica cuántos euros se espera que se incremente la remuneración del consejero por cada punto porcentual que aumente la cotización de la empresa. Esta medida de exposición ha sido empleada por Hall y Liebman (1998) o Baker y Hall (2004).

3 El operador $E()$ denota valor esperado.

4 El operador ∂ denota derivada parcial.

iii) Variación porcentual esperada de la remuneración del consejero, $E(c)/c$, ante variaciones porcentuales en la riqueza de la empresa, $E(r)$. Esta medida se conoce como *elasticidad* de la remuneración al desempeño de la empresa. Dado (3), se deduce rápidamente que:

$$\frac{\partial E(c)/c}{\partial E(r)} = \frac{\theta S}{c}. \quad (4)$$

En otras palabras, esta medida nos dice cuántos puntos porcentuales se espera que se incremente la remuneración del consejero por cada punto porcentual que aumente el valor de la empresa. La idea es medir el peso relativo de la retribución variable (ligada al valor de la empresa) con respecto a la retribución total del consejero. Esta medida se puede encontrar en los trabajos de Edmans, Gabaix y Landier (2009); Hall y Liebman (1998); Gibbons y Murphy (1992); Rosen (1992); o Murphy (1985).

La rentabilidad esperada del modelo, $E(r)$, dependerá, entre otras cosas, del esfuerzo no observable que desempeñe el consejero. Esto da lugar a un problema de riesgo moral del que este artículo se abstrae con el fin de simplificar. Qué medida es la más adecuada para evaluar los incentivos de la remuneración dependerá de cómo se modele la relación entre el esfuerzo del consejero y la creación de valor para el accionista. Edmans y Gabaix (2016) tratan este punto en detalle. En el análisis empírico se utilizarán las tres medidas.

Nótese que en las tres medidas descritas en las ecuaciones (2)-(4) una variable fundamental es θ , esto es, la participación del consejero en la empresa. En el presente análisis se seguirá la definición de Jensen y Murphy (1990):

$$\theta = \frac{N.^{\circ} \text{ acciones del consejero} + \Delta N.^{\circ} \text{ opciones del consejero}}{N.^{\circ} \text{ acciones de la empresa}} \quad (5)$$

Δ denota el delta de las opciones del consejero y mide el grado en que una opción está expuesta a cambios en el precio de la acción subyacente. Por definición, el Δ de las acciones es 1 y el Δ de las opciones es inferior a 1. Esta definición ignora los incentivos *ex ante* de los incentivos variables o bonus a corto y, especialmente, a largo plazo. Existen ejemplos en los que la consecución de determinados objetivos contables o de mercado lleva aparejada una retribución en acciones u opciones. Estos datos no están tabulados en los IARC, sino descritos como texto libre y, por lo tanto, fuera del alcance de este trabajo. Sí que se calculará la sensibilidad *ex post* de la remuneración del consejero (incluidos los bonus) a la rentabilidad de las acciones de la empresa.

Hall y Liebman (1998) demuestran que la cartera de opciones y acciones no ejercidas es el componente más importante en la estimación de θ . No es posible, por lo tanto, limitarse a estudiar las acciones y opciones otorgadas en el ejercicio, sino que se debe reconstruir la evolución de la cartera de acciones y opciones del consejero periodo a periodo. Una ventaja de los datos recogidos en los IARC es que permiten reconstruir la serie histórica de la cartera de acciones y opciones del consejero.

Además de esto, estimar Δ para la cartera de opciones es un desafío, ya que las empresas no suelen informar sobre las características —como el vencimiento o el

precio de ejercicio— de las opciones otorgadas en años anteriores, parámetros imprescindibles para la valoración de las opciones y el cálculo de Δ . Esto ha dado lugar a procedimientos de estimación aproximada como los de Core y Guay (2002) o Edmans, Gabaix y Landier (2009). En el caso de este estudio, los datos incluidos en los IARC permiten una estimación individualizada de todos estos parámetros para cada opción.

Finalmente, en el presente análisis, se van a dejar de lado las consideraciones sobre los incentivos al riesgo en la retribución del consejero. Para una revisión de la literatura al respecto se remite al lector a Predengarst (2002).

3 Descripción de la muestra

La muestra original consiste en 2.377 observaciones, cada una de las cuales corresponde a un consejero-empresa-año. De esa muestra se estudian por separado los consejeros ejecutivos no delegados (211 observaciones) y los consejeros delegados (167 observaciones). El estudio se centra en los consejeros ejecutivos porque la parte de la remuneración en teoría más estrechamente ligada a incentivos —esto es, la remuneración variable (incluidas las acciones y opciones)— de los consejeros no ejecutivos es muy reducida y distorsionaría las conclusiones. También se estudian de forma independiente los consejeros delegados. La literatura sobre retribución de ejecutivos, basada fundamentalmente en datos de EE. UU., se centra en el consejero delegado o *Chief Executive Officer (CEO)*. De esta manera, se pueden comparar nuestros resultados con los de otros artículos y países⁵. Las observaciones provienen de 42 empresas, pertenecientes a 11 sectores diferentes, que han formado parte del Ibex 35 entre los años 2013 y 2017. El cuadro A1, en el apéndice A, incluye la lista de empresas de la muestra y la distribución de observaciones por empresa.

En cuanto a los consejeros, la muestra incluye 65 consejeros ejecutivos (excluidos los consejeros delegados) y 46 consejeros delegados. De media, hay 2 consejeros ejecutivos por empresa y año, con un máximo de 6 consejeros. Estas cifras son estables a lo largo de los años de la muestra.

Los datos de la remuneración de los consejeros se han obtenido a partir de los IARC que presenta anualmente cada compañía ante la CNMV. La siguiente sección describe las variables utilizadas en el estudio.

De Bloomberg se obtienen las cotizaciones de las acciones (de las cuales se han deducido la rentabilidad anual y su volatilidad), los dividendos por acción, el número

5 Los consejeros delegados y presidentes se han identificado a partir de las páginas web de las empresas. Dentro de los consejeros ejecutivos no delegados, se incluyen 56 observaciones correspondientes a presidentes del consejo. Dentro de la muestra original, hay 38 observaciones de consejeros presidentes no ejecutivos. No se incluyen estos consejeros en este análisis porque su remuneración es fundamentalmente fija, con un componente de remuneración variable muy bajo en la mayoría de los casos. Todos los consejeros delegados identificados en la muestra son consejeros ejecutivos, excepto uno que es independiente (también incluido en el análisis). En algunos ejercicios aparece más de un consejero delegado por empresa, si ha habido algún cambio de consejero durante dicho ejercicio.

de acciones de la empresa, la rentabilidad del bono alemán (utilizado como activo libre de riesgo) y la rentabilidad del Ibex 35.

3.1 Descripción de las variables

El apéndice B.1 recoge la definición de los diferentes componentes de la remuneración según la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁶. Dos componentes requieren un trabajo adicional de valoración a partir de los elementos incluidos en los IARC: las acciones y las opciones.

Se distinguen dos tipos de acciones otorgadas: restringidas y no restringidas. La distinción entre ambas se basa en el plazo de ejercicio. Si este es superior a un año, las acciones se catalogan como restringidas. En caso contrario, son no restringidas. Conforme al criterio seguido en la CNMV, estas últimas se consideran totalmente líquidas y se valoran a su precio de mercado en la fecha de entrega, independientemente de si las acciones han sido vendidas o no por el consejero⁷. Su valor se incluye como parte del beneficio bruto de las acciones declarado por la compañía en el IARC.

Si las acciones tienen un plazo de entrega superior al ejercicio, se asume que no se pueden hacer efectivas hasta la fecha de vencimiento. Estas acciones también se valoran en el momento de la entrega a precio de mercado⁸. Con posterioridad, durante los años previos al vencimiento, se valoran al inicio y final de cada uno de ellos como parte de la cartera de activos del consejero hasta el momento de su vencimiento, cuando se incluyen en la remuneración del ejercicio como beneficio bruto de las acciones según aparece en el IARC.

En total, en la muestra se contabilizan 293 observaciones con emisiones de acciones no restringidas, correspondientes a 68 consejeros ejecutivos no delegados y 45 consejeros delegados. De forma análoga se contabilizan 42 emisiones de acciones restringidas, correspondientes a 12 consejeros ejecutivos no delegados y 10 consejeros delegados.

Para la valoración de las opciones se utiliza la fórmula de Black-Scholes-Merton con dividendos. El apéndice B.2 incluye las fórmulas y variables necesarias para evaluar las opciones. Se detectaron 26 observaciones con emisiones de opciones durante el periodo de la muestra, correspondientes a 8 consejeros ejecutivos no delegados y 6 consejeros delegados. Los datos estadísticos del cuadro en el apéndice B.2 confirman que estas opciones fueron emitidas «en el dinero»: los datos estadísticos del precio

6 La circular incluye otros conceptos como anticipos, créditos concedidos o garantías constituidas por la sociedad a favor de los consejeros. Los importes son muy pequeños en comparación con las otras partidas y no se incluyen en la muestra.

7 Siguiendo la misma metodología que en Coles, Daniel y Naveen (2006), si la fecha de entrega no aparece especificada, se asume que se entregan a mitad de año, el 1 de julio del año correspondiente. Se aplica el mismo criterio a las opciones otorgadas. Este supuesto es utilizado por la base de datos Execucomp de Standard & Poor's.

8 Siguiendo la metodología de Execucomp de Standard & Poor's, no se aplica ningún descuento de liquidez a estas acciones.

de mercado en la fecha de emisión y del precio de ejercicio de la opción son muy similares. El plazo de ejercicio medio de las opciones emitidas fue de 3,3 años, con un mínimo de 1,7 y un máximo de 5,8 años. Cuando se otorgan, las opciones se valoran a fecha de emisión. Con posterioridad, mientras la opción se encuentre «viva» (antes de su vencimiento), se valora cada inicio y final de año como parte de la cartera de activos del consejero hasta el momento de su vencimiento, cuando se incluye en la remuneración del ejercicio como beneficio bruto de las opciones (según aparece en el IARC).

A partir de estos elementos se construye, para cada observación:

- **La remuneración efectiva del ejercicio**, que incluye: sueldo, remuneración fija, dietas, remuneración por pertenencia a comisiones, indemnizaciones, contribuciones del ejercicio a sistemas de ahorro a largo plazo, retribución variable a corto y largo plazo, y beneficio bruto de las transacciones con acciones y opciones del ejercicio.
- **La remuneración estimada del ejercicio**, que incluye: sueldo, remuneración fija, dietas, remuneración por pertenencia a comisiones, indemnizaciones, contribuciones del ejercicio a sistemas de ahorro a largo plazo, retribución variable a corto y largo plazo, y valor estimado de las acciones restringidas y las opciones otorgadas durante el ejercicio⁹.
- **La variación de la cartera de opciones y acciones restringidas**: diferencia del valor de la cartera viva de acciones restringidas y opciones entre el final y el principio del ejercicio, menos el valor estimado de las acciones restringidas y las opciones otorgadas más los dividendos de las acciones restringidas durante el ejercicio.
- **La variación de la riqueza estimada**: suma de la remuneración estimada del ejercicio y la variación de valor en la cartera de opciones y acciones restringidas.

El gráfico 1 representa, a través de un ejemplo, la dinámica en la valoración de la remuneración, tanto efectiva como estimada, y de la cartera durante un ejercicio. Durante el mismo, el consejero vende dos acciones restringidas vencidas y recibe tres opciones nuevas. El primer movimiento se incluye como beneficio bruto de las acciones; el segundo, como opciones otorgadas en el ejercicio. Simultáneamente, la cartera de acciones y opciones cambia.

En el caso de las acciones restringidas, el consejero del ejemplo recibe el beneficio bruto de su venta y, a la vez, ve disminuida su cartera por el valor de dichas acciones. El importe de las acciones formaría parte de su remuneración efectiva. Esta remuneración es la que, por ejemplo, se documenta periódicamente en el IARC que elabora la CNMV a partir de los informes facilitados por las empresas. Sin embargo, a efectos de incentivos, esas acciones ya no juegan ningún papel. Es más, en la medida en que las acciones no se reemplazan por otras acciones u opciones en un nuevo plan,

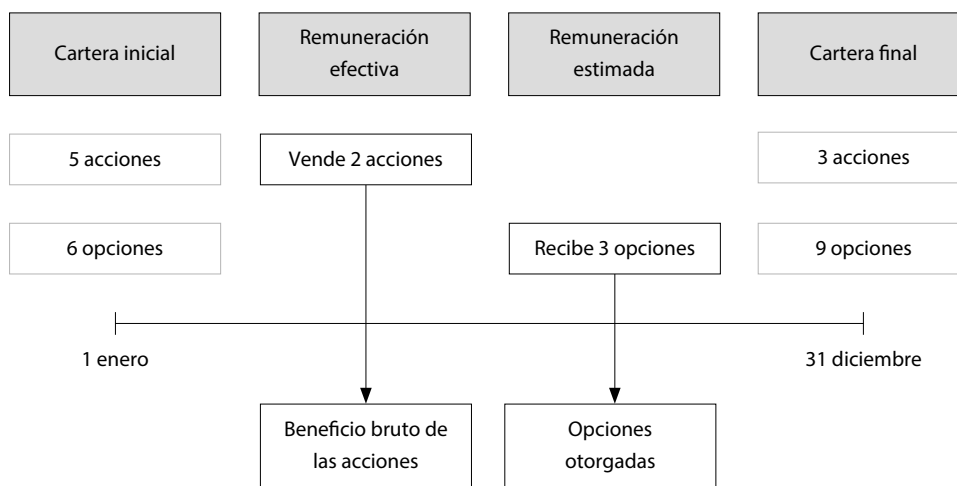
⁹ Este concepto corresponde a la variable TDC1 (también llamada *direct pay*) de la base de datos Execucomp de Standard & Poor's.

los incentivos del consejero ese año disminuirían precisamente en la misma cantidad. Esto es lo que recogería la variación de la cartera y, en el agregado, la variación de la riqueza *esperada* estimada.

En el caso de las opciones, es la remuneración estimada del ejercicio y no la efectiva la que se incrementa por el valor de las opciones en la fecha de otorgamiento. Al final del ejercicio, la remuneración del consejero aumenta por la diferencia de valor entre las tres opciones al final del año y el valor de las opciones en la fecha de otorgamiento. El valor de las opciones se irá ajustando dinámicamente durante los ejercicios previos a su vencimiento, imputándose a cada uno la variación de valor correspondiente. Así se podrá estudiar hasta qué punto varía la riqueza estimada del consejero ligada a su remuneración con el valor de la empresa, año a año. Esto dará una medida de la alineación de sus incentivos con los de los accionistas.

Ejemplo de variación de la cartera y remuneración efectiva y estimada del ejercicio

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

En resumen, la distinción entre remuneración efectiva (principio de caja) y remuneración estimada (principio de devengo) es fundamental para poder analizar los incentivos del ejecutivo. Lo que interesa, a efectos de incentivos, es cómo varía la riqueza estimada del consejero y, en especial, su cartera de acciones restringidas y opciones en relación con el valor creado para el accionista durante el ejercicio (la rentabilidad de la empresa). Se sigue, de esta manera, el criterio empleado en otros artículos de la literatura sobre retribución de consejeros ejecutivos (en la mayoría de los casos se estudian los *CEO* o consejeros delegados) como Hall y Liebman (1998), Jensen y Murphy (1990) y Gayle y Miller (2009)¹⁰. Hall y Liebman (1998), en concreto, estiman que la mayor parte de la exposición del consejero (delegado, en su caso) al valor de la empresa proviene precisamente de la variación del valor de la cartera del consejero. Teniendo en cuenta que las opciones que se otorgan durante el periodo de la muestra tienen un plazo de ejercicio medio de 3 años (véase apéndice B.2), ignorar la evolución de la cartera supondría, en teoría, subestimar dicha exposición.

10 Para una comparación entre remuneración efectiva y estimada del ejercicio y una revisión de la literatura, se recomienda la lectura de los trabajos de Jarque y Muth (2013) y Edmans, Gabaix y Jenter (2017).

Para realizar la descomposición de la remuneración del consejero se ha reconstruido la evolución de las acciones restringidas y opciones en la cartera de cada consejero durante la muestra, comprobando que existe una continuidad año a año desde que las acciones restringidas y opciones se otorgan hasta su vencimiento.

3.2 Análisis de los componentes de la remuneración

En esta sección se presentan algunos datos estadísticos sobre la retribución de los consejeros ejecutivos y consejeros delegados y su evolución durante la muestra.

El panel A del cuadro 1 muestra los estadísticos sobre la remuneración efectiva de los consejeros ejecutivos no delegados. Lo primero a destacar es el rango de las observaciones. Existe una gran asimetría en la mayoría de los componentes y en la remuneración en su conjunto, con pocos valores muy elevados que aparecen en la última columna como máximos. Ignorando el percentil 1 inferior y superior, la remuneración efectiva del ejercicio oscila entre 5.000 y 15,2 millones de euros. Es más representativo en este caso hablar del consejero ejecutivo mediano que del consejero medio. Para el ejecutivo mediano, la remuneración del ejercicio es de 1,6 millones de euros, de los cuales, más de un tercio (589.000 euros) corresponden al sueldo y 302.000 euros al bonus variable a corto plazo. La remuneración fija y otros conceptos tienen una contribución marginal, aunque positiva. Lo más destacable es que las partidas que en teoría están más estrechamente asociadas a incentivos para la creación de valor para el accionista (bonus variable a largo plazo, acciones y opciones) tienen un valor mediano nulo. El bonus a largo plazo es positivo para el 10% de la muestra. El beneficio bruto de las opciones es positivo para el 1% de la muestra de consejeros ejecutivos. Las contribuciones a los sistemas de ahorro cobran un papel preponderante a partir del percentil 75, llegando a tener un peso relativo elevado para el 10% de ejecutivos mejor pagados de la muestra, con una cuantía mínima similar al beneficio bruto de las acciones. Solo el 1% superior de los consejeros ejecutivos muestra conceptos en su remuneración con una dotación que excede la del sueldo (sin incluir la remuneración fija). Los componentes más elevados de la muestra (columna «Máximo») son, en orden descendente: los sistemas de ahorro (más de 19 millones), la indemnización (11 millones), y el beneficio bruto de las opciones (9,4 millones).

El panel B presenta los mismos estadísticos que el panel A para la submuestra de 167 observaciones correspondientes a consejeros delegados. Aunque las magnitudes en general aumentan, como era de esperar, la distribución es muy similar a la comentada en el panel A. Ignorando el 1% inferior y superior de la muestra, la remuneración efectiva del ejercicio de los consejeros delegados oscila entre 125.000 y 16,4 millones de euros. La remuneración efectiva del ejercicio del consejero mediano sube a 2,5 millones, aunque tampoco incluye ningún componente relacionado con acciones u opciones. Se produce un cierto desplazamiento en la distribución a la izquierda en algunos conceptos ligados a incentivos, relativo al caso de los consejeros ejecutivos no delegados. Por ejemplo, el bonus variable a corto plazo es superior al sueldo para un 25% de los consejeros delegados. Sin embargo, los incentivos a largo plazo, como el beneficio bruto de las acciones o el bonus variable a largo plazo, mantienen una proporción con respecto al sueldo similar a la mostrada en el panel A. Los beneficios derivados de las opciones siguen siendo nulos para el 90% de la muestra. Las contribuciones a los sistemas de ahorro (casi 80 millones), la indemnización

(15 millones) y el beneficio bruto de las acciones (14 millones) son los tres conceptos más elevados de la muestra.

Es posible que haya una sustitución entre retribución variable y no variable para aquellos consejeros delegados que reciben acciones u opciones frente a los que no las reciben. Dicho de otra manera, puede ser que los incentivos difieran en el instrumento (sueldo, bonus, acciones u opciones) pero se equilibren en el agregado: los consejeros con propiedad en la empresa (acciones u opciones) recibirían, en tal caso, un sueldo o un bonus menores. Para investigar esta hipótesis, se presentan en el panel C del cuadro 1 los datos estadísticos sobre los componentes de la remuneración para las 100 observaciones correspondientes a consejeros delegados en aquellos años en los que no reciben un beneficio bruto de las acciones u opciones. En el panel D del mismo cuadro, se incluyan las 67 observaciones de consejeros delegados en años en los que reciben un beneficio bruto de las acciones u opciones.

La evidencia de los paneles C y D permite rechazar la hipótesis: no existe sustitución entre los componentes de la remuneración de los consejeros con y sin beneficio de las acciones u opciones. La diferencia de remuneración entre el consejero delegado medio del panel C (2,7 millones de euros) y el del panel D (6,2 millones de euros) es significativa. Esta diferencia no se explica tan solo por el beneficio bruto de las acciones u opciones. El sueldo y el bonus variable a corto plazo son, de media y mediana, superiores para los consejeros delegados del panel D. Las diferencias tienden a aumentar a medida que se observan los valores más altos de la distribución, aquellos con un fuerte componente de beneficio de las acciones u opciones. Los sistemas de ahorro parecen, a primera vista, mayores en el panel D pero la diferencia no es significativa una vez que se elimina la observación extrema de 79,8 millones de euros. El único concepto donde los consejeros delegados sin beneficio por acciones u opciones superan a los que sí reciben dicho beneficio es el bonus variable a largo plazo, aunque esto solo es cierto para los valores superiores de la distribución (de media son muy similares).

