



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre III  
2019





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre III  
2019**

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

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>11</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>79</b>
	Régimen de terceros países en el ámbito de la prestación de servicios y realización de actividades de inversión en la Unión Europea	81
	Fátima Cerdán	
	Recompras y operativa de acciones propias	99
	Maribel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urtiaga	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>131</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>135</b>



## Siglas y acrónimos

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

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

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

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

# I 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	28
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	38
3.2	Los mercados de renta fija	47
4	Los agentes de los mercados	54
4.1	Vehículos de inversión	54
4.2	Prestación de servicios de inversión	65
4.3	Sociedades gestoras de IIC	74
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	76

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	Medidas de intervención de la CNMV en relación con las opciones binarias y los contratos financieros por diferencias	33
Recuadro 2:	La SEC y la CNMV presidirán el Monitoring Group, instancia internacional que vela por que las normas de auditoría estén alineadas con el interés público	45
Recuadro 3:	Estudio sobre los costes y el rendimiento de los fondos de inversión en España	60



# 1 Resumen ejecutivo

- Los últimos datos ponen de manifiesto un contexto de desaceleración de la actividad a escala mundial que se explica en su mayor parte por las restricciones sobre los intercambios comerciales. Esta ralentización, que está siendo más intensa en algunos países europeos y regiones emergentes, ha determinado, en un entorno de bajas tasas de inflación, el giro de la política monetaria tanto en EE. UU., donde se ha traducido en dos descensos del tipo de interés oficial en el tercer trimestre del año, como en la zona del euro, en la que hace pocos meses la expectativa era de normalización monetaria, con la reactivación del programa de compras de activos y la rebaja del tipo correspondiente a la facilidad marginal de depósito. La incertidumbre no solo existe respecto del grado de ralentización económica, sino también respecto de otros factores como el resultado final del *brexit*, la acumulación de algunos desequilibrios financieros o la presencia de ciertos conflictos geopolíticos e incertidumbres políticas.
- Los mercados financieros internacionales, que comenzaron el año con avances importantes tras las turbulencias de 2018, fueron moderando sus incrementos conforme avanzaba el ejercicio debido a la intensificación de las incertidumbres existentes. Estas incertidumbres influyeron también en los volúmenes de negociación, que muestran una tendencia bajista que se ve favorecida, además, por la baja volatilidad que se observa en el mercado. En el tercer trimestre del año<sup>1</sup>, los índices presentaron variaciones que oscilaron entre el -0,2 % del índice británico y el 4,1 % del índice italiano. El avance acumulado en el ejercicio es superior al 15 % en la mayoría de los índices y superior a las pérdidas del ejercicio anterior. Las bolsas de las economías emergentes han mostrado, en términos generales, un comportamiento similar al de las economías avanzadas, aunque la revalorización que presentan en el año es notablemente inferior.
- En los mercados internacionales de deuda los tipos a corto plazo descendieron en el tercer trimestre, en línea con el tono más expansivo de la política monetaria adoptada a ambos lados del Atlántico, aunque en EE. UU. la caída fue superior. La evolución de los tipos a largo plazo también ha sido a la baja prácticamente durante todo el año, influida no solo por las decisiones de los bancos centrales, sino también por la consideración de activo refugio de muchos de los activos que sirven como referencia para determinar estos tipos. En los 3 primeros trimestres del año las rentabilidades de los bonos de deuda pública a 10 años de las economías más relevantes han descendido entre los 78