De este análisis se puede concluir que, en la práctica, la retribución de los consejeros ejecutivos y los consejeros delegados de las empresas del Ibex 35 se concentra en la mayoría de los casos en el sueldo y el bonus variable a corto plazo. Por lo que respecta a los incentivos materializados, el bonus a largo plazo y el beneficio bruto de las acciones solo son equiparables o superiores al sueldo para un 10% de los consejeros delegados, mientras que el beneficio bruto de las opciones iguala o supera el sueldo únicamente para el 1% de dichos consejeros. Esto parece indicar que los incentivos a largo plazo materializados solo son monetariamente relevantes para una proporción muy reducida de los consejeros del Ibex 35. No hay evidencia de que una mayor remuneración a través de acciones u opciones se vea compensada con sueldos o bonus variables más bajos. Conviene destacar que para el 1% de consejeros ejecutivos y consejeros delegados mejor remunerados durante el ejercicio, el concepto más significativo es, con diferencia, la contribución a los sistemas de ahorro. Es discutible hasta qué punto este concepto se puede asociar a incentivos a largo plazo y qué tipo de incentivos conlleva¹¹.

11 Yermack y Wei (2011) estudian los sistemas de ahorro internos en planes de jubilación de prestación definida en una muestra de consejeros delegados en EE. UU. La evidencia muestra que los consejeros se

Panel A. Consejeros ejecutivos											
Concepto	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	715.867	559.630	0	0	0	345.000	589.000	1.000.000	1.568.000	2.231.000	2.368.000
Remuneración fija	108.735	187.888	0	0	0	0	55.000	92.000	240.000	907.000	960.000
Pertenencia a comisiones	29.076	84.809	0	0	0	0	0	0	170.000	550.000	550.000
Dietas	23.166	45.335	0	0	0	0	0	28.000	80.000	250.000	250.000
Sistemas de ahorro	498.739	1.837.932	0	0	0	0	0	392.000	1.040.000	9.856.000	19.252.000
Indemnización	89.299	830.588	0	0	0	0	0	0	0	2.405.000	11.003.000
Otros conceptos	102.512	371.893	0	0	0	0	9.000	54.000	184.000	1.468.000	3.769.000
Variable a corto plazo	540.417	694.753	0	0	0	58.000	302.000	783.000	1.396.000	3.304.000	4.027.000
Variable a largo plazo	98.521	283.022	0	0	0	0	0	0	478.000	1.360.000	2.101.000
Beneficio bruto de las acciones	273.791	631.130	0	0	0	0	0	127.000	1.142.000	2.729.000	3.914.000
Beneficio bruto de las opciones	78.829	680.832	0	0	0	0	0	0	0	1.660.000	9.383.000
Remuneración efectiva del ejercicio	2.558.953	2.873.883	0	5.000	460.000	882.000	1.590.000	3.337.000	5.605.000	15.258.000	20.545.000
Observaciones	211										

Panel B. Consejeros delegados											
Concepto	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	999.940	732.509	0	0	147.000	460.000	831.000	1.344.000	2.044.000	3.250.000	3.250.000
Remuneración fija	90.946	157.911	0	0	0	0	55.000	100.000	177.000	881.000	1.043.000
Pertenencia a comisiones	20.150	48.886	0	0	0	0	0	0	127.000	177.000	200.000
Dietas	19.425	42.605	0	0	0	0	0	28.000	49.000	275.000	275.000
Sistemas de ahorro	934.431	6.225.135	0	0	0	0	55.000	438.000	1.601.000	8.910.000	79.834.000
Indemnización	168.042	1.354.041	0	0	0	0	0	0	0	8.375.000	15.081.000
Otros conceptos	59.108	165.574	0	0	0	0	7.000	30.000	129.000	1.000.000	1.381.000
Variable a corto plazo	972.096	1.008.747	0	0	0	217.000	629.000	1.352.000	2.678.000	3.627.000	4.225.000
Variable a largo plazo	172.683	584.004	0	0	0	0	0	0	734.000	3.502.000	5.520.000
Beneficio bruto de las acciones	564.772	1.458.903	0	0	0	0	0	231.000	2.022.000	4.548.000	14.105.000
Beneficio bruto de las opciones	113.371	683.291	0	0	0	0	0	0	0	4.565.000	6.619.000
Remuneración efectiva del ejercicio	4.114.964	6.822.240	34.000	125.000	600.000	1.118.000	2.547.000	5.570.000	9.351.000	16.423.000	80.801.000
Observaciones	167										

Panel C. Consejeros delegados SIN beneficio bruto de acciones u opciones

Concepto	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	877.990	690.661	0	0	126.500	399.500	710.500	1.248.500	1.636.500	3.250.000	3.250.000
Remuneración fija	90.780	163.355	0	0	0	0	59.500	115.000	166.000	962.000	1.043.000
Pertenencia a comisiones	18.490	46.314	0	0	0	0	0	0	122.500	188.500	200.000
Dietas	20.290	49.521	0	0	0	0	0	26.000	45.500	275.000	275.000
Sistemas de ahorro	514.610	1.159.076	0	0	0	0	87.000	402.500	1.613.000	6.666.500	8.910.000
Indemnización	100.170	851.816	0	0	0	0	0	0	0	5.008.500	8.375.000
Otros conceptos	31.380	115.739	0	0	0	0	4.000	14.000	59.000	706.000	1.000.000
Variable a corto plazo	807.840	917.017	0	0	0	210.000	522.000	1.070.000	2.634.500	3.827.500	4.225.000
Variable a largo plazo	208.090	651.449	0	0	0	0	0	0	841.500	3.750.000	5.520.000
Beneficio bruto de las acciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Beneficio bruto de las opciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Remuneración efectiva del ejercicio	2.669.640	2.632.800	34.000	80.000	500.000	977.000	1.726.500	3.694.500	5.938.000	13.424.000	14.678.000
Observaciones	100										

Panel D. Consejeros delegados CON beneficio bruto de acciones u opciones

Concepto	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	1.181.955	760.177	0	0	300.000	600.000	1.000.000	1.923.000	2.250.000	3.250.000	3.250.000
Remuneración fija	91.194	150.632	0	0	0	0	51.000	88.000	177.000	567.000	567.000
Pertenencia a comisiones	22.627	52.754	0	0	0	0	0	0	170.000	177.000	177.000
Dietas	18.134	29.735	0	0	0	0	0	32.000	57.000	140.000	140.000
Sistemas de ahorro	1.561.030	9.735.868	0	0	0	0	0	475.000	1.443.000	79.834.000	79.834.000
Indemnización	269.343	1.872.315	0	0	0	0	0	0	0	15.081.000	15.081.000
Otros conceptos	100.493	214.371	0	0	0	6.000	18.000	66.000	281.000	1.381.000	1.381.000
Variable a corto plazo	1.217.254	1.093.650	0	0	114.000	256.000	897.000	1.910.000	3.185.000	3.627.000	3.627.000
Variable a largo plazo	119.836	465.303	0	0	0	0	0	0	275.000	3.502.000	3.502.000
Beneficio bruto de las acciones	1.407.716	2.036.821	0	0	0	64.000	908.000	2.022.000	3.395.000	14.105.000	14.105.000
Beneficio bruto de las opciones	282.582	1.061.014	0	0	0	0	0	0	448.000	6.619.000	6.619.000
Remuneración efectiva del ejercicio	6.272.164	9.938.613	125.000	125.000	844.000	1.936.000	5.123.000	7.318.000	9.894.000	80.801.000	80.801.000
Observaciones	67										

La remuneración efectiva del ejercicio es la suma de todas las cantidades efectivamente recibidas por el ejecutivo y asociadas a su remuneración del ejercicio y el beneficio de los derechos (acciones y opciones) vencidos durante el ejercicio. Los importes provienen de los IARC y los conceptos están explicados en el apéndice B.1. En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados. En el panel C (panel D) se incluyen las observaciones de consejeros delegados que no (sí) han recibido beneficio bruto de las acciones u opciones durante el ejercicio. Fuente: elaboración propia.

Hasta aquí se han analizado los componentes efectivamente cobrados por los consejeros ejecutivos y delegados. En el cuadro 2 se analizan los incentivos esperados a través del valor estimado de las acciones restringidas y las opciones entregadas durante el ejercicio y la evolución de la cartera del consejero. Estos reemplazan, respectivamente, el beneficio bruto de las acciones y opciones del cuadro 1.

El valor de los incentivos a través de acciones restringidas está todavía más sesgado que en el caso de la remuneración efectiva. El valor estimado de las acciones restringidas y las opciones es nulo para el 99% de los consejeros ejecutivos no delegados. El patrón es similar para los consejeros delegados, pero con una importante diferencia cuantitativa: para el 1% superior de la muestra, las acciones restringidas casi doblan en importe el sueldo en el caso de los consejeros delegados, mientras que solo representan aproximadamente la mitad del sueldo en el caso de los consejeros ejecutivos no delegados. El valor de las opciones otorgadas a los consejeros, delegados o no, es muy marginal incluso en el máximo¹².

Si se observa la cartera de acciones y opciones, no hay ninguna variación significativa entre los percentiles 10 y 90 de la muestra. El grueso de la variación se concentra de hecho en el 1% inferior y el 1% superior. Las disminuciones provienen de consejeros con planes de acciones y opciones vencidos y no reemplazados durante el ejercicio. Parte de esta disminución se correspondería con los beneficios brutos analizados en el cuadro 1. Las cantidades pueden ser altas: casi 9 millones de euros en el caso de acciones para un consejero delegado y 10,4 millones de euros en el caso de opciones para un consejero ejecutivo no delegado. Por lo que respecta a las variaciones positivas, también pueden llegar a ser considerables: casi 6 millones en acciones restringidas para un consejero delegado y 6,4 millones en opciones para un consejero ejecutivo no delegado. Estos casos reflejarían un incremento en el valor de las acciones u opciones de la cartera, ya que el valor de los títulos otorgados durante el ejercicio no se tiene en cuenta (solo su incremento de valor hasta que este finalice).

Una primera conclusión es que los (des)incentivos pueden llegar a ser económicamente relevantes, especialmente si se tiene en cuenta que el sueldo máximo entre los consejeros ejecutivos no delegados es de 2,3 millones (3,2 millones para los consejeros delegados). Sin embargo, están presentes solo en un 2% de las observaciones. En teoría, esto se puede deber a una baja volatilidad en los precios de las acciones, a una gestión activa de las empresas para mantener estable la retribución de los consejeros o a una ausencia de incentivos ligados a acciones y opciones, incluida una baja sensibilidad de las opciones al subyacente (un delta bajo). Ciertamente, el hecho de que solo 22 consejeros ejecutivos (incluidos los delegados) reciban acciones restringidas durante el periodo observado y tan solo 14 reciban opciones ayuda a explicar la asimetría de la distribución en los cuadros 1 y 2. Más adelante se analiza de

comportan de forma más conservadora alineándose con los objetivos de los acreedores de la empresa, en la medida en que ellos mismos se convierten en acreedores de las prestaciones futuras (también llamadas «deuda interna» de la empresa). Para poder estudiar este concepto en profundidad se debería analizar la naturaleza (interna o externa) de los sistemas de ahorro y sus características (condiciones de reembolso y portabilidad, por ejemplo), algo fuera del objetivo de este estudio.

12 Esto se corresponde con la evidencia del cuadro en el apéndice B.2 sobre las 26 emisiones de opciones observadas en la muestra: emitidas básicamente en el dinero (precio de ejercicio muy cercano al valor de la acción) y con una volatilidad relativamente baja durante la muestra (con una media cercana al 9%).

Desglose de la remuneración estimada y la variación de la cartera de acciones y opciones entre 2013 y 2017

CUADRO 2

Panel A. Consejeros ejecutivos											
Concepto	Media	D. est.	Min.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	715.867	559.630	0	0	0	345.000	589.000	1.000.000	1.568.000	2.231.000	2.368.000
Remuneración fija	108.735	187.888	0	0	0	0	55.000	92.000	240.000	907.000	960.000
Pertenencia a comisiones	29.076	84.809	0	0	0	0	0	0	170.000	550.000	550.000
Dietas	23.166	45.335	0	0	0	0	0	28.000	80.000	250.000	250.000
Sistemas de ahorro	498.739	1.837.932	0	0	0	0	0	392.000	1.040.000	9.856.000	19.252.000
Indemnización	89.299	830.588	0	0	0	0	0	0	0	2.405.000	11.003.000
Otros conceptos	102.512	371.893	0	0	0	0	9.000	54.000	184.000	1.468.000	3.769.000
Variable a corto plazo	540.417	694.753	0	0	0	58.000	302.000	783.000	1.396.000	3.304.000	4.027.000
Variable a largo plazo	98.521	283.022	0	0	0	0	0	0	478.000	1.360.000	2.101.000
Acciones restringidas otorgadas	92.267	383.802	0	0	0	0	0	0	0	1.333.480	3.752.336
Opciones otorgadas	7.121	45.245	0	0	0	0	0	0	0	191.593	413.356
Remuneración estimada	2.305.720	2.537.060	424	807	434.000	849.000	1.518.000	3.043.000	4.892.320	12.606.000	20.207.000
Variación anual cartera de acciones	-59.786	418.111	-3.380.133	-2.731.115	0	0	0	0	0	285.712	1.638.000
Variación anual cartera de opciones	-2.831	883.060	-10.407.490	-841.156	-7	0	0	0	0	1.174.487	6.456.737
Dividendo anual acciones restringidas	3.843	20.071	0	0	0	0	0	0	0	128.571	159.834
Variación anual de la cartera	-58.774	1.061.194	-12.978.770	-3.056.178	-37.425	0	0	0	0	1.881.168	5.584.007
Variación de la riqueza estimada	2.246.946	2.670.330	-7.688.290	-299.458	380.000	830.000	1.508.000	3.040.000	4.751.658	12.606.000	20.207.000
Observaciones	211										

Panel B. Consejeros delegados											
Concepto	Media	D. est.	Min.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	999.940	732.509	0	0	147.000	460.000	831.000	1.344.000	2.044.000	3.250.000	3.250.000
Remuneración fija	90.946	157.911	0	0	0	0	55.000	100.000	177.000	881.000	1.043.000
Pertenencia a comisiones	20.150	48.886	0	0	0	0	0	0	127.000	177.000	200.000
Dietas	19.425	42.605	0	0	0	0	0	28.000	49.000	275.000	275.000
Sistemas de ahorro	934.431	6.225.135	0	0	0	0	55.000	438.000	1.601.000	8.910.000	79.834.000
Indemnización	168.042	1.354.041	0	0	0	0	0	0	0	8.375.000	15.081.000
Otros conceptos	59.108	165.574	0	0	0	0	7.000	30.000	129.000	1.000.000	1.381.000
Variable a corto plazo	972.096	1.008.747	0	0	0	217.000	629.000	1.352.000	2.678.000	3.627.000	4.225.000
Variable a largo plazo	172.683	584.004	0	0	0	0	0	0	734.000	3.502.000	5.520.000
Acciones restringidas otorgadas	230.230	879.469	0	0	0	0	0	0	199.837	5.896.000	6.253.970
Opciones otorgadas	5.648	40.959	0	0	0	0	0	0	0	359.237	365.661
Remuneración estimada	3.672.698	6.684.089	34.000	42.000	547.000	1.118.000	2.344.000	4.516.000	6.171.000	16.285.000	80.737.000
Variación anual cartera de acciones	-164.475	1.242.680	-8.894.356	-8.801.843	-604	0	0	0	0	1.688.022	5.900.113
Variación anual cartera de opciones	13.809	299.581	-1.690.314	-744.100	-609	0	0	0	0	1.354.646	2.818.768
Dividendo anual acciones restringidas	9.891	42.821	0	0	0	0	0	0	3.999	300.046	302.871
Variación anual de la cartera	-140.774	1.163.034	-8.501.797	-6.075.588	-121.756	0	0	0	0	1.990.893	6.615.965
Variación de la riqueza estimada	3.531.924	6.733.756	-6.033.588	-4.045.553	541.000	1.111.000	2.259.000	4.389.116	6.414.570	16.285.000	80.737.000
Observaciones	167										

La remuneración estimada es la suma de todos los conceptos recogidos en los IARC y efectivamente pagados al consejero durante el ejercicio, más el valor estimado de las acciones restringidas y las opciones entregadas durante el ejercicio. Representa el valor esperado de la remuneración recibida por el consejero durante el ejercicio valorada al final de este. Todos los conceptos están explicados en el apéndice B.1. Las acciones se valoran a precio de mercado en la fecha en que se otorgan. Las opciones son valoradas según la fórmula de Black-Scholes-Merton con dividendos en la fecha de su otorgamiento (véase apéndice B.2). La variación anual de la cartera de acciones (alternativamente, opciones) es la diferencia entre el valor final e inicial del ejercicio de la cartera de acciones (alternativamente, opciones), menos el valor de las acciones (alternativamente, opciones) otorgadas durante el ejercicio. La variación anual de la cartera es la suma de la variación de la cartera de acciones y opciones más los dividendos correspondientes a las acciones restringidas pagados durante el ejercicio. La variación de la riqueza estimada es la suma de la remuneración estimada y la variación de la cartera. Representa la variación estimada de la riqueza del consejero asociada a su remuneración del ejercicio y el valor de los derechos acumulados en el pasado (en forma de acciones y opciones). En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados. Fuente: Elaboración propia.

forma individualizada el diseño de estos incentivos y su sensibilidad ante cambios en el valor añadido para el accionista.

Para poder comparar la remuneración de los consejeros delegados de las empresas del Ibex 35 con consejeros de otros países en el ejercicio, se procede a reagrupar y estimar los componentes de dicha remuneración como un porcentaje de la remuneración estimada del ejercicio cada año. Dado su tamaño absoluto, se mantienen el sueldo, la remuneración fija y las contribuciones a los sistemas de ahorro de forma individualizada. Se agrupan la pertenencia a comisiones, dietas y otros conceptos bajo el epígrafe de «Otros». El bonus se obtiene a partir de la suma de la remuneración variable a corto y largo plazo. El epígrafe «Acciones» incluye el valor de las acciones restringidas otorgadas, mientras que el de «Opciones» incluye el valor de las opciones otorgadas según la fórmula de Black-Scholes-Merton con dividendos. Estas partidas se dividen cada año entre la remuneración estimada del ejercicio para expresarlas como porcentajes. Los datos estadísticos correspondientes a los consejeros ejecutivos no delegados (panel A) y consejeros delegados (panel B) se presentan en el cuadro 3.

Desglose de la remuneración estimada en porcentajes

CUADRO 3

%

Concepto	Panel A. Consejeros ejecutivos										
	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	38,2	24,7	0,0	0,0	0,0	26,1	36,2	53,5	70,3	99,6	100,0
Remuneración fija	9,8	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	7,2	40,3	100,0	100,0
Sistemas de ahorro	11,8	18,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,0	35,9	78,2	95,3
Otros	11,0	22,5	0,0	0,0	0,0	0,3	3,6	9,7	21,9	100,0	100,0
Bonus	24,5	19,8	0,0	0,0	0,0	8,0	24,5	37,4	48,1	84,4	90,5
Acciones	3,6	13,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	48,5	100,0
Opciones	1,2	9,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,0	100,0
Observaciones	211										

Concepto	Panel B. Consejeros delegados										
	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Sueldo	39,7	23,1	0,0	0,0	6,4	24,2	36,5	54,9	70,0	99,8	100,0
Remuneración fija	6,2	14,2	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	5,5	12,6	73,8	100,0
Sistemas de ahorro	10,6	16,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	15,6	30,3	77,3	98,9
Otros	5,7	13,3	0,0	0,0	0,0	0,4	2,2	4,8	10,7	91,4	92,7
Bonus	32,8	19,5	0,0	0,0	0,0	20,5	33,5	45,2	55,3	84,7	85,9
Acciones	4,9	14,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,5	62,0	99,3
Opciones	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,7	8,8
Observaciones	167										

El cuadro presenta la descomposición en porcentajes de la remuneración estimada. «Otros» incluye remuneración, dietas, pertenencia a comisiones y otros conceptos. «Bonus» es la suma de la remuneración variable a corto y largo plazo. «Acciones» incluye el valor de las acciones restringidas en la fecha de otorgamiento. «Opciones» incluye el valor de las opciones otorgadas durante el ejercicio valoradas según la fórmula de Black-Scholes-Merton con dividendos (véase apéndice B.2). Todos los conceptos están explicados en el apéndice B.1. En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados.

Fuente: Elaboración propia.

El sueldo supone, de media, un 38% de la remuneración de los consejeros no delegados y cerca de un 40% para los consejeros delegados, aunque la mediana de la distribución, ligeramente superior al 36%, es muy similar en ambos paneles. El sueldo representa más de la mitad de la remuneración estimada para un cuarto de la muestra de consejeros ejecutivos y delegados. El siguiente componente con más peso es el bonus, con un 24,5% como media y mediana para los consejeros ejecutivos y en torno al 33% como media y mediana para los consejeros delegados. El bonus constituye más de la mitad de la remuneración para alrededor de un 10% de ejecutivos y consejeros delegados. Este componente representa más del 80% de la remuneración para un mismo consejero delegado durante los años 2015 y 2016.

Las contribuciones a los sistemas de ahorro tienen un peso medio entre el 11% y el 12% aproximadamente en ambas submuestras. Es interesante comprobar que, para un cuarto de los consejeros, los sistemas de ahorro suponen, respectivamente, al menos un 21,9% (consejeros no delegados) y un 15,6% (consejeros delegados) de la remuneración estimada del ejercicio. Este componente llega a representar el 98,9% de la remuneración en el caso extremo de un consejero delegado que recibió casi 80 millones de euros en 2017. El concepto «Otros» representa más del 80% de la remuneración total para dos consejeros delegados que recibieron una fuerte indemnización en el ejercicio en el que cesaron como tales.

Las acciones constituyen, de media, un 3,6% de la remuneración para los consejeros no delegados y un 5% para los consejeros delegados, con un valor nulo de la mediana en ambas submuestras. Llegan a superar el 80% de la remuneración en el caso de un consejero delegado en 2013. Las opciones tienen el peso medio más bajo en ambos casos, con apenas un 0,1% de media para los consejeros delegados y un 1,2% para los no delegados (mediana 0 en ambas submuestras). Esto corrobora la concentración de estos componentes, acciones y opciones en la parte alta de la distribución que ya se detectó en valores absolutos en los cuadros 1 y 2. De hecho, el peso de las opciones es nulo en el percentil 90 de la distribución, tanto para consejeros no delegados como delegados. Para los consejeros delegados, el peso máximo es del 8,8% de la remuneración estimada. En el caso de las acciones, representan al menos un 25% de la remuneración del ejercicio para el 10% de los consejeros delegados. Solo el 10% de los consejeros ejecutivos no delegados muestra un peso significativo en acciones.

El cuadro 4 presenta los valores medios de cada componente durante los 5 años de la muestra para los consejeros ejecutivos no delegados (panel A) y los consejeros delegados (panel B). No hay grandes variaciones ni una tendencia clara en los porcentajes del salario, con la excepción del repunte por encima del 40% en el año 2017. El componente «Otros» ha experimentado una reducción significativa, con un valor en 2017 inferior a un tercio del valor en 2013 en ambos paneles. El bonus, por el contrario, muestra un incremento hacia el final de la muestra, donde llega a representar en torno al 30% de la remuneración en ambos paneles. Aunque con cierta volatilidad, el porcentaje de opciones se ha reducido en el tramo final de la muestra, mientras que el de acciones ha recorrido un camino inverso y ha aumentado. La remuneración fija y las contribuciones a los sistemas de ahorro no presentan una tendencia clara y exhiben cierta volatilidad durante la muestra.

%

Panel A. Consejeros ejecutivos							
Año	Sueldo	Rem. fija	Sist. ahorro	Otros	Bonus	Acciones	Opciones
2013	39,3	9,2	9,5	12,2	24,7	3,9	1,3
2014	37,1	7,9	10,5	11,7	28,4	2,9	1,5
2015	39,4	7,4	13,2	8,0	28,3	3,7	0,0
2016	38,8	9,1	11,8	5,8	29,9	4,4	0,2
2017	40,4	6,2	12,0	4,0	30,8	6,2	0,5

Panel B. Consejeros delegados							
Año	Sueldo	Fija	Sist. ahorro	Otros	Bonus	Acciones	Opciones
2013	36,8	10,2	10,8	15,1	21,9	3,0	2,1
2014	36,2	8,5	10,0	15,7	24,9	2,3	2,5
2015	38,3	10,5	15,3	9,5	22,5	4,0	0,0
2016	38,7	11,3	12,9	7,7	25,6	3,6	0,3
2017	42,2	8,3	9,9	4,0	29,4	5,5	0,7

El cuadro presenta la descomposición en porcentajes por año de la remuneración estimada media. «Otros» incluye: dietas, pertenencia a comisiones y otros conceptos. «Bonus» es la suma de la remuneración variable a corto y largo plazo. «Acciones» incluye el valor de las acciones otorgadas. «Opciones» incluye las opciones otorgadas durante el ejercicio valoradas según la fórmula de Black-Scholes-Merton con dividendos (véase apéndice B.2). Todos los conceptos están explicados en el apéndice B.1. En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados.

Fuente: Elaboración propia.

Finalmente, se comparan los datos obtenidos para los consejeros delegados del Ibex 35 del cuadro 3 con datos disponibles en otros países en el cuadro 5. Los datos de otros países provienen de la Tabla 5 del artículo de Edmans, Gabaix y Jenter (2017) para consejeros delegados de 11 países entre los años 2002 y 2009.

La variable «Sueldo» en el cuadro 5 engloba el sueldo y la remuneración fija del cuadro 3 para los consejeros delegados del Ibex 35. Igualmente, el concepto «Otros» del cuadro 5 incluye las aportaciones a los sistemas de ahorro del cuadro 3. Se han agregado también las columnas de acciones y opciones. Con estos ajustes, se incorporan los valores medios del panel B del cuadro 3 a la última fila del cuadro 5. Además, hay que tener en cuenta que la presente muestra es muy inferior en tamaño a la de otros países en el cuadro y que corresponde a periodos diferentes. La metodología para estimar el valor de las acciones restringidas y las opciones es la misma para todos los países.

Con estas salvedades, se puede comparar la estructura de la remuneración de los consejeros delegados del Ibex 35 con la de otros países de nuestro entorno y con la media de estos. Si excluimos EE. UU. (con un peso del componente de acciones y opciones muy superior al del resto de países), los consejeros delegados del Ibex 35 reciben un porcentaje de paga fija (sueldo y remuneración fija) inferior a la media de otros países europeos (46% frente al 53%). El componente «Otros» es, sin embargo, superior a la media (16% frente al 10%), muy posiblemente debido a las

aportaciones a los sistemas de ahorro en el caso español. Los consejeros delegados del Ibex 35 reciben un porcentaje de su retribución en bonus muy superior a la media europea (33% frente al 18%). Por el contrario, el porcentaje de acciones y opciones es considerablemente inferior (5% frente al 19%). El país que más se aproxima a la distribución de pesos del Ibex 35 es Alemania, con la salvedad del componente «Otros» y de las opciones y acciones (el doble que en el caso del Ibex 35).

Estructura media de la remuneración estimada en diferentes países

CUADRO 5

País	Obs.	Estructura de la remuneración estimada			
		Sueldo (%)	Otros (%)	Bonus (%)	Acciones y opciones (%)
Bélgica	218	60	11	20	10
Francia	1.455	63	3	18	16
Alemania	582	42	8	40	10
Irlanda	406	47	11	15	27
Italia	488	57	20	14	9
Países Bajos	583	49	13	19	19
Noruega	227	77	7	10	7
Suecia	659	65	20	13	2
Suiza	210	51	10	14	24
Reino Unido	3.957	48	9	17	26
Media europea	8.785	53	10	18	19
EE. UU.	13.361	30	6	22	42
España (Ibex 35)	167	46	16	33	5

Este cuadro incluye los porcentajes medios de la remuneración de los consejeros delegados en 11 países más España. Los datos de otros países se han tomado de la Tabla 5 de Edmans, Gabaix y Jenter (2017) y corresponden a observaciones entre 2002 y 2009. Los datos de España provienen de la columna de valores medios del cuadro 3 con los siguientes ajustes: se han agregado «Sueldo» y «Remuneración fija»; «Otros» incluye los sistemas de ahorro; se ha agregado «Acciones y opciones». La metodología para calcular el valor de las acciones y opciones es la misma para todos los países.

Fuente: Elaboración propia para los datos españoles. Los datos de otros países provienen de la Tabla 5 del artículo de Edmans, Gabaix y Jenter (2017) para consejeros delegados de 11 países entre los años 2002 y 2009.

4 Análisis de la exposición de los consejeros a la rentabilidad de la empresa

En esta sección se investiga la conexión entre la remuneración de los consejeros y las diferentes medidas del valor añadido para el accionista. En una primera aproximación, se cuantifica la elasticidad media de la remuneración estimada de los consejeros frente a la rentabilidad de la empresa en el ejercicio. En una segunda aproximación se estiman, para cada consejero de forma individualizada, las tres medidas de exposición de la cartera de acciones restringidas y opciones del consejero ante cambios esperados en el valor de las acciones de la empresa estudiadas en la sección 2.

4.1 Elasticidad media de la remuneración estimada frente a la rentabilidad de la empresa

Este primer análisis es *ex post*. En este caso, el objetivo es cuantificar, de media, la variación porcentual de la remuneración estimada del consejero ante variaciones porcentuales en el valor añadido para el accionista durante el ejercicio pasado —esto es, la rentabilidad de las acciones de la empresa—. Para ello se toma un valor medio de la medida (4) de la sección 2: la elasticidad de la remuneración estimada de los consejeros con respecto a la rentabilidad efectiva de la empresa. Este análisis se puede encontrar en Hall y Liebman (1998) y Edmans, Gabaix y Jenter (2017). Esto permitirá una primera aproximación a los incentivos de los consejeros de la muestra analizada.

En concreto, se estima la siguiente regresión:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Rem}_{it}) = & \alpha_i + \delta_i \ln(\text{Cap}_{i,t}) + \beta_i^1 \ln(1 + R_{i,t}) + \beta_i^2 \ln(1 + R_{i,t-1}) + \\ & + \gamma_i^1 \ln(1 + R_{IBEX35,t}) + \gamma_i^2 \ln(1 + R_{IBEX35,t-1}) + \mu_{k^+} + \epsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (6)$$

donde Rem_{it} denota la remuneración estimada (o alguno de sus componentes) del consejero i en el ejercicio t ; $\text{Cap}_{i,t}$ denota la capitalización de la empresa (número de acciones por el precio por acción) del consejero i en el año t ; $R_{i,t}$ y $R_{i,t-1}$ representan, respectivamente, la rentabilidad de la empresa del consejero i en el año actual, t , y el anterior, $t-1$; $R_{IBEX35,t}$ y $R_{IBEX35,t-1}$ representan, respectivamente, la rentabilidad del índice Ibex 35 en el año actual, t , y el anterior, $t-1$; y μ_k representa efectos fijos del sector, k^{13} .

Para presentar los resultados de forma más compacta, se agrupan el sueldo, la remuneración fija, las dietas, la remuneración por pertenencia a comisiones, las indemnizaciones y las contribuciones del ejercicio a los sistemas de ahorro en una variable que denominamos «Remuneración no variable». «Bonus» incluye la remuneración variable a corto y largo plazo. «Acciones y opciones» agrupa estos dos componentes. «Remuneración estimada» es la suma de los tres componentes.

El objetivo fundamental es la estimación de los coeficientes β_i^1 y β_i^2 , que miden la exposición del consejero i a la rentabilidad de las acciones de la empresa en el ejercicio t y $t-1$, respectivamente. Hay amplia evidencia documentada en numerosos estudios (por ejemplo, Frydman y Saks, 2010) de que la remuneración de los consejeros delegados crece con el tamaño de la empresa. Por eso se incluye la capitalización de la empresa en la regresión. En principio, tiene sentido pensar que los bonus que se pagan en el ejercicio están correlacionados con la rentabilidad de las acciones en el año en curso. Sin embargo, es probable que los sueldos se actualicen en un ejercicio dado en función de la rentabilidad de la empresa en el ejercicio anterior. También hay observaciones cuyo ejercicio se solapa entre dos años consecutivos. Por estos motivos se incluye la rentabilidad de la empresa en el ejercicio contemporáneo y el anterior. Al introducir la rentabilidad del índice Ibex 35 se pretende

13 Al tomar logaritmos de todas las variables, los coeficientes se interpretan de forma inmediata como elasticidades. Si se incluyen unos efectos fijos por año, las variables del Ibex 35 desaparecen del análisis, pues son constantes cada año para todas las observaciones. En ese caso, los coeficientes del resto de variables son prácticamente idénticos a los de las columnas 2-5.

contrastar si hay evidencia empírica de que la remuneración o alguno de sus componentes estén indexados al mercado (representado por el Ibex 35). Si este es el caso, se espera que el coeficiente γ_i^1 o γ_i^2 sea negativo, lo que indicaría que la remuneración del consejero se fija en términos relativos a la rentabilidad del mercado en el ejercicio corriente o el anterior. Finalmente, se incluyen unos efectos fijos por sector para controlar aquellas variables no observables en un determinado sector que puedan condicionar la remuneración del consejero. Los coeficientes, en este caso, tienen que interpretarse como relativos a la media del sector.

El cuadro 6 presenta los resultados de la regresión (6). Los errores estándar están agrupados (*clustered*) por empresa. En las columnas 6-9 se incluyen los efectos fijos por sector. Se confirma la relación positiva entre la remuneración no variable y el tamaño de la empresa. En concreto, para los consejeros ejecutivos no delegados (panel A), por cada punto porcentual que aumenta el tamaño de la empresa, la remuneración no ligada a incentivos aumenta 38,6 p.b., significativo al 1%, aunque el coeficiente se reduce a 22,7 p.b. (significativo al 10%) cuando la comparación se hace dentro de cada sector. También hay evidencia de que las empresas más grandes pagan más bonus: cuando se controla por efectos fijos por sector, el bonus de los consejeros aumenta en 44,6 p.b. (significativo al 5%) por cada 1% que aumente el tamaño de la empresa. Por el contrario, cuando aumenta un 1% el valor de capitalización de la empresa, la remuneración en acciones y opciones decrece de forma significativa entre un 1,4% y un 2,21% (controlando por efectos fijos por sector). Este resultado es congruente con una relación cóncava entre el tamaño de la empresa y la propiedad que el consejero ostenta en ella: cuanto mayor sea la empresa, menor es el porcentaje de acciones y opciones sobre acciones que tiene el consejero medio.

La evidencia sobre la exposición del consejero ejecutivo medio (excluidos los delegados) a la rentabilidad de la empresa es escasa y no robusta. Solo la remuneración en acciones y opciones aumenta de forma destacada con la rentabilidad de la empresa (hasta 10,5% por 1% de incremento en la rentabilidad, significativo al 5%), aunque esta relación es en gran parte mecánica puesto, que solo se están incluyendo en la regresión observaciones con emisiones de acciones u opciones en el ejercicio —entre las empresas que otorgan acciones u opciones, el valor de estas aumenta con la rentabilidad de las acciones—. Las empresas son aparentemente conscientes de esto y por eso se aprecia una fuerte evidencia de remuneración relativa al rendimiento del Ibex 35 para el caso de acciones y opciones. Las empresas parecen ajustar el valor de las acciones y opciones que otorgan para que reflejen verdadera creación de valor más allá de la rentabilidad del mercado, representado por el Ibex 35. Debido al bajo peso de las acciones restringidas y las opciones en el total de la remuneración, estos efectos desaparecen cuando se consideran todas las observaciones en la remuneración estimada de la última columna.

En el caso de los consejeros delegados (panel B), se observa que la elasticidad de la remuneración total estimada con respecto al tamaño de la empresa es superior a la documentada en el panel A (33,6 p.b. cuando se incluyen efectos fijos por sector) y significativa al 5%. También aparece como significativa la elasticidad del bonus con respecto al tamaño (56,4 p.b., significativa al 1%). Desaparece, sin embargo, la relación entre el tamaño de la empresa y la remuneración en acciones y opciones. En cuanto a la sensibilidad de las acciones y opciones con respecto a la rentabilidad de la empresa, esta es algo menor cuantitativamente que en el panel A, aunque todavía

muy significativa económicamente (hasta un 7,8% de incremento por 1% de rentabilidad) y estadísticamente (significativa al 1%). La evidencia de indexación al Ibex 35 es más débil en este caso que en el panel A para las acciones y opciones, pero aparece como significativa para el bonus (significativa solo al 10% cuando se incluyen efectos fijos por sector).

En resumen, las empresas más grandes tienden a pagar más a sus consejeros ejecutivos y, sobre todo, a sus consejeros delegados. En particular los consejeros delegados de empresas más grandes reciben, en relación con otras empresas del sector, más bonus y más remuneración no variable. No hay evidencia de que la remuneración efectiva de los consejeros ejecutivos o delegados esté ligada a la rentabilidad de la empresa excepto por la remuneración en acciones y opciones, que muestra una exposición muy alta. Hay cierta evidencia de que este componente y el bonus están indexados a la rentabilidad del mercado (Ibex 35), más débil en el caso de los consejeros delegados.

Las limitaciones de este ejercicio son evidentes. Al estimarse como una regresión de todas las observaciones simultáneamente, solo se puede hablar de *exposición media*. Los cuadros 2 y 3 muestran que la distribución de la remuneración estimada está muy escorada hacia la parte alta de la muestra, en particular para ciertos componentes como el bonus a largo plazo, las acciones y las opciones. Hablar de un consejero «medio» es simplificar en exceso: se pierde mucha información y dispersión relevante. Sería deseable cuantificar la exposición de cada consejero de forma individualizada.

Al mismo tiempo, lo que interesa para este estudio, según las definiciones expuestas en la sección 2, es la exposición del consejero ante cambios *esperados* en el valor creado del accionista, no ante cambios pasados. Esta información está, en última instancia, ligada a los incentivos implícitos en la cartera de acciones restringidas y opciones del consejero y a cómo cambia su valor ante cambios futuros en la rentabilidad de las acciones de la empresa. Esto es lo que se pretende estudiar en la siguiente sección.

Panel A. Consejeros ejecutivos

Variable	Ln(No variable)	Ln(Bonus)	Ln(Acc. y opc.)	Ln(Rem. estimada)	Ln(No variable)	Ln(Bonus)	Ln(Acc. y opc.)	Ln(Rem. estimada)
Ln(Cap _{i,t})	0,386*** (4,08)	0,195 (1,52)	-1,408** (-2,60)	0,172 (1,01)	0,227* (1,83)	0,446** (2,36)	-2,212*** (-3,36)	0,137 (0,80)
Ln(1+R _{i,t})	-0,210 (-0,70)	-0,291 (-0,61)	8,973* (2,00)	-0,178 (-0,50)	-0,351 (-0,90)	-0,126 (-0,24)	10,521** (2,69)	0,058 (0,13)
Ln(1+R _{i,t-1})	-0,323 (-1,11)	-1,663** (-2,34)	4,856** (2,28)	-0,293 (-0,75)	-0,409 (-1,27)	-1,267 (-1,63)	2,159 (1,14)	-0,225 (-0,55)
Ln(1+R _{lbex35,t})	-1,543 (-1,36)	0,746 (0,77)	-10,169*** (-3,34)	-1,430 (-1,18)	-1,293 (-1,29)	0,548 (0,56)	-6,663** (-2,31)	-1,143 (-0,97)
Ln(1+R _{lbex35,t-1})	-0,915 (-1,13)	1,290 (1,41)	1,270 (0,31)	-1,303 (-1,22)	-0,801 (-1,04)	0,814 (0,92)	3,040 (0,72)	-1,175 (-1,19)
Efectos fijos sector	NO	NO	NO	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Constante	5,080** (2,25)	8,966*** (2,98)	42,276*** (3,28)	10,269** (2,64)	9,007*** (3,04)	3,323 (0,74)	57,245*** (3,83)	11,430*** (2,81)
Observaciones	207	163	34	210	207	163	34	210
R2 ajustado	0,16	0,11	0,47	0,01	0,18	0,33	0,71	0,04

Panel B. Consejeros delegados

Variable	Ln(No variable)	Ln(Bonus)	Ln(Acc. y opc.)	Ln(Rem. estimada)	Ln(No variable)	Ln(Bonus)	Ln(Acc. y opc.)	Ln(Rem. estimada)
Ln(Cap _{i,t})	0,304*** (3,18)	0,240* (1,73)	0,031 (0,03)	0,295*** (-2,87)	0,237* (1,96)	0,564*** (3,43)	0,691 (1,13)	0,336** (2,58)
Ln(1+R _{i,t})	-0,356 (-1,05)	-0,272 (-0,65)	6,982 (1,06)	-0,446 (-1,27)	-0,702 (-1,63)	-0,415 (-1,02)	9,524 (0,98)	-0,788* (-1,74)
Ln(1+R _{i,t-1})	-0,517* (-1,75)	-0,357 (-0,83)	6,356** (2,52)	-0,359 (-1,06)	-0,743* (-1,93)	-0,425 (-0,84)	7,846*** (3,24)	-0,540 (-1,32)
Ln(1+R _{lbex35,t})	-1,424* (-1,81)	-2,028** (-2,47)	-9,206 (-1,40)	-1,518* (-1,81)	-1,002 (-1,41)	-1,341* (-1,79)	-13,355* (-1,90)	-1,062 (-1,27)
Ln(1+R _{lbex35,t-1})	0,119 (0,19)	-0,297 (-0,34)	-1,520 (-0,37)	-0,265 (-0,33)	0,084 (0,16)	-0,400 (-0,48)	-3,276 (-0,51)	-0,308 (-0,44)
Efectos fijos sector	NO	NO	NO	NO	SÍ	SÍ	SÍ	SÍ
Constante	7,295*** (3,30)	8,269** (2,58)	9,264 (0,43)	8,042*** (3,36)	8,801*** (3,03)	0,492 (0,12)	-9,357 (-0,68)	7,036** (2,25)
Observaciones	164	147	32	164	164	147	32	164
R2 ajustado	0,14	0,06	0,05	0,11	0,22	0,29	0,21	0,21

El cuadro presenta los resultados de la regresión del logaritmo de la remuneración estimada (o alguno de sus componentes) del consejero *i* en el ejercicio *t* con respecto al logaritmo de las siguientes variables: Cap_{i,t}) denota la capitalización de la empresa (número de acciones por el precio por acción) del consejero *i* en el año *t*; R_{i,t} y R_{i,t-1} representan, respectivamente, la rentabilidad de la empresa del consejero *i* en el año actual, *t*, y el anterior, *t-1*; R_{lbex35,t} y R_{lbex35,t-1} representan, respectivamente, la rentabilidad del índice Ibex 35 en el año actual, *t*, y el anterior, *t-1*. Las columnas 6-9 incluyen efectos fijos del sector, μ_k . «Remuneración no variable» incluye sueldo, remuneración fija, dietas, remuneración por pertenencia a comisiones, indemnizaciones y contribuciones del ejercicio a los sistemas de ahorro. «Bonus» incluye la remuneración variable a corto y largo plazo. «Acciones y opciones» agrupa el valor de las acciones restringidas y las opciones otorgadas durante el ejercicio. «Remuneración estimada» es la suma de los tres componentes. Los errores estándar están agrupados por empresa. ***, **, * denotan significativo al 1%, 5% y 10%, respectivamente. En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados.

Fuente: Elaboración propia.

4.2 Exposición de la cartera del consejero ante cambios en la rentabilidad de la empresa

En esta sección se utilizan las medidas de exposición de la riqueza del consejero a la rentabilidad de la empresa detalladas en la sección 2, para cuantificar la alineación de incentivos entre consejeros y accionistas en la muestra analizada.

El cuadro 7 presenta algunos datos estadísticos sobre la composición, el valor y la exposición de los dos elementos que determinan la cartera de los consejeros al final de cada ejercicio: las acciones restringidas y las opciones¹⁴. Confirmando la evidencia del cuadro 2 sobre la variación de la cartera, el 10% de las observaciones en la muestra de consejeros ejecutivos (tanto si son consejeros delegados como si no) tiene acciones restringidas u opciones al final de algún ejercicio durante el periodo de la muestra. Los consejeros delegados tienen en su cartera más acciones restringidas que los consejeros ejecutivos no delegados (de media, cuatro veces más) con un valor medio en euros tres veces superior. Por el contrario, los consejeros delegados tienen, de media, un 20% menos de opciones en su cartera, con un valor medio un 30% más bajo al final del ejercicio.

Esta tónica se confirma cuando se analizan las observaciones correspondientes al 1% superior de la distribución y al máximo en las dos últimas columnas de la tabla. Analizando los valores máximos se observa que pueden llegar a ser muy elevados, con un valor máximo de las opciones de 10,4 millones de euros en el panel A (consejeros ejecutivos no delegados) y de 21,2 millones de euros para las acciones restringidas en el panel B (consejeros delegados).

Finalmente, se analiza la sensibilidad de las acciones restringidas y las opciones a cambios en el precio de la acción subyacente. Para las acciones restringidas, dicha sensibilidad coincide con el número de acciones al final del ejercicio: este sería el importe (en euros) de la variación de la riqueza del consejero por cada euro que varíe el precio de la acción. Dicho de otra manera, el delta de las acciones es 1. Para las opciones, se calcula el delta de cada opción conforme a la fórmula del apéndice B.2 y se multiplica por el número de opciones al final del ejercicio. Esta medida indica cuánto se espera que varíe la riqueza del consejero por cada euro que varíe el precio de la acción subyacente. Para los consejeros ejecutivos no delegados (panel A), la sensibilidad de las opciones es muy superior a la de las acciones: 58.465 euros frente a 13.253 euros de media. Si se analiza el percentil 99, la diferencia también es notable. En el panel B, para los consejeros delegados, la sensibilidad de las acciones restringidas y las opciones es similar, aunque ligeramente superior para las primeras: 52.913 euros frente a 43.089 euros de media. Si se analiza el percentil 99, las conclusiones son similares. Solo para los valores máximos de la muestra la relación se revierte.

14 El análisis de la remuneración variable a largo plazo incluida en el bonus requiere capturar los datos referentes a la estructura de dichos incentivos y rebasa el alcance del presente estudio.

Panel A. Consejeros ejecutivos											
Concepto	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Número de acciones restringidas	13.253	65.328	0	0	0	0	0	0	0	350.000	662.613
Valor de las acciones restringidas (EUR)	266.275	1.015.532	0	0	0	0	0	0	512	5.275.272	5.631.582
Número de opciones	160.173	558.052	0	0	0	0	0	0	351.160	2.816.884	4.416.884
Valor de las opciones (EUR)	108.989	785.121	0	0	0	0	0	0	19.802	2.052.365	10.402.888
Delta agregado de las opciones	58.465	255.649	0	0	0	0	0	0	58.267	1.235.318	2.550.481
Observaciones	211										

Panel B. Consejeros delegados											
Concepto	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
Número de acciones restringidas	52.913	248.620	0	0	0	0	0	0	16.266	1.673.512	1.724.823
Valor de las acciones restringidas (EUR)	762.451	2.821.338	0	0	0	0	0	0	619.962	14.432.296	21.196.398
Número de opciones	131.888	494.000	0	0	0	0	0	0	300.000	2.900.000	3.891.859
Valor de las opciones (EUR)	76.566	444.861	0	0	0	0	0	0	14.036	2.106.907	4.925.676
Delta agregado de las opciones	43.089	216.105	0	0	0	0	0	0	12.683	1.160.575	2.241.652
Observaciones	167										

Para cada consejero calculamos el número de acciones restringidas y opciones al final de cada ejercicio. Las acciones restringidas se valoran al precio de la cotización de la acción al final del ejercicio. Cada opción y su delta se valoran según la fórmula de Black-Scholes-Merton con dividendos en el apéndice B.2 al final del ejercicio. Para estimar el valor de las opciones, se multiplica el valor de cada opción por el número de opciones en la cartera y se suma para todas las opciones en la cartera del consejero al final del ejercicio. Para estimar el delta agregado de la cartera, se multiplica el número de opciones por el delta de la opción y se suma para todas las opciones que el consejero tenga en su cartera al final del ejercicio. El delta agregado de las opciones se debe interpretar como la variación en euros de su cartera por cada euro que varíe el precio de la acción subyacente. El delta de las acciones coincide, por definición, con el número de acciones restringidas en la cartera del consejero al final del ejercicio. En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados.

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 8 se analizan las tres medidas de exposición de los consejeros a la rentabilidad de la empresa detalladas en la sección 2.

Se estima en primer lugar la medida de la ecuación (2), también llamada medida de Jensen-Murphy. Se calcula la proporción de participación de cada consejero en la empresa según la ecuación (5) y se multiplica por 1.000. Esto indica la variación esperada del valor de la cartera del consejero por cada 1.000 euros de variación en el valor de las acciones de la empresa. Para los consejeros ejecutivos no delegados, el valor de su cartera variaría, de media, 6 céntimos de euro, con una contribución de las acciones y las opciones muy similar. Esta cantidad llega a ser de 2,38 euros como máximo. En el panel B, para los consejeros delegados, la variación media es de 14 céntimos de euro, donde 9 céntimos provienen de las opciones y 5 de las acciones. La variación máxima es de 9,21 euros. Como referencia, cuando esta medida se calculó por primera vez para una muestra de consejeros delegados de EE. UU. entre 1975 y 1986, Jensen y Murphy (1990) estimaron que la cartera del consejero delegado medio crecía 3,25 dólares por cada 1.000 dólares de aumento en el valor de las acciones de la empresa. Esto los llevó a sentenciar que a los consejeros delegados se «les retribuye como a funcionarios», esto es, sin apenas incentivos. Los datos españoles son, por lo tanto, mucho más pesimistas *de media*, aunque los valores máximos

son relativamente elevados. Hall y Liebman (1998) argumentaron que, aunque la participación de los consejeros delegados en los beneficios de la empresa sea reducida (especialmente en las empresas grandes), los incentivos monetarios pueden ser elevados. Esto motivó la siguiente medida.

La segunda medida que se analiza corresponde a la ecuación (3). En primer lugar, se estima la distribución de rentabilidades de todas las empresas durante el periodo de la muestra. De esa distribución se obtiene la rentabilidad correspondiente a la mediana (16,19%) y al percentil 75 (33,68%). Seguidamente, se calcula cuánto cambia en euros el valor de la cartera de acciones y opciones del consejero al final de cada ejercicio cuando la rentabilidad hipotéticamente se duplica, pasando de la mediana de rentabilidad de la muestra al percentil 75. Se recalcula, para cada consejero, el valor de las acciones restringidas y opciones en cada periodo en ambos escenarios y se estima la variación en el valor de las acciones restringidas, las opciones y la cartera en su conjunto. Si la rentabilidad de las acciones de la empresa pasase del 16% al 33%, el consejero ejecutivo no delegado medio vería aumentado el valor de su riqueza en aproximadamente 143.486 euros, de los cuales más de 100.000 euros provenirían de las opciones. Para el 10% de observaciones con crecimientos más altos, el incremento del valor de la cartera sería al menos de 480.201 euros, llegando a los 4 millones de euros en su valor máximo. Para los consejeros delegados, el crecimiento medio de la cartera es de 188.520 euros, de los cuales 111.764 provienen de las acciones restringidas. Para el 10% de observaciones con crecimientos más altos, el incremento del valor de la cartera mínimo sería de 901.932 euros, alcanzando los 3,16 millones de euros en su valor máximo.

Para poner en perspectiva estas cantidades, debe recordarse que la remuneración media estimada en el cuadro 2 es de 2,3 millones para los consejeros no delegados y de 3,6 millones para los consejeros delegados.

Finalmente, para expresar las cantidades anteriormente estimadas en términos relativos, se calcula la elasticidad de la ecuación (4) para cada consejero. La elasticidad debe interpretarse como el cambio porcentual esperado en la riqueza estimada del consejero al final del ejercicio ante cambios del 16% al 33% en la rentabilidad de la empresa. Se asume que todos los componentes de la remuneración permanecen fijos excepto el valor de la cartera de acciones restringidas y opciones. Se estudian tres posibles escenarios. En primer lugar, el caso en que el consejero solo recibiera acciones restringidas (esto es, se ignora su cartera de opciones). En el segundo caso, se estudia la elasticidad si el consejero solo recibiera opciones (ignorando, en este caso, la cartera de acciones). Finalmente, se analiza el efecto sobre la cartera total de acciones restringidas y opciones en manos del consejero. La elasticidad media de los consejeros ejecutivos no delegados del panel A es de 0,28, lo que quiere decir que cuando la rentabilidad de la empresa se duplica (del 16% al 33%), la remuneración del consejero medio aumenta un 28%. La contribución fundamental a la elasticidad proviene de las opciones, y alcanza un valor de 4,95 para el 1% superior de la muestra, con un máximo de 14,75 —claramente un *outlier*—¹⁵. En comparación, la elasticidad de las acciones restringidas es mucho menor, con un valor máximo de 0,86. En el panel B, para los consejeros delegados, la elasticidad media de la cartera es de 0,14,

15 Corresponde a un consejero que solo recibió opciones en el año 2013.

con una contribución sustancial de las opciones (0,10), que llega a ser de 2,55 en su valor máximo. Como referencia, Frydman y Saks (2010) estiman la elasticidad de la cartera de acciones y opciones para los tres consejeros mejor pagados de una muestra de grandes empresas en EE. UU. entre 2000 y 2005. El valor mediano estimado es de 4,2 para una variación del valor de las acciones entre la mediana y el percentil 70.

Medidas de exposición de la cartera de acciones y opciones restringidas de los consejeros

CUADRO 8

Medida de exposición	Panel A. Consejeros ejecutivos										
	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
EUR por cambios de 1.000 EUR: acciones	0,04	0,19	0	0	0	0	0	0	0,03	0,99	1,59
EUR por cambios de 1.000 EUR: opciones	0,03	0,14	0	0	0	0	0	0	0,00	0,55	1,39
EUR por cambios de 1.000 EUR: cartera	0,06	0,29	0	0	0	0	0	0	0,09	1,84	2,38
EUR por cambios de p50 a p75: acciones	39.992	151.796	0	0	0	0	0	0	104	767.165	802.976
EUR por cambios de p50 a p75: opciones	103.494	392.064	0	0	0	0	0	0	231.192	2.193.995	3.335.390
EUR por cambios de p50 a p75: cartera	143.486	470.438	0	0	0	0	0	0	480.201	2.193.995	4.059.261
Elasticidad por cambios de p50 a p75: acciones	0,05	0,17	0	0	0	0	0	0	0,00	0,84	0,86
Elasticidad por cambios de p50 a p75: opciones	0,26	1,20	0	0	0	0	0	0	0,65	4,95	14,75
Elasticidad por cambios de p50 a p75: cartera	0,28	1,19	0	0	0	0	0	0	0,68	4,95	14,75
Observaciones	211										

Medida de exposición	Panel B. Consejeros delegados										
	Media	D. est.	Mín.	p1	p10	p25	Mediana	p75	p90	p99	Máx.
EUR por cambios de 1.000 EUR: acciones	0,05	0,27	0	0	0	0	0	0	0,03	2,34	2,38
EUR por cambios de 1.000 EUR: opciones	0,09	0,61	0	0	0	0	0	0	0,04	3,90	6,83
EUR por cambios de 1.000 EUR: cartera	0,14	0,87	0	0	0	0	0	0	0,10	6,24	9,21
EUR por cambios de p50 a p75: acciones	111.764	395.557	0	0	0	0	0	0	92.096	2.023.400	2.597.632
EUR por cambios de p50 a p75: opciones	76.756	243.114	0	0	0	0	0	0	233.471	1.252.289	1.257.689
EUR por cambios de p50 a p75: cartera	188.520	497.004	0	0	0	0	0	17.626	901.932	2.193.059	3.168.659
Elasticidad por cambios de p50 a p75: acciones	0,07	0,19	0	0	0	0	0	0	0,35	0,86	0,86
Elasticidad por cambios de p50 a p75: opciones	0,10	0,33	0	0	0	0	0	0	0,35	1,63	2,55
Elasticidad por cambios de p50 a p75: cartera	0,14	0,29	0	0	0	0	0	0,03	0,61	1,12	1,15
Observaciones	167										

El cuadro presenta tres medidas de exposición de la cartera de acciones restringidas y opciones de los consejeros ante cambios en el precio de las acciones. «EUR por cambios de 1.000 EUR» también se conoce como medida de Jensen-Murphy. Para las acciones se calcula dividiendo el número de acciones restringidas en la cartera del consejero entre el número de acciones de la empresa y multiplicando por 1.000 euros. Para las opciones, se calcula multiplicando el número de opciones por su delta y por 1.000 euros y dividiendo entre el número de acciones de la empresa. Para la cartera, es la suma de las dos medidas anteriores y corresponde a la ecuación (5) del artículo multiplicada por 1.000 euros. «EUR por cambios de p50 a p75» estima el cambio en euros del valor de las acciones, las opciones y la cartera del consejero al final del ejercicio cuando la rentabilidad de las acciones de la empresa pasa de la mediana de la muestra al percentil 75; esto es, del 16% al 33%. «Elasticidad por cambios de p50 a p75» se calcula como el cambio porcentual del valor de la riqueza esperada del consejero asumiendo, respectivamente, que el consejero solo recibe acciones restringidas, opciones, o ambas, cuando la rentabilidad de las acciones de la empresa pasa del 16% al 33%. En el panel A se incluyen los consejeros ejecutivos no delegados y en el panel B, los consejeros delegados.

Fuente: Elaboración propia.

En resumen, la evidencia plasmada en los cuadros 7 y 8 lleva a concluir que los consejeros del Ibex 35 no cuentan, de media, con suficientes incentivos. No obstante, si nos centramos en el 10% superior de la muestra que sí tiene una cartera de acciones restringidas y opciones, los incentivos sí son relevantes. Ante un hipotético aumento del 100% en la rentabilidad de la empresa, la riqueza esperada de los consejeros delegados se revaloriza como poco en 900.000 euros (un 61% en términos relativos) y hasta en 3,1 millones (un 115% en términos relativos). Los incentivos provenientes de las opciones son más fuertes que los derivados de las acciones restringidas, especialmente para los consejeros no delegados.

5 Conclusión

Se han analizado por separado los incentivos de los consejeros ejecutivos y los consejeros delegados de las empresas del Ibex 35 entre los años 2013 y 2017 a partir de los datos que las propias empresas facilitan a la autoridad de mercados (CNMV) en sus informes anuales (IARC).

De media, los consejeros ejecutivos (incluidos los consejeros delegados) muestran una exposición a la rentabilidad de la empresa muy baja. Esto se debe a cuatro factores evidenciados en el presente análisis:

- i) La retribución variable (el bonus) representa, de media, el 33% de la remuneración estimada entre los consejeros delegados del Ibex 35. Sin embargo, es fundamentalmente a corto plazo.
- ii) Como promedio, el valor de las acciones restringidas y las opciones otorgadas a los consejeros delegados de las empresas del Ibex 35 supone tan solo un 5% de su remuneración anual estimada, frente a la media del 19% en países de nuestro entorno.
- iii) Cuando el valor de la empresa se incrementa en 1.000 euros, el valor de la riqueza esperada del consejero medio aumenta solo en 6 céntimos (14 céntimos en el caso de los consejeros delegados).
- iv) Solo un 10% de los consejeros de la muestra cuenta con una cartera de acciones restringidas u opciones.

Cuando se analizan los incentivos entre el 10% de las observaciones que cuentan con una cartera de acciones restringidas y opciones, las conclusiones son algo más optimistas:

- i) El plazo de vencimiento medio de las opciones otorgadas durante los años de la muestra es algo superior a 3 años, llegando en algunos casos hasta casi los 6 años.
- ii) Un incremento hipotético del 100% en la rentabilidad de la empresa conllevaría un aumento estimado entre el 61% y el 115% del valor de la riqueza esperada de los consejeros delegados.

- iii) La exposición de los consejeros a la rentabilidad de la empresa se produce fundamentalmente a través de las opciones y, en menor medida, de las acciones restringidas.

Como cuestiones pendientes de estudio se plantean el análisis del diseño de los bonus a largo plazo y su impacto en las prácticas contables de la empresa (*earnings management*), la relación entre incentivos y riesgo, un análisis en profundidad de los incentivos implícitos en los sistemas de ahorro, y las implicaciones de la exposición de los consejeros delegados a la rentabilidad de la empresa para las decisiones de inversión y financiación que estos toman.

6 Referencias

Baker, G.P. y Hall, B.J. (2004). «CEO incentives and firm size». *Journal of Labor Economics*, Vol. 22, n.º 4, pp. 767–798.

Coles, J.L., Daniel, N.D. y Naveen, L. (2006). «Managerial incentives and risk-taking». *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, n.º 2, pp. 431–468.

Core, J.E. y Guay, W.R. (2002). «Estimating the value of employee stock option portfolios and their sensitivities to price and volatility». *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, n.º 3, pp. 613–630.

Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). «The structure of corporate ownership: Causes and consequences». *Journal of Political Economy*, Vol. 93, n.º 6, pp. 1.155–1.177.

Edmans, A. y Gabaix, X. (2016). «Executive compensation: A modern primer». *Journal of Economic Literature*, Vol. 54, n.º 4, pp. 1.232–1.287.

Edmans, A., Gabaix, X. y Landier, A. (2009). «A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium». *Review of Financial Studies*, Vol. 22, n.º 12, pp. 4.881–4.917.

Edmans, A., Gabaix, X. y Jenter, D. (2017). «Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence», en *Handbook of the Economics of Corporate Governance*, North Holland, Elsevier, pp. 383-539.

Frydman, C. y Saks, R. (2010). «Executive compensation: A new view from a long-term perspective, 1936–2005». *Review of Financial Studies*, Vol. 23, n.º 5, pp. 2.099–2.138.

Gayle, G.L. y Miller, R.A. (2009). «Has moral hazard become a more important factor in managerial compensation?». *American Economic Review*, Vol. 99, n.º 5, pp. 1.740–1.769.

Gibbons, R. y Murphy, K.J. (1992). «Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: Theory and evidence». *Journal of Political Economy*, Vol. 100, n.º 3, pp. 468–505.

Hall, B.J. y Liebman, J.B. (1998). «Are CEOs really paid like bureaucrats?». *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, n.º 3, pp. 653-691.

Jarque, A. y Muth, J. (2013). «Evaluating Executive Compensation Packages». *Economic Quarterly*, Vol. 99, n.º 4, pp. 251-285.

Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1990). «Performance pay and top-management incentives». *Journal of Political Economy*, Vol. 98, n.º 2, pp. 225-264.

Murphy, K.J. (1985). «Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, n.º 1, pp. 11-42.

Prendergast, C. (1999). «The provision of incentives in firms». *Journal of Economic Literature*, Vol. 37, n.º 1, pp. 7-63.

Prendergast, C. (2002). «The tenuous trade-off between risk and incentives». *Journal of Political Economy*, Vol. 110, n.º 5, pp. 1.071-1.102.

Rosen, S. (1992). «Contracts and the market for executives», en Werin, L. y Wijkander, H. (eds.). *Contract Economics*, Blackwell, Oxford, pp. 251-274.

Yermack, D. y Wei, C. (2011). «Investor reactions to CEOs' inside debt incentives». *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, n.º 11, pp. 3.813-3.840.

Apéndice A

Número de observaciones por empresa en la muestra

CUADRO A1

Empresa	Consejero ejecutivo (no delegado)	Consejero delegado
ABENGOA, S.A.	2	2
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S.A.	2	3
ACCIONA, S.A.	5	5
ACERINOX, S.A.	0	5
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S.A.	12	4
AENA, S.M.E., S.A.	0	3
AMADEUS IT GROUP, S.A.	0	4
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.	11	5
BANCO DE SABADELL, S.A.	10	5
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	9	4
BANCO SANTANDER, S.A.	17	7
BANKIA, S.A.	9	5
BANKINTER, S.A.	6	4
BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD HOLDING	2	2
CAIXABANK, S.A.	4	6

Número de observaciones por empresa en la muestra (continuación)

CUADRO A1

Empresa	Consejero ejecutivo (no delegado)	Consejero delegado
CELLNEX TELECOM, S.A.	0	2
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A.	0	5
EBRO FOODS, S.A.	0	1
ENAGÁS, S.A.	6	4
ENDESA, S.A.	6	4
FERROVIAL, S.A.	5	5
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A.	2	3
GAS NATURAL SDG, S.A.	4	5
GRIFOLS, S.A.	11	5
IBERDROLA, S.A.	3	5
INDRA SISTEMAS, S.A.	6	4
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.	0	4
INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S.A.	1	1
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S.A.	7	6
JAZZTEL, PLC.	2	2
MAPFRE, S.A.	20	5
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S.A.	10	5
MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL, S.A.	1	1
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.	3	3
OBRASCÓN HUARTE LAIN, S.A.	4	3
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S.A.	1	5
REPSOL, S.A.	7	4
SACYR, S.A.	0	4
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.	6	5
TÉCNICAS REUNIDAS, S.A.	5	5
TELFÓNICA, S.A.	9	5
VISCOFÁN, S.A.	3	2
Total observaciones	211	167

Cada observación corresponde a un consejero-empresa-año. Todos los consejeros delegados son ejecutivos menos uno, que es independiente.

Fuente: Elaboración propia.

Apéndice B

B.1 Definición de los componentes de la remuneración de los consejeros incluidos en el análisis

Según la Circular 4/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:

Sueldo

Importe de las retribuciones que no sean de carácter variable y que haya devengado el consejero por sus labores ejecutivas.

Remuneración fija

Importe de la compensación en metálico, con una periodicidad de pago preestablecida, ya sea o no consolidable en el tiempo y devengada por el consejero por su pertenencia al consejo, con independencia de la asistencia efectiva del consejero a las reuniones del consejo.

Remuneración por pertenencia a comisiones del consejo

Importe de otros conceptos distintos a las dietas, de los que sean beneficiarios los consejeros por su pertenencia a comisiones delegadas o consultivas del consejo, con independencia de la asistencia efectiva del consejero a las reuniones de las referidas comisiones.

Dietas

Importe total de las dietas por asistencia a las reuniones del consejo y, en su caso, de las comisiones delegadas.

Sistemas de ahorro a largo plazo

Deberá informarse de todos los planes de ahorro a largo plazo, incluyendo jubilación y cualquier otra prestación de supervivencia, financiados parcial o totalmente por la sociedad, ya sean dotados interna o externamente.

Indemnización

Cualquier retribución devengada por el consejero derivada de la extinción de la relación que le vincule con la sociedad.

Otros conceptos

Importe total de las restantes retribuciones devengadas en el ejercicio y que no hayan sido contempladas en los conceptos previos o en cualquiera de los siguientes apartados, incluidas las remuneraciones en especie. La remuneración en especie se valorará por el coste para la sociedad de la utilización, consumo u obtención de los bienes, derechos o servicios por parte del consejero.

Retribución variable a corto plazo

Importe variable ligado al desempeño o la consecución de una serie de objetivos (cuantitativos o cualitativos) individuales o de grupo, en un periodo de devengo igual o inferior a un ejercicio. A efectos de la presente circular, se entenderá que el consejero ha devengado la retribución variable a corto plazo en la fecha de finalización del periodo de devengo. El periodo de devengo es el plazo de tiempo durante el

cual se mide el desempeño del consejero a efectos de determinar su remuneración variable a corto plazo, con independencia del modo o plazo estipulados para el pago de dicha remuneración o si el pago queda sometido a diferimiento, retención, cláusulas *malus* de ajuste *ex post* o cláusulas de recuperación de las remuneraciones ya satisfechas (*clawback*).

Retribución variable a largo plazo

Importe variable ligado al desempeño o la consecución de una serie de objetivos (cuantitativos o cualitativos) individuales o de grupo, en un periodo de devengo superior a un ejercicio. A efectos de la presente circular, se entenderá que el consejero ha devengado la retribución variable a largo plazo en la fecha de finalización del periodo de devengo. El periodo de devengo es el plazo de tiempo durante el cual se mide el desempeño del consejero a efectos de determinar su remuneración variable a largo plazo, con independencia del modo o plazo estipulados para el pago de dicha remuneración o si el pago queda sometido a diferimiento, retención, cláusulas *malus* de ajuste *ex post* o cláusulas de recuperación de las remuneraciones ya satisfechas (*clawback*).

Beneficio bruto

En el caso de opciones sobre acciones, diferencia positiva entre el valor de cotización de las acciones en la fecha de liquidación de la opción y el precio de ejercicio, multiplicado por el número de acciones objeto de la opción ejercitada. En caso de liquidación por diferencias, se corresponderá con el importe bruto abonado al consejero en virtud de dicha liquidación. En el caso de derechos sobre la revalorización de las acciones, diferencia positiva entre el valor de cotización de las acciones en la fecha de liquidación de los derechos sobre la revalorización de las acciones y el precio de ejercicio, multiplicado por el número de derechos concedidos.

Acciones entregadas durante el ejercicio

Número de acciones entregadas durante el ejercicio *t* que no quedan sometidas a ulteriores condiciones, sin perjuicio de la aplicabilidad de cláusulas de devolución de retribuciones.

Opciones asignadas durante el ejercicio

Opciones concedidas al consejero, aunque su titularidad quede condicionada según el plan correspondiente al que estén sujetas.

Precio de ejercicio

Precio de compra en euros de las acciones que la opción da derecho a adquirir, de acuerdo con las condiciones del plan o el valor de la acción en euros a partir del cual se liquidarán los derechos sobre la revalorización de las acciones.

Plazo de ejercicio

Periodo de tiempo en el que un consejero podrá ejercitar las opciones sobre las que haya alcanzado efectivamente la titularidad, o en el que se liquidarán los derechos

sobre la revalorización de las acciones. El plazo que incluir será el máximo, sin perjuicio de que existan restricciones temporales a la venta.

B.2 Valoración de opciones según el modelo de Black-Scholes-Merton con dividendos

Para la valoración de las opciones de compra, seguimos el mismo procedimiento que en Coles, Daniel y Naveen (2006). La fórmula que se emplea es la siguiente:

$$C = Se^{-qT} N(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2),$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r - q + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}},$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r - q - \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}.$$

Donde:

- C es el valor de una opción europea de compra.
- S es el precio de la acción en el momento en que se valora ajustada por *stock splits* o «contrasplits». Si la fecha de entrega no aparece especificada, se considera que se entrega a mitad del año (1 de julio).
- X es el **precio de ejercicio** según aparece en el IARC (*strike price*).
- T es el **plazo de ejercicio** según aparece en el IARC. Corresponde al tiempo expresado en años desde la fecha de valoración hasta el vencimiento de la opción.
- r es la tasa de rentabilidad libre de riesgo. Utilizamos la rentabilidad anual del bono alemán en la fecha de valoración y con vencimiento igual al vencimiento (redondeado) de la opción.
- σ es la desviación estándar de los rendimientos de la acción durante los últimos 60 meses «winsorizada» entre el 5% y 95%.
- q es la rentabilidad promedio anualizada por dividendo durante los últimos 24 meses «winsorizada» entre el 5% y 95%.
- N es la distribución de probabilidad acumulada de una variable normal estandarizada.

Para calcular la sensibilidad del valor de la opción ante variaciones del precio de la acción subyacente utilizamos la siguiente fórmula de delta:

$$\Delta = \frac{\partial C}{\partial S} = e^{-qT} N(d_1).$$

Durante el periodo considerado en la muestra, se detectaron 26 nuevas emisiones de opciones para la retribución de consejeros. El siguiente cuadro detalla los datos estadísticos fundamentales de las variables anteriormente explicadas en estas nuevas emisiones.

Variables de las opciones sobre acciones otorgadas

CUADRO B2

	Unidades	Media	Des. Estánd.	Mínimo	Máximo	Observ.
S	Euros	14.192	15.991	1.543	66.760	26
X	Euros	14.303	16.479	1.350	62.840	26
T	Años	3,330	0,870	1,751	5,819	26
r	Puntos porc.	-0,002	0,004	-0,007	0,007	26
q	Puntos porc.	0,056	0,034	0,011	0,107	26
σ	Puntos porc.	0,088	0,021	0,058	0,119	26

Fuente: Elaboración propia.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al último trimestre de 2018 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Ley Orgánica 1/2019, de 20 de febrero**, por la que se modifica la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal, para transponer Directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero y de terrorismo, y abordar cuestiones de índole internacional.

Esta ley orgánica tiene por objeto la trasposición a nuestro ordenamiento de la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre las sanciones penales aplicables al abuso de mercado; la Directiva 2017/541/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de marzo de 2017, relativa a la lucha contra el terrorismo; y la Directiva (UE) 2017/1371 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de julio de 2017, sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho penal, así como el perfeccionamiento de la trasposición de la Directiva 2014/62/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a la protección penal del euro y otras monedas frente a la falsificación.

La trasposición de la Directiva 2014/57/UE contempla tres tipos penales diferenciados en la línea seguida por la propia directiva, que exige que los Estados miembros tipifiquen como infracciones penales —al menos en los casos graves y cuando se hayan cometido intencionadamente— las operaciones con información privilegiada, incluidas la recomendación o inducción a otra persona a realizar operaciones con información privilegiada; la comunicación ilícita de información privilegiada; y la manipulación de mercado, en los términos que se especifican en sus artículos 3 a 5. Todo ello con el fin de garantizar, en primer término, la integridad de los mercados financieros de la Unión y de aumentar, en un segundo plano, la protección de los inversores y la confianza en esos mercados.

Además, exige la consideración como infracciones penales de los actos de incitación, complicidad y tentativa de las indicadas operaciones, e igualmente la responsabilidad de las personas jurídicas en relación con la comisión de tales hechos delictivos.

La citada directiva forma parte del paquete integrado también por el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, el cual se ha completado a través de dos normas derivadas: el Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante periodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos; y el Reglamento Delegado (UE) 2016/957 de la Comisión, de 9 de marzo de 2016, en lo que respecta a las normas técnicas de

regulación aplicables a los mecanismos, sistemas y procedimientos apropiados, así como a las plantillas de notificación, que deben utilizarse para prevenir, detectar y notificar prácticas abusivas u órdenes u operaciones sospechosas.

Se opta por unos tipos penales que, en las conductas de mayor gravedad de manipulación de mercado y realización de operaciones con información privilegiada, se configuran como delitos graves. El bien jurídico protegido no se configura tanto en atención al contenido patrimonial o al propio orden socioeconómico como a la integridad de los mercados y la confianza de los inversores que actúan en ellos.

La trasposición de esta directiva requiere de una modificación específica del Código Penal, a fin de ajustar el contenido de sus artículos 284 y 285 a las previsiones de aquella norma, así como para incorporar un precepto que extienda, en los términos de esta directiva, el alcance conceptual de aquellos preceptos.

Adicionalmente, se incorporan en el Código Penal tres nuevos preceptos: el artículo 285 bis, para tipificar la comunicación ilícita de información privilegiada cuando ponga en peligro la integridad del mercado o la confianza de los inversores; el artículo 285 ter, para remitir, con pleno respeto del principio de legalidad, los contenidos conceptuales (instrumentos financieros, contratos, conductas, operaciones y órdenes previstos) a la normativa europea y española en materia de mercado e instrumentos financieros; y el artículo 285 quáter, para establecer de manera expresa la punición de los actos de proposición, conspiración y provocación a los tres delitos mencionados. También se reordena el reproche a los actos cometidos por una persona jurídica, cuando se declare la responsabilidad penal de esta, en consonancia con la gravedad de las conductas de la persona física.

La Directiva (UE) 2017/1371 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de julio de 2017, sobre la lucha contra el fraude que afecta a los intereses financieros de la Unión a través del Derecho penal, supone la regulación armonizada de estos fraudes, así como la penalización de otras conductas íntimamente vinculadas con ellos: el blanqueo de capitales, el cohecho y la malversación. Una de las primeras novedades que aporta la directiva es el aumento de la cuota defraudada para establecer la infracción penal contra la Hacienda de la Unión Europea, a cuyo efecto se han adaptado los correspondientes artículos. Igualmente, y para dar solución a problemas concursales que en la práctica se producían en la aplicación de los artículos 306 y 308, se ha optado por una regulación conjunta.

También como novedad introducida por la directiva y que prevé el artículo 4.4, letra b), se cuenta la ampliación del concepto de funcionario público que debe tenerse en cuenta en los delitos de cohecho y malversación (funcionarios extranjeros y de la Unión Europea para los delitos de cohecho).

Por otra parte, se perfecciona la trasposición de la Directiva 2014/62/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a la protección penal del euro y otras monedas frente a la falsificación.

Finalmente, se completa la regulación de los delitos de corrupción de acuerdo con las directrices del Grupo de Estados Contra la Corrupción (GRECO).

Esta ley orgánica entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Ley 1/2019, de 20 de febrero**, de Secretos Empresariales.
- **Acuerdo de 20 de febrero de 2019**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se aprueba el código de conducta relativo a las inversiones de las entidades sin ánimo de lucro.
- **Orden ECE/228/2019, de 28 de febrero**, sobre cuentas de pago básicas, procedimiento de traslado de cuentas de pago y requisitos de los sitios web de comparación.
- **Real Decreto-ley 5/2019, de 1 de marzo**, por el que se adoptan medidas de contingencia ante la retirada del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte de la Unión Europea sin que se haya alcanzado el acuerdo previsto en el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea.

El objeto de este real decreto-ley es la adopción de medidas de adaptación del ordenamiento jurídico español, con el fin de hacer frente a las consecuencias de la retirada de la Unión Europea del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, y de la Colonia de Gibraltar, sin un acuerdo celebrado con arreglo a lo dispuesto en el artículo 50.2 del Tratado de la Unión Europea.

Se destaca el capítulo IV, Actividades económicas, sección 1.^a, Servicios financieros. De ellas establece un marco para garantizar la continuidad de los contratos de servicios financieros prestados en España por entidades financieras establecidas en el Reino Unido o en Gibraltar. Una retirada sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea podría tener consecuencias para el sistema financiero.

Para evitar que el aumento de la incertidumbre y la pérdida de acceso al mercado europeo pudieran afectar a la estabilidad financiera o llegar a perjudicar a los clientes de los servicios financieros, se incluye una sección con medidas de contingencia relacionadas con los servicios financieros. Esta sección complementa las medidas adoptadas por la Comisión Europea, que ha limitado su actuación a garantizar las funciones críticas del sistema financiero europeo que dependen del acceso al mercado del Reino Unido.

Este real decreto-ley entrará en vigor el día en que los Tratados de la Unión Europea dejen de aplicarse al Reino Unido, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 50.3 del Tratado de la Unión Europea.

No obstante, este real decreto-ley no entrará en vigor en caso de que, previamente a dicha fecha, haya entrado en vigor un acuerdo de retirada formalizado entre la Unión Europea y el Reino Unido, de conformidad con el artículo 50.2 del Tratado de la Unión Europea.

- **Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo**, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico

y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.

Tiene por objeto la creación de la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera (AMCESFI) como autoridad macroprudencial nacional destinada a identificar, prevenir y mitigar el desarrollo del riesgo sistémico y procurar una contribución sostenible del sistema financiero al crecimiento económico y al desarrollo de las herramientas macroprudenciales que pueden adoptar el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, así como del procedimiento para su comunicación a la AMCESFI antes de su adopción.

- **Real Decreto-ley 6/2019, de 1 de marzo**, de medidas urgentes para garantía de la igualdad de trato y de oportunidades entre mujeres y hombres en el empleo y la ocupación.
- **Ley 5/2019, de 15 de marzo**, reguladora de los contratos de crédito inmobiliario.

Esta ley tiene por objeto establecer determinadas normas de protección de las personas físicas que sean deudores, fiadores o garantes de préstamos que estén garantizados mediante hipoteca u otro derecho real de garantía sobre bienes inmuebles de uso residencial, o cuya finalidad sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o inmuebles construidos o por construir.

La disposición final primera modifica la Ley Hipotecaria con la finalidad de integrar en ella las mejoras en la protección de los prestatarios en materia de vencimiento anticipado y el interés de demora y otras de carácter técnico.

La disposición final tercera modifica la Ley 2/1994, de 30 de marzo, sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios, modificada por la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece una determinada norma tributaria.

La disposición final séptima modifica la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, con la finalidad de dar acceso a la Central de Información de Riesgos del Banco de España a todas las entidades prestamistas de crédito inmobiliario.

La disposición final undécima modifica la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, con el fin de clarificar las condiciones y requisitos necesarios con los que la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. puede iniciar una demanda ejecutiva a efectos de que pueda desarrollar de forma eficaz las funciones que tiene encomendadas, preservándose su posición para la ejecución de las garantías de los activos financieros adquiridos. Dicha medida se enmarca en el objeto social singular de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. y en el interés público derivado de su

actividad dentro del proceso de reestructuración y saneamiento del sector bancario español.

Esta ley entrará en vigor a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

Normativa europea

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2019/255 de la Comisión, de 13 de febrero de 2019**, que modifica el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 821/2014, por el que se establecen disposiciones de aplicación del Reglamento (UE) n.º 1303/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las modalidades concretas de transferencia y gestión de las contribuciones del programa, la presentación de información sobre los instrumentos financieros, las características técnicas de las medidas de información y comunicación de las operaciones, y el sistema para el registro y el almacenamiento de datos.
- **Reglamento Delegado (UE) 2019/396 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2018**, por el que se modifica el Reglamento Delegado (UE) 2015/2205, el Reglamento Delegado (UE) 2016/592 y el Reglamento Delegado (UE) 2016/1178, por los que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la fecha en que surte efecto la obligación de compensación para determinados tipos de contrato.
- **Reglamento Delegado (UE) 2019/397 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2018**, que modifica el Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la fecha hasta la cual las contrapartes podrán seguir aplicando sus procedimientos de gestión del riesgo a ciertos contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.

Otros

- **Resolución de 25 de febrero de 2019**, de la Abogacía General del Estado-Dirección del Servicio Jurídico del Estado, por la que se publica el Convenio de asistencia jurídica con la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Resolución de 6 de marzo de 2019**, de la Oficina Independiente de Regulación y Supervisión de la Contratación, por la que se publica la Instrucción 1/2019, de 28 de febrero, sobre contratos menores, regulados en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emissiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE EMISORES								
Total	45	46	46	15	12	19	24	13
Ampliaciones de capital	45	44	45	14	12	19	24	13
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	0	0	0	2	1
Ampliaciones de capital liberadas	18	12	12	5	2	5	5	5
De las cuales dividendo elección	12	9	10	5	2	5	3	5
Ampliaciones de capital por conversión	8	5	6	1	4	2	2	2
De contrapartida no monetaria	3	8	7	2	0	3	3	0
Con derecho de suscripción preferente	11	8	10	4	1	2	3	2
Sin negociación de derechos de suscripción	11	15	16	4	5	7	10	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	81	89	81	22	14	19	26	13
Ampliaciones de capital	79	82	80	21	14	19	26	13
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	0	0	0	2	1
Ampliaciones de capital liberadas	25	16	17	5	2	5	5	5
De las cuales dividendo elección	19	13	15	5	2	5	3	5
Ampliaciones de capital por conversión	17	6	10	1	5	2	2	2
De contrapartida no monetaria	4	12	9	3	0	3	3	0
Con derecho de suscripción preferente	11	8	10	4	1	2	3	2
Sin negociación de derechos de suscripción	18	36	32	8	6	7	11	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	7	1	1	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	20.251,7	32.538,1	12.063,2	3.995,4	559,2	3.897,0	3.611,7	515,1
Ampliaciones de capital	19.745,1	29.593,6	11.329,5	3.261,7	559,2	3.897,0	3.611,7	515,1
Ofertas públicas de suscripción de valores	807,6	956,2	200,1	0,0	0,0	0,0	200,1	10,0
Ampliaciones de capital liberadas	5.898,3	3.807,3	3.939,7	1.362,8	133,1	2.120,3	323,5	310,7
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	1.362,8	133,1	2.120,3	299,0	310,7
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	1,6	223,9	153,3	9,9	13,0
De contrapartida no monetaria ³	1.791,7	8.469,3	2.999,7	1.179,1	0,0	1.263,4	557,3	0,0
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	574,7	63,0	109,2	141,5	171,0
Sin negociación de derechos de suscripción	2.390,2	6.880,5	2.912,9	143,5	139,2	250,7	2.379,5	10,5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	506,6	2.944,5	733,7	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.206,1	3.165,1	2.092,4	1.104,8	119,4	388,5	479,7	214,2
Ampliaciones de capital	4.189,8	2.662,8	1.810,6	823,0	119,4	388,5	479,7	214,2
Ofertas públicas de suscripción de valores	28,2	749,2	104,9	0,0	0,0	0,0	104,9	0,5
Ampliaciones de capital liberadas	877,8	324,3	381,6	132,6	1,5	170,8	76,7	140,9
De las cuales dividendo elección	708,0	299,1	357,1	132,6	1,5	170,8	52,2	140,9
Ampliaciones de capital por conversión	648,0	182,8	90,0	1,6	84,8	2,7	1,0	12,4
De contrapartida no monetaria	248,9	181,9	557,6	220,7	0,0	132,7	204,1	0,0
Con derecho de suscripción preferente	1.403,0	882,0	611,1	448,6	17,5	76,6	68,3	60,1
Sin negociación de derechos de suscripción	983,9	342,6	65,5	19,5	15,6	5,6	24,7	0,2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	16,3	502,3	281,7	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁴								
Número de emisores	15	13	8	1	3	3	2	4
Número de emisiones	21	15	12	3	3	4	2	4
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	13,2	95,7	52,3	3,4	17,3
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	13,2	95,7	52,3	3,4	17,3
De ellas, mediante OPS	9,7	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

2 Datos disponibles: febrero 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 cotización¹

CUADRO 1.2

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	130	134	133	133	133	131	133	132
Empresas extranjeras	7	7	8	7	7	8	8	8
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	11	11	11
Madrid	5	4	4	4	4	4	4	4
Barcelona	8	6	6	6	6	6	6	6
Bilbao	5	4	3	3	3	3	3	3
Valencia	3	3	3	3	3	3	3	3
MAB	3.336	2.965	2.842	2.910	2.879	2.856	2.842	2.821
Latibex	20	20	19	20	20	19	19	19

1 Datos al final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero de 2019.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
Mercado continuo (MC). Total ³	779.123,8	877.867,6	733.656,4	853.412,1	869.858,7	833.728,9	733.656,4	819.168,6
Empresas extranjeras ⁴	151.043,2	178.620,3	143.598,7	177.079,4	184.514,8	183.387,7	143.598,7	176.119,5
Ibex 35	484.059,2	534.250,1	444.178,3	511.770,8	494.267,2	482.579,5	444.178,3	471.518,1
Segundo mercado	114,1	49,9	37,4	49,7	38,2	39,3	37,4	45,5
Madrid	72,0	8,7	1,9	8,7	2,2	3,3	1,9	1,8
Barcelona	42,1	41,2	35,4	41,0	36,0	36,0	35,4	43,7
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	1.429,0	1.565,6	1.532,3	1.459,1	1.435,9
Madrid	289,9	165,9	219,4	164,4	254,4	234,2	219,4	219,4
Barcelona	1.136,6	1.134,3	1.318,4	1.276,7	1.432,7	1.399,3	1.318,4	1.298,5
Bilbao	54,0	211,3	56,5	209,1	283,5	263,3	56,5	56,5
Valencia	349,2	54,0	257,0	56,4	53,5	54,1	257,0	253,7
MAB ⁵	38.580,8	43.804,8	40.020,7	41.411,4	40.960,3	43.032,7	40.020,7	41.995,1
Latibex	198.529,6	215.277,7	223.491,3	284.843,2	209.870,5	239.781,3	223.491,3	223.630,7

1 Datos al final de periodo.

2 Datos disponibles: febrero 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
				I	II	III	IV	I ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	635.797,8	640.293,7	583.327,6	144.284,5	190.087,9	116.892,9	132.062,2	72.730,8
Empresas extranjeras	6.018,0	6.908,0	3.517,1	1.153,0	805,6	841,5	717,0	621,6
Segundo mercado	3,1	0,7	0,8	0,1	0,3	0,4	0,0	0,0
Madrid	2,7	0,5	0,6	0,0	0,1	0,4	0,0	0,0
Barcelona	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	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	1,0	3,1	2,0	2,1	0,6
Madrid	3,2	2,3	0,7	0,0	0,0	0,1	0,7	0,0
Barcelona	4,2	6,2	7,4	0,9	3,1	1,9	1,4	0,6
Bilbao	0,0	0,1	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
MAB	5.055,1	4.985,6	4.216,3	1.401,5	1.020,4	762,0	1.032,3	633,1
Latibex	156,4	130,8	151,6	43,8	33,2	31,6	43,0	28,0

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
En sesión	619.351,6	619.108,6	552.716,8	140.550,3	172.034,7	113.345,0	126.786,8	69.678,3
Órdenes	346.980,8	335.917,3	300.107,8	82.614,6	75.366,9	70.956,2	71.170,0	40.890,6
Aplicaciones	68.990,5	51.315,9	48.644,1	11.599,5	15.435,6	10.691,5	10.917,4	6.563,8
Bloques	203.380,2	231.875,3	203.965,0	46.336,1	81.232,2	31.697,3	44.699,3	22.223,9
Fuera de hora	1.996,2	2.373,8	1.667,2	421,1	746,6	154,0	345,5	444,1
Autorizadas	12.667,0	9.265,3	2.597,0	551,2	551,9	720,9	772,9	364,8
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	843,2	15.368,8	1.474,8	1.294,8	1.667,2
OPV	777,5	2.288,1	1.333,2	710,2	0,0	89,0	534,0	0,0
Toma de razón	37,3	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	200,0	0,0
Ejercicio de opciones	5.408,3	4.462,2	3.793,9	604,9	921,3	627,2	1.640,5	305,3
Operaciones de cobertura	1.833,8	2.405,7	2.037,8	603,6	464,6	482,0	487,6	271,1

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

2 Datos disponibles: febrero de 2019.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	51	48	43	15	16	16	20	14
Cédulas hipotecarias	13	9	12	3	4	4	7	5
Cédulas territoriales	3	1	2	0	0	0	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	12	9	7	7	7	8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	20	21	14	3	4	2	6	1
Pagarés de empresa	14	13	13	3	0	6	4	2
De titulación	1	1	1	1	0	0	0	0
Resto de pagarés	13	12	12	2	0	6	4	2
Otras emisiones de renta fija	1	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	4	1	1	1	1	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	399	378	303	89	69	69	76	50
Cédulas hipotecarias	41	28	28	7	4	4	13	7
Cédulas territoriales	4	1	2	0	0	0	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	277	276	215	70	52	53	40	40
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	61	58	41	8	12	5	16	1
Pagarés de empresa ²	15	13	13	3	0	6	4	2
De titulación	1	1	1	1	0	0	0	0
Resto de pagarés	14	12	12	2	0	6	4	2
Otras emisiones de renta fija	1	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	4	1	1	1	1	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	139.028,2	109.487,4	101.295,6	20.204,9	10.864,7	11.793,1	58.433,0	17.467,5
Cédulas hipotecarias	31.642,5	29.823,7	26.575,0	5.125,0	1.700,0	5.050,0	14.700,0	2.645,0
Cédulas territoriales	7.250,0	350,0	2.800,0	0,0	0,0	0,0	2.800,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170,4	30.006,2	35.836,4	4.983,4	1.176,6	1.430,7	28.245,7	12.461,5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	35.504,9	29.415,4	18.145,2	5.430,7	3.754,0	1.048,0	7.912,5	1.000,0
Pagarés de empresa ³	22.960,4	17.911,2	15.089,1	3.415,8	3.884,1	3.264,4	4.524,8	1.361,0
De titulación	1.880,0	1.800,0	240,0	0,0	240,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	21.080,4	16.111,2	14.849,1	3.415,8	3.644,1	3.264,4	4.524,8	1.361,0
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	981,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	1.000,0	2.850,0	1.250,0	350,0	1.000,0	250,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	4.278,7	6.504,6	4.923,0	1.856,5	832,0	933,2	1.301,3	350,0
Emisiones aseguradas	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
Total	130.141,0	121.556,6	76.751,3	30.948,9	9.852,9	10.932,3	25.017,2	39.635,5
Pagarés	22.770,6	18.388,9	15.007,0	3.201,6	3.934,0	2.797,8	5.073,5	1.472,9
Bonos y obligaciones	31.723,0	43.182,3	19.234,2	15.161,5	918,9	852,5	2.301,2	26.147,6
Cédulas hipotecarias	31.392,5	30.000,0	19.935,0	5.125,0	1.700,0	5.050,0	8.060,0	9.015,0
Cédulas territoriales	7.250,0	350,0	800,0	0,0	0,0	0,0	800,0	2.000,0
Bonos de titulación	35.504,9	28.635,4	18.925,2	6.210,7	2.950,0	1.232,0	8.532,5	1.000,0
Participaciones preferentes	0,0	1.000,0	2.850,0	1.250,0	350,0	1.000,0	250,0	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	1.500,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: febrero de 2019.

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	375	362	353	370	362	363	353	349
Renta fija privada	374	342	320	343	330	330	320	317
Pagarés	14	14	9	13	13	11	9	9
Bonos y obligaciones	52	48	45	48	46	46	45	44
Cédulas hipotecarias	43	41	40	41	41	41	40	38
Cédulas territoriales	9	7	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	276	262	244	265	254	253	244	242
Participaciones preferentes	9	4	7	4	5	6	7	6
Bonos matador	6	6	5	6	5	5	5	5
Deuda pública	1	20	33	27	32	33	33	32
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	14	14	14	13
Deuda pública extranjera	-	-	9	3	8	9	9	9
Otra deuda pública	-	7	8	8	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.637	2.468	2.851	2.563	2.890	2.881	2.851	2.845
Renta fija privada	2.433	2.084	1.917	2.059	1.999	1.964	1.917	1.903
Pagarés	351	179	106	137	122	101	106	100
Bonos y obligaciones	856	764	737	781	768	755	737	741
Cédulas hipotecarias	231	218	213	215	213	211	213	210
Cédulas territoriales	29	24	20	24	22	22	20	21
Bonos de titulización	948	889	828	891	863	863	828	819
Participaciones preferentes	12	4	8	5	6	7	8	7
Bonos matador	6	6	5	6	5	5	5	5
Deuda pública	204	384	934	504	891	917	934	942
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	192	226	243	230	228	226	243	240
Deuda autonómica	-	133	164	170	165	163	164	164
Deuda pública extranjera	-	-	502	75	470	500	502	513
Otra deuda pública	-	13	13	17	16	16	13	13
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	1.408.556,6	1.466.964,4	6.663.565,5	2.594.094,1	6.770.127,9	6.688.189,9	6.663.565,5	6.682.207,7
Renta fija privada	531.056,9	493.629,6	448.394,4	500.535,2	482.204,0	477.131,8	448.394,4	466.340,8
Pagarés	16.637,4	11.978,9	9.308,7	10.685,2	8.851,8	7.797,9	9.308,7	9.213,0
Bonos y obligaciones	85.477,8	70.127,7	47.894,0	79.437,4	74.340,9	73.761,6	47.894,0	61.860,2
Cédulas hipotecarias	180.677,5	181.308,7	183.266,8	180.317,9	177.490,8	180.845,1	183.266,8	187.663,7
Cédulas territoriales	29.387,3	23.862,3	18.362,3	23.862,3	22.062,3	20.062,3	18.362,3	19.862,3
Bonos de titulización	217.992,1	204.570,0	185.002,7	203.200,4	196.148,4	190.355,1	185.002,7	183.186,7
Participaciones preferentes	497,8	1.395,0	4.245,0	2.645,0	2.995,0	3.995,0	4.245,0	4.240,0
Bonos matador	386,9	386,9	314,8	386,9	314,8	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	877.499,6	973.334,7	6.215.171,1	2.093.558,9	6.287.923,9	6.211.058,2	6.215.171,1	6.215.866,9
Letras del Tesoro	81.037,1	78.835,2	70.442,2	72.599,4	69.375,7	68.538,1	70.442,2	70.049,4
Bonos y Obligaciones del Estado	796.462,5	864.059,7	918.000,0	890.343,3	901.887,3	917.024,0	918.000,0	928.860,9
Deuda autonómica	-	28.620,8	33.100,4	34.037,3	32.862,2	32.484,0	33.100,4	34.331,7
Deuda pública extranjera	-	-	5.192.055,3	1.093.949,8	5.281.341,3	5.190.554,7	5.192.055,3	5.181.051,6
Otra deuda pública	-	1.819,1	1.573,2	2.629,1	2.457,4	2.457,4	1.573,2	1.573,2

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	169.658,2	68.422,0	94.241,3	18.345,4	30.179,4	20.172,5	25.543,9	30.170,6
Renta fija privada	169.534,0	68.297,4	435,4	197,0	122,4	62,9	53,1	50,6
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	194,7	116,7	62,7	52,8	48,1
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	1,9	5,1	0,0	0,3	2,0
Participaciones preferentes	43,1	1.482,3	1,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,5
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	18.148,4	30.057,1	20.109,6	25.490,8	30.120,1
Letras del Tesoro	8,5	4,2	24.766,7	146,7	3.472,1	8.792,7	12.355,2	1.809,0
Bonos y Obligaciones del Estado	115,8	120,4	56.122,5	17.998,5	24.686,6	6.960,0	6.477,3	20.613,5
Deuda autonómica	-	0,0	3,2	3,1	0,1	0,0	0,0	26,0
Deuda pública extranjera	-	-	12.913,5	0,0	1.898,3	4.356,9	6.658,3	7.671,5
Otra deuda pública	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	169.658,3	68.422,0	94.241,3	18.345,4	30.179,4	20.172,5	25.543,9	30.170,6
Simple	127.643,7	57.723,9	94.241,3	18.345,4	30.179,4	20.172,5	25.543,9	30.170,6
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: febrero 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
				I	II	III	IV	I ¹
Total	117.373,0	49.230,2	92.661,9	17.891,9	30.171,0	20.168,5	24.430,5	30.166,7
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	17.891,9	30.171,0	20.168,5	24.430,5	30.166,7
Entidades de crédito	46.583,9	15.363,2	437,9	181,7	106,6	51,2	98,4	96,2
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	17.710,2	30.064,4	20.117,2	24.332,1	30.070,5
Administraciones públicas	4.969,7	3.196,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ²	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: febrero de 2019.

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

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	17	15	14	15	14	14	14	14
Emisores privados	7	7	6	7	6	6	6	6
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	7	7	6	7	6	6	6	6
Administraciones públicas ²	10	8	8	8	8	8	8	8
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	75	64	58	65	57	60	58	60
Emisores privados	26	24	19	24	19	19	19	19
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	26	24	19	24	19	19	19	19
Administraciones públicas ²	49	40	39	41	38	41	39	41
Comunidades autónomas	23	22	21	22	19	22	21	21
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	10.203,4	9.718,0	8.268,3	9.689,9	7.666,4	8.438,0	8.268,3	8.251,3
Emisores privados	899,4	760,6	589,8	735,8	640,1	611,9	589,8	572,5
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	735,8	640,1	611,9	589,8	572,5
Administraciones públicas ²	9.304,0	8.957,4	7.678,5	8.954,0	7.026,2	7.826,1	7.678,5	7.678,8
Comunidades autónomas	8.347,6	8.193,1	6.959,7	8.193,1	6.274,1	7.079,7	6.959,7	6.959,7

1 Datos disponibles: febrero 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				2019
				I	II	III	IV	I ¹
Total	165.472,0	131.475,0	96.708,0	30.800,0	20.094,0	20.309,0	25.505,0	26.617,0
Simples	165.472,0	131.475,0	96.708,0	30.800,0	20.094,0	20.309,0	25.505,0	26.617,0
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: febrero de 2019.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	360	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ²	360	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	7.468.299	6.911.671	6.983.287	1.872.019	1.725.341	1.552.198	1.833.729	1.259.448
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.836.500	6.268.290	6.342.478	1.704.051	1.595.835	1.430.789	1.611.803	971.945
Futuro mini sobre Ibex 35	249.897	161.886	149.023	42.749	39.544	30.556	36.175	232.711
Futuro micro sobre Ibex 35	-	-	-	-	-	-	-	17
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	58.044	43.372	70.725	15.588	13.247	7.218	34.672	15.885
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	1.619	7.753	2.745	859	706	690	490	0
Opción call mini	169.871	206.843	193.480	52.005	35.428	41.750	64.297	17.832
Opción put mini	152.368	223.527	224.835	56.767	40.582	41.195	86.292	21.058
Sobre acciones ⁵	32.736.458	32.335.004	31.412.879	7.804.263	8.424.744	6.542.076	8.641.796	4.202.666
Futuros	9.467.294	11.671.215	10.703.192	2.864.619	3.138.663	2.015.974	2.683.936	1.795.087
Futuros sobre dividendos de acciones	367.785	346.555	471.614	142.701	142.742	58.563	127.608	37.505
Futuros sobre dividendos de acciones plus	760	880	200	0	0	0	200	0
Opción call	11.239.662	8.848.643	7.761.974	1.968.560	2.089.005	1.786.866	1.917.543	1.126.176
Opción put	11.660.957	11.467.711	12.475.899	2.828.383	3.054.334	2.680.673	3.912.509	1.243.898

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

2 Nominal del contrato: 100.000 euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.688,6	2.433,6	2.084,9	819,7	630,8	313,9	320,5	404,6
Sobre acciones	1.438,2	939,5	819,0	269,9	239,1	141,0	169,0	194,7
Sobre índices	1.153,1	1.443,0	1.160,5	510,3	366,0	139,2	145,0	187,9
Otros ²	97,2	51,1	105,5	39,5	25,7	33,7	6,5	22,0
Número de emisiones	7.809	5.730	5.231	1.800	1.521	1.039	871	1.200
Número de emisores	5	6	5	5	5	4	3	4
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	650,0	1.964,5	953,0	302,0	401,0	250,0	0,0	0,0
Sobre acciones	650,0	1.950,0	950,0	300,0	400,0	250,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	14,5	3,0	2,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Otros ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	4	15	11	5	4	2	0	0
Número de emisores	1	2	2	2	2	1	0	0

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

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

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	715,5	462,6	435,2	103,2	93,1	86,0	152,9	59,1
Sobre acciones nacionales	248,4	156,8	93,3	17,2	25,5	20,7	29,8	13,6
Sobre acciones extranjeras	32,6	29,9	31,6	7,0	7,3	7,0	10,3	1,4
Sobre índices	420,4	266,0	305,5	77,8	59,1	57,5	111,1	44,0
Otros ²	14,2	9,9	4,8	1,2	1,2	0,8	1,6	0,2
Número de emisiones ³	6.296	5.084	3.986	1.059	1.109	864	954	828
Número de emisores ³	8	7	7	7	7	6	7	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,4	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.045,2	4.464,1	2.806,4	759,9	957,3	456,6	632,7	329,3
Número de fondos	33	8	6	8	6	6	6	6
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	349,3	359,3	288,9	340,1	334,1	334,1	288,9	300,6

1 Datos disponibles: febrero 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.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	40	41	39	40	40	40	39	39
Sucursales	27	24	25	26	26	26	25	20
Representantes	5.761	5.747	2.027	2.134	2.185	2.165	2.027	1.995
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	41	48	52	50	52	53	52	53
Sucursales	22	23	21	23	24	24	21	24
Representantes	492	461	414	393	430	423	414	369
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	2	1	1	1	1	1	1	1
Sucursales	8	0	0	0	0	0	0	0
Representantes	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	160	171	158	168	165	162	158	155
Sucursales	16	21	25	24	23	25	25	26
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	126	122	114	120	120	120	114	113

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
Total	3.310	3.340	3.477	3.398	3.434	3.438	3.477	3.519
Empresas de servicios de inversión	2.843	2.873	3.005	2.924	2.959	2.970	3.005	3.048
Comunitarias	2.840	2.870	3.002	2.921	2.956	2.967	3.002	3.045
Con sucursal	46	53	61	54	56	55	61	61
En libre prestación de servicios	2.794	2.817	2.941	2.867	2.900	2.912	2.941	2.984
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ²	467	467	472	474	475	468	472	471
Comunitarias	460	461	466	468	470	463	466	465
Con sucursal	55	52	53	54	54	53	53	51
En libre prestación de servicios	405	409	413	414	416	410	413	414
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	7	6	6	6	5	5	6	6
Con sucursal	5	4	3	4	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	2	3	2	2	2	3	3

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2016	2017	2018	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV
RENDA FIJA								
Total	4.625.411,6	3.727.687,0	3.082.789,5	840.921,2	865.998,4	888.233,8	644.508,3	684.049,0
Sociedades de valores	3.171.599,2	2.347.959,0	2.184.921,9	588.965,3	604.086,9	629.121,5	463.909,0	487.804,5
Mercados organizados nacionales	1.350.483,4	836.831,1	855.948,9	173.689,7	196.847,5	230.333,3	222.782,1	205.986,0
Otros mercados nacionales	1.570.540,0	1.255.087,2	1.111.231,9	349.221,0	336.165,9	338.333,8	205.198,5	231.533,7
Mercados extranjeros	250.575,8	256.040,7	217.741,1	66.054,6	71.073,5	60.454,4	35.928,4	50.284,8
Agencias de valores	1.453.812,4	1.379.728,0	897.867,6	251.955,9	261.911,5	259.112,3	180.599,3	196.244,5
Mercados organizados nacionales	25.247,8	6.067,6	6.237,8	1.024,2	1.667,7	1.231,9	944,6	2.393,6
Otros mercados nacionales	1.222.925,7	1.175.387,4	702.731,7	208.188,7	206.815,7	206.672,4	148.974,5	140.269,1
Mercados extranjeros	205.638,9	198.273,0	188.898,1	42.743,0	53.428,1	51.208,0	30.680,2	53.581,8
RENDA VARIABLE								
Total	798.564,7	804.328,3	630.896,1	216.783,5	161.477,8	213.323,2	118.831,1	137.264,0
Sociedades de valores	636.727,0	660.312,8	600.442,4	158.155,7	149.934,8	204.926,8	114.083,1	131.497,7
Mercados organizados nacionales	583.283,9	610.682,8	525.648,7	145.357,3	135.402,8	173.871,0	105.785,0	110.589,9
Otros mercados nacionales	2.313,1	3.178,2	839,1	647,5	201,1	290,6	143,7	203,7
Mercados extranjeros	51.130,0	46.451,8	73.954,6	12.150,9	14.330,9	30.765,2	8.154,4	20.704,1
Agencias de valores	161.837,7	144.015,5	30.453,7	58.627,8	11.543,0	8.396,4	4.748,0	5.766,3
Mercados organizados nacionales	11.090,1	7.037,7	6.462,5	2.313,8	1.871,9	1.625,2	1.176,9	1.788,5
Otros mercados nacionales	8.902,9	12.052,0	1.328,5	4.831,0	463,0	319,2	217,1	329,2
Mercados extranjeros	141.844,7	124.925,8	22.662,7	51.483,0	9.208,1	6.452,0	3.354,0	3.648,6

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1, 2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2016	2017	2018	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV
Total	10.985.305,6	10.708.583,9	10.308.915,0	3.145.938,1	2.812.720,9	2.659.541,6	2.257.783,7	2.578.868,8
Sociedades de valores	10.698.379,2	10.528.524,3	10.065.090,4	3.092.685,7	2.750.608,8	2.595.678,8	2.212.452,0	2.506.350,8
Mercados organizados nacionales	4.842.990,7	5.330.761,9	5.457.270,1	1.755.443,2	1.399.069,6	1.384.442,9	1.250.515,7	1.423.241,9
Mercados organizados extranjeros	5.204.785,7	4.676.156,7	3.927.718,5	1.161.762,4	1.178.164,9	1.036.058,2	863.611,6	849.883,8
Mercados no organizados	650.602,8	521.605,7	680.101,8	175.480,1	173.374,3	175.177,7	98.324,7	233.225,1
Agencias de valores	286.926,4	180.059,6	243.824,6	53.252,4	62.112,1	63.862,8	45.331,7	72.518,0
Mercados organizados nacionales	20.935,4	17.171,0	30.836,1	7.512,7	4.748,4	9.147,5	5.236,5	11.703,7
Mercados organizados extranjeros	59.427,1	48.043,8	105.915,8	19.445,7	30.026,3	27.491,9	21.002,9	27.394,7
Mercados no organizados	206.563,9	114.844,8	107.072,7	26.294,0	27.337,4	27.223,4	19.092,3	33.419,6

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

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2016	2017	2018	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	15.818	12.601	16.170	12.601	13.321	13.968	14.928	16.170
Sociedades de valores. Total	5.743	3.769	3.805	3.769	3.862	3.903	3.900	3.805
IIC ³	34	18	37	18	22	28	32	37
Otras ⁴	5.709	3.751	3.768	3.751	3.840	3.875	3.868	3.768
Agencias de valores. Total	6.512	8.831	12.364	8.831	9.459	10.065	11.028	12.364
IIC ³	90	89	83	89	90	93	91	83
Otras ⁴	6.422	8.742	12.281	8.742	9.369	9.972	10.937	12.281
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	3.563	1	1	1	-	-	-	1
IIC ³	1	1	1	1	-	-	-	1
Otras ⁴	3.562	0	0	0	-	-	-	0
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	13.298.318	36.923.861	4.843.460	36.923.861	5.589.254	6.029.150	5.554.205	4.843.460
Sociedades de valores. Total	5.534.052	33.958.038	2.205.697	33.958.038	2.597.455	2.793.817	2.417.154	2.205.697
IIC ³	890.371	344.474	838.379	344.474	486.772	641.621	834.096	838.379
Otras ⁴	4.643.682	33.613.564	1.367.318	33.613.564	2.110.683	2.152.195	1.583.058	1.367.318
Agencias de valores. Total	2.557.207	2.949.741	2.619.297	2.949.741	2.991.799	3.235.333	3.137.051	2.619.297
IIC ³	1.352.653	1.595.851	1.295.580	1.595.851	1.676.348	1.728.140	1.662.052	1.295.580
Otras ⁴	1.204.553	1.353.890	1.323.717	1.353.890	1.315.451	1.507.193	1.474.999	1.323.717
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	5.207.059	16.082	18.466	16.082	-	-	-	18.466
IIC ³	15.916	16.082	18.466	16.082	-	-	-	18.466
Otras ⁴	5.191.143	0	0	0	-	-	-	0

1 Datos al final de periodo.

2 Desde el primer trimestre de 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^{1,2}

CUADRO 2.6

	2016	2017	2018	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAFI) ³	21.341	20.170	23.155	20.170	21.471	22.721	24.116	23.155
Sociedades de valores. Total ⁴	4.678	5.125	5.269	5.125	5.269	5.523	5.825	5.269
Clientes minoristas	4.669	5.108	5.239	5.108	5.251	5.497	5.795	5.239
Clientes profesionales	3	6	21	6	9	17	21	21
Contrapartes elegibles	6	11	9	11	9	9	9	9
Agencias de valores. Total ⁴	14.358	15.045	17.886	15.045	16.202	17.198	18.291	17.886
Clientes minoristas	14.170	14.881	17.632	14.881	16.030	17.016	18.108	17.632
Clientes profesionales	154	132	199	132	125	134	134	199
Contrapartes elegibles	34	32	55	32	47	48	49	55
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total	2.305	0	0	0	-	-	-	0
Clientes minoristas	2.303	0	0	0	-	-	-	0
Clientes profesionales	2	0	0	0	-	-	-	0
Contrapartes elegibles	0	0	0	0	-	-	-	0
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁵ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAFI) ³	11.515	17.123	35.287	17.123	3.191	6.625	11.411	35.287
Sociedades de valores	2.547	5.551	9.562	5.551	1.099	2.352	4.945	9.562
Agencias de valores	8.614	11.572	25.725	11.572	2.092	4.273	6.466	25.725
Sociedades gestoras de cartera ³	354	0	0	0	-	-	-	0

1 Datos al final de periodo.

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

3 Desde el primer trimestre de 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 Los totales incluyen clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

5 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.

Miles de euros ¹	2016	2017 ²	2018	2018				2019
				I ³	II ³	III	IV	I ⁴
I. Margen de intereses	53.930	21.377	73.969	8.665	46.031	50.418	73.969	647
II. Comisiones netas	373.552	402.154	296.037	77.836	151.557	224.194	296.037	16.388
Comisiones percibidas	538.586	549.298	414.595	109.553	213.150	314.030	414.595	23.756
Tramitación y ejecución de órdenes	245.700	217.601	160.320	48.289	92.739	125.574	160.320	8.217
Colocación y aseguramiento de emisiones	5.955	17.553	11.090	1.015	2.029	7.732	11.090	26
Dépósito y anotación de valores	47.843	38.200	42.958	10.720	21.937	31.676	42.958	2.923
Gestión de carteras	23.738	49.720	13.505	3.930	7.765	10.298	13.505	1.002
Diseño y asesoramiento	14.648	16.406	21.135	3.370	7.716	12.663	21.135	1.214
Búsqueda y colocación de paquetes	2.155	1.500	543	10	211	275	543	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	75.505	83.354	55.483	14.588	28.185	42.614	55.483	4.354
Otras	123.042	124.964	109.561	27.632	52.569	83.198	109.561	6.019
Comisiones satisfechas	165.034	147.144	118.558	31.717	61.593	89.836	118.558	7.368
III. Resultado de inversiones financieras	104.292	43.725	27.088	9.004	16.138	23.262	27.088	3.417
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.177	28.507	16.614	5.789	12.451	17.830	16.614	2.139
V. Margen bruto	530.597	495.763	413.708	101.294	226.177	315.704	413.708	22.591
VI. Resultado de explotación	169.499	145.364	85.837	21.793	62.998	71.194	85.837	-2.018
VII. Resultado de actividades continuadas	140.521	120.683	91.771	20.153	60.661	73.535	91.771	-2.037
VIII. Resultado neto del ejercicio	140.521	157.065	91.771	20.153	60.661	73.535	91.771	-2.037

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 revisados en marzo de 2019.

3 Datos revisados en diciembre de 2018.

4 Datos disponibles: enero de 2019.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2016	2017 ²	2018	2017	2018	II ³	III	IV
				IV ²	I ³			
TOTAL								
Total	152.893	92.832	114.751	92.832	23.650	74.932	91.929	114.751
Activos monetarios y deuda pública	8.332	3.909	11.193	3.909	1.368	4.042	4.996	11.193
Otros valores de renta fija	35.415	34.369	11.842	34.369	7.009	9.231	13.858	11.842
Cartera interior	19.863	20.941	8.304	20.941	3.502	2.371	4.898	8.304
Cartera exterior	15.552	13.428	3.538	13.428	3.507	6.860	8.960	3.538
Renta variable	135.587	53.601	10.844	53.601	1.496	5.531	8.216	10.844
Cartera interior	14.010	11.494	9.901	11.494	1.452	5.105	7.504	9.901
Cartera exterior	121.577	42.107	943	42.107	44	426	712	943
Derivados	-52.325	-40.286	-1.167	-40.286	14	-159	-112	-1.167
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-471	-288	-107	-288	0	-20	-46	-107
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-1.030	114	3.884	114	599	1.223	2.732	3.884
Diferencias de cambio netas	-29.730	4.353	283	4.353	-531	194	73	283
Otros productos y cargas de explotación	28.555	24.154	16.330	24.154	6.320	12.257	17.757	16.330
Otras operaciones	28.560	12.906	61.649	12.906	7.375	42.633	44.455	61.649
MARGEN DE INTERESES								
Total	53.930	21.377	73.968	21.377	8.664	46.032	50.419	73.968
Activos monetarios y deuda pública	1.708	1.576	2.036	1.576	782	1.019	1.446	2.036
Otros valores de renta fija	1.742	1.285	1.300	1.285	293	655	946	1.300
Cartera interior	809	415	124	415	27	51	72	124
Cartera exterior	933	870	1.176	870	266	604	874	1.176
Renta variable	24.619	6.140	3.673	6.140	108	1.777	2.479	3.673
Cartera interior	3.298	3.047	2.892	3.047	44	1.291	1.956	2.892
Cartera exterior	21.321	3.093	781	3.093	64	486	523	781
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-471	-288	-107	-288	0	-20	-46	-107
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-1.030	114	3.884	114	599	1.223	2.732	3.884
Otras operaciones	27.362	12.550	63.182	12.550	6.882	41.378	42.862	63.182
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	104.291	43.725	27.088	43.725	9.004	16.137	23.262	27.088
Activos monetarios y deuda pública	6.624	2.333	9.157	2.333	586	3.023	3.550	9.157
Otros valores de renta fija	33.673	33.084	10.542	33.084	6.716	8.576	12.912	10.542
Cartera interior	19.054	20.526	8.180	20.526	3.475	2.320	4.826	8.180
Cartera exterior	14.619	12.558	2.362	12.558	3.241	6.256	8.086	2.362
Renta variable	110.968	47.461	7.171	47.461	1.388	3.754	5.737	7.171
Cartera interior	10.712	8.447	7.009	8.447	1.408	3.814	5.548	7.009
Cartera exterior	100.256	39.014	162	39.014	-20	-60	189	162
Derivados	-52.325	-40.286	-1.167	-40.286	14	-159	-112	-1.167
Otras operaciones	5.351	1.133	1.385	1.133	300	943	1.175	1.385
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-5.328	27.730	13.695	27.730	5.982	12.763	18.248	13.695
Diferencias de cambio netas	-29.730	4.353	283	4.353	-531	194	73	283
Otros productos y cargas de explotación	28.555	24.154	16.330	24.154	6.320	12.257	17.757	16.330
Otras operaciones	-4.153	-777	-2.918	-777	193	312	418	-2.918

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 revisados en marzo de 2019.

3 Datos revisados en diciembre de 2018.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2016	2017	2018	2018				2019
				I ²	II ²	III	IV	I ³
I. Margen de intereses	903	3.127	1.583	83	1.076	1.278	1.583	21
II. Comisiones netas	108.111	120.194	135.782	26.669	57.465	87.192	135.782	9.605
Comisiones percibidas	129.682	142.323	156.624	31.525	68.417	102.975	156.624	11.100
Tramitación y ejecución de órdenes	24.181	20.459	20.018	5.195	10.415	14.486	20.018	1.902
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.193	3.427	1.120	333	849	949	1.120	1
Depósito y anotación de valores	603	924	824	179	424	633	824	69
Gestión de carteras	11.054	12.492	15.412	3.257	6.859	11.143	15.412	1.084
Diseño y asesoramiento	8.980	11.935	26.446	2.179	4.462	6.765	26.446	685
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	59.398	63.821	14.144	30.867	47.810	63.821	4.785
Otras	31.128	33.689	28.983	6.238	14.539	21.189	28.983	2.574
Comisiones satisfechas	21.571	22.129	20.842	4.856	10.952	15.783	20.842	1.495
III. Resultado de inversiones financieras	245	1.139	-51	-69	-86	220	-51	411
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.030	-1.706	-279	-430	-775	-1.194	-279	-14
V. Margen bruto	108.229	122.754	137.035	26.253	57.680	87.496	137.035	10.023
VI. Resultado de explotación	10.140	16.929	12.031	1.140	5.460	8.725	12.031	1.625
VII. Resultado de actividades continuadas	6.982	11.890	7.459	934	4.868	7.767	7.459	1.480
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.982	11.890	7.459	934	4.868	7.767	7.459	1.480

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 revisados en diciembre de 2018.

3 Datos disponibles: enero de 2019.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.10

Miles de euros ²	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	2017	2018	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	44,13	33,40	42,46	33,40	35,96	35,23	34,20	42,46
Exceso de recursos propios (miles de euros)	965.833	803.793	916.520	803.793	868.636	836.468	825.626	916.520
% exceso ⁴	451,60	317,54	430,78	317,54	349,54	340,35	327,45	430,78
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	15	18	21	18	23	18	20	21
> 100-≤ 300%	25	23	28	23	21	20	22	28
> 300-≤ 500%	13	14	9	14	14	18	18	9
> 500%	18	18	16	18	16	19	15	16
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	45,97	34,28	45,27	34,28	37,39	36,48	35,54	45,27
Exceso de recursos propios (miles de euros)	912.248	755.143	875.190	755.143	826.890	789.353	780.992	875.190
% exceso ⁴	474,60	328,55	465,85	328,55	367,34	356,01	344,24	465,85
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	8	8	7	8	10	7	9	7
> 100-≤ 300%	11	10	10	10	8	8	7	10
> 300-≤ 500%	9	8	6	8	7	9	10	6
> 500%	12	13	15	13	14	15	13	15
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	26,35	24,69	21,26	24,69	22,27	23,68	22,13	21,26
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.620	48.452	41.134	48.452	41.746	47.115	44.634	41.134
% exceso ⁴	229,33	208,66	165,74	208,66	178,35	195,97	176,67	165,74
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	7	10	14	10	13	11	11	14
> 100-≤ 300%	13	12	17	12	13	12	15	17
> 300-≤ 500%	4	6	3	6	7	9	8	3
> 500%	5	5	1	5	2	4	2	1
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	61,64	30,70	30,00	30,70	-	-	-	30,00
Exceso de recursos propios (miles de euros)	5.965	198	196	198	-	-	-	196
% exceso ⁴	670,22	282,86	272,00	282,86	-	-	-	272,00
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	0	0	0	0	-	-	-	0
> 100-≤ 300%	1	1	1	1	-	-	-	1
> 300-≤ 500%	0	0	0	0	-	-	-	0
> 500%	1	0	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 el primer trimestre de 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^{1, 2}

CUADRO 2.12

	2016	2017	2018	2017	2018	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL³								
Media (%) ⁴	15,74	17,73	12,27	17,73	7,47	11,78	9,83	12,27
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	20	40	20	36	34	35	40
0-≤ 15%	31	28	22	28	19	22	23	22
> 15-≤ 45%	17	22	10	22	21	18	17	10
> 45-≤ 75%	6	4	6	4	5	4	6	6
> 75%	11	15	14	15	9	14	12	14
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ⁴	15,93	17,84	12,16	17,84	7,70	11,72	9,52	12,16
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	7	18	7	14	14	16	18
0-≤ 15%	20	17	12	17	13	12	13	12
> 15-≤ 45%	6	11	5	11	10	10	9	5
> 45-≤ 75%	2	1	2	1	3	2	1	2
> 75%	5	4	2	4	0	2	1	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ⁴	11,30	16,49	13,24	16,49	4,94	12,49	13,43	13,24
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	13	21	13	22	20	19	21
0-≤ 15%	10	11	10	11	6	10	10	10
> 15-≤ 45%	11	10	5	10	11	8	8	5
> 45-≤ 75%	3	3	4	3	2	2	5	4
> 75%	6	11	12	11	9	12	11	12
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA³								
Media (%) ⁴	46,28	20,65	-0,84	20,65	-	-	-	-0,84
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	1	0	-	-	-	1
0-≤ 15%	1	0	0	0	-	-	-	0
> 15-≤ 45%	0	1	0	1	-	-	-	0
> 45-≤ 75%	1	0	0	0	-	-	-	0
> 75%	0	0	0	0	-	-	-	0

1 Datos revisados en marzo de 2019.

2 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.

3 Desde el primer trimestre de 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.

4 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros	2014	2015	2016	2017	2018
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
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
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	48.460	57.231	52.534	65.802	61.851
Comisiones percibidas	47.641	56.227	51.687	65.191	61.021
Otros ingresos	819	1.004	847	611	831
PATRIMONIO NETO					
Total	24.808	25.021	24.119	32.803	33.798
Capital social	5.372	5.881	6.834	8.039	6.894
Reservas y remanentes	7.978	7.583	12.123	13.317	15.469
Resultado del ejercicio ³	11.458	11.481	7.511	11.361	10.746
Resto de fondos propios	-	76	-2.349	86	688

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI 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^a

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

CUADRO 3.1

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	5.035	4.564	4.386	4.516	4.444	4.420	4.386	4.371
Fondos de inversión	1.748	1.676	1.617	1.668	1.628	1.630	1.617	1.620
Sociedades de inversión	3.239	2.833	2.713	2.793	2.763	2.734	2.713	2.694
IIC de IIC de inversión libre	7	8	7	8	7	7	7	7
IIC de inversión libre	41	47	49	47	46	49	49	50
Total IIC inmobiliarias	9	7	7	7	7	7	7	6
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	4	4	4	4	4	4	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	941	1.013	1.024	1.009	1.022	1.031	1.024	1.009
Fondos extranjeros comercializados en España	441	455	429	450	446	445	429	406
Sociedades extranjeras comercializadas en España	500	558	595	559	576	586	595	603
SGIIC	101	109	119	113	116	117	119	119
Depositarias IIC	56	54	37	53	44	41	37	36

1 Datos disponibles: febrero de 2019.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva^{1,2}

CUADRO 3.2

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ³
Total IIC de carácter financiero	8.704.329	10.704.585	11.627.118	11.435.510	11.851.561	11.744.182	11.627.118	11.579.471
Fondos de inversión	8.248.249	10.283.312	11.213.482	11.015.788	11.431.573	11.327.950	11.213.482	11.166.161
Sociedades de inversión	456.080	421.273	413.636	419.722	419.988	416.232	413.636	413.310
Total IIC inmobiliarias	4.601	1.424	905	1.517	908	906	905	691
Fondos de inversión inmobiliaria	3.927	1.097	483	1.092	483	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	674	327	422	425	425	423	422	208
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{4,5}	1.748.604	1.984.474	n.d.	3.253.485	3.325.314	3.035.849	n.d.	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	372.872	431.295	n.d.	639.377	662.625	593.388	n.d.	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.375.732	1.553.179	n.d.	2.614.108	2.662.689	2.442.461	n.d.	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 Los datos de IIC extranjeras de 2018 son estimados con los datos recibidos hasta la fecha: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, 95,5% en el segundo y 93,9% en el tercero.

3 Datos disponibles: enero de 2019.

4 Solo incluye datos de las UCITS. Hasta el IV trimestre de 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 colectiva¹

CUADRO 3.3

Millones de euros	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
Total IIC de carácter financiero	269.953,8	296.619,5	286.930,9	302.020,1	304.605,7	305.404,2	286.930,9	292.562,3
Fondos de inversión ³	237.862,2	265.194,8	259.095,0	271.264,3	273.774,0	274.645,4	259.095,0	263.755,7
Sociedades de inversión	32.091,6	31.424,7	27.835,9	30.755,8	30.831,7	30.758,8	27.835,9	28.806,5
Total IIC inmobiliarias	1.077,4	991,4	1.058,2	920,5	880,3	877,9	1.058,2	1.058,4
Fondos de inversión inmobiliaria	370,1	360,0	309,4	360,9	309,4	309,4	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	707,3	631,4	748,8	559,6	570,9	568,5	748,8	749,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{4,5}	114.990,2	150.420,6	n.d.	161.394,0	174.946,1	180.924,1	n.d.	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	21.337,5	26.133,9	n.d.	27.908,5	33.038,4	34.880,5	n.d.	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	93.652,8	124.286,7	n.d.	133.485,5	141.907,7	146.043,6	n.d.	n.d.

1 Los datos de IIC extranjeras de 2018 se estiman con los datos recibidos hasta la fecha: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, el 95,5% en el segundo y el 93,9% en el tercero.

2 Datos disponibles: enero 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 diciembre de 2018, del orden de 6.095,6 millones de euros.

4 Solo incluye datos de las UCITS. Hasta el IV trimestre de 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	2017	2018			
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	237.862,2	265.194,8	259.095,0	265.194,8	271.264,3	273.774,0	274.645,4	259.095,0
Cartera de inversiones financieras	219.141,1	244.598,0	241.016,2	244.598,0	249.808,0	250.815,1	253.303,6	241.016,2
Cartera interior	95.799,1	83.032,1	74.486,1	83.032,1	83.206,6	78.221,9	75.622,0	74.486,1
Valores representativos de deuda	63.471,1	55.389,1	50.537,5	55.389,1	54.869,3	51.096,6	48.998,8	50.537,5
Instrumentos de patrimonio	8.529,9	10.911,7	10.868,4	10.911,7	12.192,4	12.419,1	12.330,6	10.868,4
Instituciones de inversión colectiva	6.249,5	7.625,9	6.984,9	7.625,9	7.907,1	7.666,1	7.982,1	6.984,9
Depósitos en EE. CC.	17.134,3	8.657,1	5.854,8	8.657,1	7.871,1	6.696,5	5.973,5	5.854,8
Derivados	405,7	441,4	235,4	441,4	359,7	337,8	331,8	235,4
Otros	8,5	6,8	5,2	6,8	7,1	5,9	5,3	5,2
Cartera exterior	123.336,0	161.556,6	166.522,5	161.556,6	166.594,4	172.586,0	177.674,3	166.522,5
Valores representativos de deuda	56.307,9	67.794,0	74.079,1	67.794,0	69.764,9	73.945,3	76.175,4	74.079,1
Instrumentos de patrimonio	20.035,3	27.081,8	26.660,8	27.081,8	28.031,5	29.236,3	30.409,3	26.660,8
Instituciones de inversión colectiva	46.435,1	66.099,9	65.624,3	66.099,9	68.426,1	68.981,4	70.839,7	65.624,3
Depósitos en EE. CC.	81,2	74,7	21,1	74,7	38,5	38,4	38,4	21,1
Derivados	474,3	504,7	136,0	504,7	332,1	383,3	210,0	136,0
Otros	2,3	1,4	1,2	1,4	1,4	1,3	1,4	1,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,1	9,3	7,6	9,3	7,1	7,2	7,3	7,6
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	19.988,5	21.265,2	22.157,5	20.668,7	16.897,1
Neto deudores/acreedores	328,5	608,3	1.181,7	608,3	191,1	801,4	673,1	1.181,7

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2016	2017	2018	2017	2018	II	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	32.091,6	31.424,7	27.835,9	31.424,7	30.755,8	30.831,7	30.758,8	27.835,9
Cartera de inversiones financieras	28.127,7	28.804,9	24.840,8	28.804,9	28.072,2	27.989,2	27.919,3	24.840,8
Cartera interior	7.707,1	6.229,4	5.031,5	6.229,4	5.714,0	5.640,4	5.390,3	5.031,5
Valores representativos de deuda	2.395,4	1.653,8	1.433,8	1.653,8	1.275,2	1.334,2	1.237,0	1.433,8
Instrumentos de patrimonio	2.871,9	2.674,5	2.193,7	2.674,5	2.684,5	2.586,4	2.543,9	2.193,7
Instituciones de inversión colectiva	1.485,3	1.625,9	1.193,8	1.625,9	1.494,2	1.487,0	1.400,3	1.193,8
Depósitos en EE. CC.	925,3	236,2	164,3	236,2	218,2	192,3	170,4	164,3
Derivados	-5,2	-0,6	-0,2	-0,6	-1,1	-1,3	-5,5	-0,2
Otros	34,4	39,7	46,2	39,7	43,0	41,8	44,2	46,2
Cartera exterior	20.412,7	22.566,2	19.803,8	22.566,2	22.353,3	22.343,8	22.524,0	19.803,8
Valores representativos de deuda	4.263,3	4.396,6	4.241,6	4.396,6	4.215,2	4.367,0	4.298,8	4.241,6
Instrumentos de patrimonio	6.465,5	6.987,8	5.979,1	6.987,8	6.844,5	6.832,5	7.169,8	5.979,1
Instituciones de inversión colectiva	9.653,0	11.153,5	9.540,9	11.153,5	11.267,7	11.114,0	11.048,2	9.540,9
Depósitos en EE. CC.	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	15,7	19,3	27,6	19,3	15,0	16,8	-5,6	27,6
Otros	8,4	8,9	14,5	8,9	11,0	13,6	12,8	14,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	9,3	5,6	9,3	5,0	5,0	4,9	5,6
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	0,6	0,6	0,6	0,5
Tesorería	3.791,7	2.421,7	2.731,9	2.421,7	2.500,1	2.521,4	2.576,1	2.731,9
Neto deudores/acreedores	172,2	197,5	262,6	197,5	182,9	320,5	262,9	262,6

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.805	1.741	1.725	1.748	1.724	1.719	1.725	1.727
Renta fija ⁴	306	290	279	284	281	280	279	279
Renta fija mixta ⁵	148	155	168	154	161	166	168	169
Renta variable mixta ⁶	168	176	184	177	176	179	184	185
Renta variable euro	112	111	113	106	108	111	113	114
Renta variable internacional	201	211	236	224	229	229	236	237
Garantizado renta fija	122	79	67	76	69	67	67	68
Garantizado renta variable ⁷	198	188	163	186	175	167	163	162
Fondos globales	203	225	242	241	236	238	242	243
De gestión pasiva	220	202	172	201	187	181	172	172
Retorno absoluto	106	104	99	99	102	99	99	96
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.019.934	11.435.155	11.332.911	11.217.569	11.169.497
Renta fija ⁴	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.711.617	2.840.000	2.726.028	2.709.547	2.707.048
Renta fija mixta ⁵	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.239.848	1.252.577	1.245.007	1.188.157	1.182.579
Renta variable mixta ⁶	448.491	584.408	624.290	618.234	615.754	623.901	624.290	621.806
Renta variable euro	395.697	710.928	831.115	877.146	929.169	833.260	831.115	823.075
Renta variable internacional	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.071.665	2.186.454	2.237.176	2.225.366	2.212.046
Garantizado renta fija	307.771	190.075	165.913	184.036	175.776	166.125	165.913	162.666
Garantizado renta variable ⁷	552.445	527.533	494.660	519.396	505.574	499.529	494.660	495.351
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.236.975	1.366.657	1.444.064	1.501.730	1.498.812
De gestión pasiva	746.233	638.966	543.192	601.927	554.981	552.612	543.192	542.528
Retorno absoluto	565.325	858.170	930.641	959.090	1.008.213	1.002.252	930.641	920.629
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	271.264,3	273.774,0	274.645,4	259.095,0	263.755,7
Renta fija ⁴	74.226,4	70.563,9	66.889,3	69.325,4	68.881,3	67.936,3	66.889,3	66.597,4
Renta fija mixta ⁵	40.065,6	43.407,0	40.471,0	43.766,1	43.979,4	43.640,9	40.471,0	40.800,0
Renta variable mixta ⁶	16.310,6	22.386,7	23.256,0	23.860,3	24.039,9	24.782,7	23.256,0	24.058,3
Renta variable euro	8.665,9	12.203,2	12.177,7	13.714,2	14.282,2	13.985,1	12.177,7	12.933,8
Renta variable internacional	17.678,8	24.064,6	24.404,9	24.808,0	26.484,3	27.648,1	24.404,9	26.058,9
Garantizado renta fija	8.679,8	5.456,7	4.887,4	5.311,3	4.982,8	4.779,7	4.887,4	4.859,2
Garantizado renta variable ⁷	15.475,7	15.417,5	14.556,0	15.203,6	14.664,1	14.294,3	14.556,0	14.690,0
Fondos globales	20.916,8	35.511,5	42.137,2	39.908,6	42.633,5	44.676,3	42.137,2	43.292,8
De gestión pasiva	23.601,6	19.477,8	16.138,6	18.097,7	16.686,8	16.580,5	16.138,6	16.529,2
Retorno absoluto	12.215,2	16.705,9	14.172,5	17.269,0	17.139,7	16.307,1	14.172,5	13.931,6

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: enero de 2019.

4 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, Monetario y Monetario a 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.

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

CUADRO 3.7

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.019.934	11.435.155	11.332.911	11.217.569	11.169.497
Personas físicas	8.059.916	10.080.255	11.008.977	10.804.999	11.218.135	11.120.683	11.008.977	10.962.379
Residentes	7.985.404	9.994.395	10.917.387	10.716.077	11.127.615	11.029.299	10.917.387	10.870.929
No residentes	74.512	85.860	91.590	88.922	90.520	91.384	91.590	91.450
Personas jurídicas	193.695	207.199	208.592	214.935	217.020	212.228	208.592	207.118
Entidades de crédito	497	515	655	506	635	642	655	649
Otros agentes residentes	192.381	205.804	207.073	213.531	215.461	210.704	207.073	205.601
Entidades no residentes	817	880	864	898	924	882	864	868
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	271.264,3	273.774,0	274.645,4	259.095,0	263.755,7
Personas físicas	195.567,5	218.429,6	215.785,0	223.612,2	226.346,6	227.261,9	215.785,0	219.643,2
Residentes	192.743,0	215.290,8	212.758,3	220.446,1	223.127,5	224.043,9	212.758,3	216.554,8
No residentes	2.824,5	3.138,8	3.026,7	3.166,1	3.219,0	3.218,0	3.026,7	3.088,4
Personas jurídicas	42.294,8	46.765,1	43.310,0	47.652,1	47.427,4	47.383,5	43.310,0	44.112,6
Entidades de crédito	374,3	342,2	384,1	369,7	346,2	450,5	384,1	403,3
Otros agentes residentes	41.212,4	45.518,8	41.967,9	46.318,5	46.033,0	45.887,6	41.967,9	42.691,0
Entidades no residentes	708,1	904,1	957,9	963,9	1.048,1	1.045,5	957,9	1.018,3

1 Datos disponibles: enero de 2019.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2016	2017	2018	2017	2018	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	113.274,7	151.586,4	n.d.	46.229,8	48.437,9	34.408,7	23.005,0	n.d.
Renta fija	53.163,3	59.088,5	n.d.	18.942,1	18.772,2	15.737,5	8.699,0	n.d.
Renta fija mixta	11.065,3	20.513,3	n.d.	5.216,0	6.323,9	3.908,0	2.410,4	n.d.
Renta variable mixta	4.250,6	10.452,2	n.d.	2.932,9	4.351,9	2.295,2	2.037,0	n.d.
Renta variable euro	3.716,3	9.452,9	n.d.	4.184,1	2.908,8	1.731,3	1.215,5	n.d.
Renta variable internacional	7.167,6	14.866,5	n.d.	5.632,3	4.907,1	2.891,3	2.768,8	n.d.
Garantizado renta fija	2.005,3	986,9	n.d.	183,1	110,9	167,1	171,2	n.d.
Garantizado renta variable	7.942,5	2.413,1	n.d.	314,3	346,2	490,0	358,8	n.d.
Fondos globales	8.914,5	21.571,9	n.d.	6.060,3	7.502,4	5.118,3	4.014,5	n.d.
De gestión pasiva	10.195,7	2.374,0	n.d.	489,0	752,9	356,9	559,7	n.d.
Retorno absoluto	4.853,2	9.867,1	n.d.	2.275,8	2.461,5	1.713,1	770,1	n.d.
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	99.492,3	130.248,0	n.d.	40.584,7	39.524,8	32.389,8	22.161,3	n.d.
Renta fija	45.549,5	62.087,2	n.d.	18.873,1	19.828,2	15.838,0	9.449,9	n.d.
Renta fija mixta	14.242,9	18.011,6	n.d.	4.503,4	5.597,7	3.962,0	3.002,9	n.d.
Renta variable mixta	7.280,8	4.942,6	n.d.	1.442,6	2.483,3	1.749,7	1.298,8	n.d.
Renta variable euro	4.259,2	6.908,0	n.d.	3.641,1	1.051,1	1.475,6	1.340,1	n.d.
Renta variable internacional	6.821,0	10.363,6	n.d.	4.517,0	3.363,2	2.092,2	1.763,1	n.d.
Garantizado renta fija	5.208,0	3.876,9	n.d.	530,9	309,4	399,8	170,2	n.d.
Garantizado renta variable	2.464,1	3.001,5	n.d.	853,4	607,8	810,1	544,7	n.d.
Fondos globales	5.334,6	8.587,6	n.d.	2.421,5	2.667,2	2.414,6	2.268,8	n.d.
De gestión pasiva	4.405,7	6.954,8	n.d.	1.939,2	1.899,6	1.737,9	807,1	n.d.
Retorno absoluto	3.906,8	5.488,2	n.d.	1.836,6	1.717,2	1.909,9	1.515,7	n.d.

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 netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros	2016	2017	2018	2017	2018			
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	13.823,2	21.325,0	7.841,8	5.642,3	8.913,3	2.014,0	856,1	-3.941,6
Renta fija	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	265,0	-1.145,9	30,0	-887,2	-762,9
Renta fija mixta	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	686,6	731,3	448,9	-295,7	-1.948,2
Renta variable mixta	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	1.516,4	1.878,4	40,4	634,5	-67,4
Renta variable euro	-538,0	2.549,7	1.848,7	495,1	1.827,58	257,4	-124,6	-111,6
Renta variable internacional	-32,5	4.514,0	3.864,1	1.114,5	1.638,4	813,6	961,8	450,3
Garantizado renta fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-388,7	-198,5	-262,9	-168,1	53,7
Garantizado renta variable	5.465,9	-309,5	-667,2	-498,1	-268,5	-368,1	-245,6	215,0
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	3.629,5	5.055,6	2.695,5	1.836,9	-139,1
De gestión pasiva	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-1.450,3	-1.275,4	-1.447,8	-77,2	10,0
Retorno absoluto	943,5	4.287,3	-1.899,6	298,3	729,0	-193,1	-794,1	-1.641,4
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	1.909,9	6.022,6	-13.919,3	1.086,6	-2.837,8	499,0	25,4	-11.605,9
Renta fija	399,3	-24,1	-908,5	1,9	-92,6	-474,0	-57,8	-284,1
Renta fija mixta	25,1	451,4	-1.865,1	50,2	-370,6	-233,8	-40,9	-1.219,8
Renta variable mixta	2,2	577,8	-1.616,6	115,9	-404,8	139,2	108,3	-1.459,3
Renta variable euro	110,8	987,8	-1.871,2	-45,0	-257,8	254,6	-172,4	-1.695,6
Renta variable internacional	568,4	1.872,3	-3.522,6	505,0	-894,8	863,3	202,1	-3.693,2
Garantizado renta fija	3,9	39,4	6,6	17,1	53,2	-65,6	-35,0	54,0
Garantizado renta variable	43,1	251,3	-194,2	5,8	54,6	-171,4	-124,2	46,8
Fondos globales	432,1	1.190,3	-2.602,1	443,7	-657,9	249,0	206,3	-2.399,5
De gestión pasiva	281,5	472,9	-537,5	-44,3	-101,1	36,9	-21,4	-451,9
Retorno absoluto	43,7	203,4	-796,6	67,1	-165,9	-99,1	-38,4	-493,2

¹ 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 fondo¹

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2016	2017	2018	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,91	3,41	-4,19	0,67	-0,82	0,43	0,25	-4,14
Renta fija	1,24	0,59	-0,79	0,16	0,00	-0,55	0,05	-0,30
Renta fija mixta	1,26	2,22	-3,25	0,40	-0,59	-0,26	0,16	-2,66
Renta variable mixta	1,45	4,36	-5,46	0,88	-1,41	0,92	0,73	-5,72
Renta variable euro	3,38	11,14	-11,98	0,07	-1,56	2,24	-0,75	-12,66
Renta variable internacional	5,55	10,80	-11,89	2,64	-3,20	3,75	1,15	-13,73
Garantizado renta fija	0,79	1,14	0,56	0,44	1,12	-1,19	-0,63	1,23
Garantizado renta variable	1,09	2,18	-0,80	0,15	0,50	-1,02	-0,71	0,43
Fondos globales	3,95	5,39	-5,11	1,64	-1,45	0,87	0,77	-5,25
De gestión pasiva	2,11	2,81	-2,55	-0,08	-0,39	0,37	0,02	-2,66
Retorno absoluto	1,41	2,32	-4,01	0,46	-0,76	-0,37	-0,02	-3,09
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,95	0,91	0,86	0,23	0,21	0,22	0,22	0,21
Renta fija	0,58	0,54	0,45	0,13	0,11	0,11	0,12	0,11
Renta fija mixta	1,12	1,05	0,96	0,26	0,25	0,24	0,24	0,24
Renta variable mixta	1,40	1,34	1,26	0,33	0,31	0,32	0,32	0,31
Renta variable euro	1,75	1,71	1,47	0,42	0,37	0,37	0,37	0,35
Renta variable internacional	1,71	1,69	1,41	0,42	0,36	0,36	0,36	0,33
Garantizado renta fija	0,68	0,48	0,38	0,11	0,10	0,10	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,70	0,58	0,53	0,14	0,13	0,14	0,13	0,13
Fondos globales	1,26	1,07	0,98	0,27	0,25	0,25	0,25	0,25
De gestión pasiva	0,56	0,52	0,48	0,13	0,12	0,12	0,12	0,11
Retorno absoluto	0,96	0,91	0,79	0,23	0,20	0,20	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	0,02	0,02	0,02	0,01	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	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
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	0,02	0,02	0,02

¹ 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 fondo¹

CUADRO 3.11

En %	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	0,98	2,42	-4,89	-1,04	0,23	0,02	-4,13	2,28
Renta fija	0,52	-0,13	-1,44	-0,26	-0,68	-0,09	-0,42	0,34
Renta fija mixta	0,27	1,10	-4,27	-0,84	-0,53	-0,10	-2,85	1,50
Renta variable mixta	1,19	3,23	-6,45	-1,69	0,62	0,43	-5,83	3,34
Renta variable euro	2,61	11,16	-13,01	-1,77	1,88	-1,29	-11,94	6,12
Renta variable internacional	4,15	8,75	-12,34	-3,51	3,59	0,88	-13,06	7,19
Garantizado renta fija	-0,03	0,72	0,09	1,02	-1,30	-0,75	1,14	0,71
Garantizado renta variable	0,19	1,61	-1,33	0,35	-1,16	-0,86	0,34	0,68
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	-1,58	0,66	0,49	-5,27	3,68
De gestión pasiva	1,16	2,13	-3,16	-0,51	0,23	-0,15	-2,74	1,16
Retorno absoluto	0,38	1,44	-4,81	-0,93	-0,57	-0,23	-3,14	1,15

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

² Datos disponibles: enero de 2019.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.089	2.930	3.656	3.656	3.973	4.077	4.350	4.437
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.298,2	2.329,7	2.335,3	2.397,7	2.343,9
Suscripciones (millones de euros)	596,6	425,5	663,9	195,6	176,0	85,3	150,2	63,3
Reembolsos (millones de euros)	260,5	376,6	607,2	108,5	128,1	110,6	74,5	22,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	336,1	48,9	56,7	87,1	48,0	-25,3	75,6	41,1
Rendimientos netos (millones de euros)	56,3	75,5	149,4	19,0	-16,5	30,9	-13,2	-94,9
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	7,84	0,80	-0,91	1,35	-0,75	-4,84
Rendimientos de gestión (%) ²	6,17	4,68	9,51	1,31	-0,38	1,68	-0,40	-3,92
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,34	2,25	2,59	0,47	0,85	0,38	0,24	0,14
Gastos de financiación (%) ²	0,51	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	1.265	1.237	3.596	3.596	3.605	2.797	2.802	2.800
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	468,7	468,7	470,0	469,0	472,2	467,8
Suscripciones (millones de euros)	8,3	0,0	205,4	12,0	3,4	0,5	1,5	-
Reembolsos (millones de euros)	54,9	28,1	22,1	14,3	0,4	0,2	0,0	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-46,6	-28,1	183,4	-2,3	3,1	0,3	1,4	-
Rendimientos netos (millones de euros)	21,0	2,1	-8,3	-1,0	-1,8	-1,3	1,8	-
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,66	-0,13	-0,37	-0,27	0,42	-0,94
Rendimientos de gestión (%) ³	6,61	-0,95	-0,24	0,43	0,08	0,18	0,99	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	0,48	0,82	1,45	0,42	0,40	0,40	0,42	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,04	0,06	0,06	0,02	0,01	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	1.748	1.676	1.617	1.668	1.628	1.630	1.617	1.622
Sociedades de inversión	3.231	2.824	2.713	2.784	2.754	2.725	2.713	2.695
IIC de IIC de inversión libre	7	8	7	8	7	7	7	7
IIC de inversión libre	41	47	49	47	46	49	49	49
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	4	4	4	4	4	4	4
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	271.264,3	273.774,0	274.645,4	259.095,0	263.755,7
Sociedades de inversión	31.783,2	31.021,1	27.479,7	30.366,6	30.428,1	30.356,4	27.479,7	28.471,0
IIC de IIC de inversión libre ⁴	293,7	468,7	469,9	470,0	469,0	472,3	466,4	-
IIC de inversión libre ⁴	1.889,2	2.298,2	2.335,1	2.329,6	2.335,3	2.397,7	2.343,9	-
Fondos de inversión inmobiliaria	370,1	360,0	309,4	360,9	309,4	309,4	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	707,3	631,5	748,8	559,6	570,9	568,5	748,8	749,1

1 Hasta marzo de 2016 se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otras entidades distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: enero de 2019.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el IV trimestre de 2018: noviembre de 2018.

IIC extranjeras comercializadas en España^{1, 2, 3}

CUADRO 3.14

	2016	2017	2018	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN⁴ (millones de euros)								
Total	114.990,2	150.420,6	n.d.	150.420,6	161.394,0	174.946,1	180.924,1	n.d.
Fondos	21.337,5	26.133,9	n.d.	26.133,9	27.908,5	33.038,4	34.880,5	n.d.
Sociedades	93.652,8	124.286,7	n.d.	124.286,7	133.485,5	141.907,7	146.043,6	n.d.
N.º DE INVERSORES								
Total	1.748.604	1.984.474	n.d.	1.984.474	3.253.485	3.325.314	3.035.849	n.d.
Fondos	372.872	431.295	n.d.	431.295	639.377	662.625	593.388	n.d.
Sociedades	1.375.732	1.553.179	n.d.	1.553.179	2.614.108	2.662.689	2.442.461	n.d.
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	941	1.013	1.024	1.013	1.009	1.022	1.031	1.024
Fondos	441	455	429	455	450	446	445	429
Sociedades	500	558	595	558	559	576	586	595
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	391	429	447	429	425	437	444	447
Francia	286	292	263	292	288	276	270	263
Irlanda	160	184	200	184	187	196	200	200
Alemania	32	35	42	35	36	38	41	42
Reino Unido	32	33	27	33	33	30	31	27
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	21	24	21	21	24	24	24
Bélgica	4	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	4	8	9	8	8	9	9	9
Liechtenstein	6	3	4	3	3	4	4	4

1 Solo incluye datos de las UCITS. Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

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 A partir del I trimestre de 2018 los datos de participes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, el 95,5% en el segundo y el 93,9% en el tercero.

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 inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2016	2017	2018	2018				2019
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	3	3	2	3	2	2	2	2
Participes	3.927	1.097	483	1.092	483	483	483	483
Patrimonio (millones de euros)	370,1	360,0	309,4	360,9	309,4	309,4	309,4	309,4
Rentabilidad (%)	-5,35	-2,60	0,24	0,24	0,02	-0,01	0,01	0,00
SOCIEDADES								
Número	6	4	4	4	4	4	4	4
Accionistas	674	327	422	425	425	423	422	422
Patrimonio (millones de euros)	707,3	631,5	749,1	559,6	570,9	568,5	748,8	749,1

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

2 Datos disponibles: enero de 2019.

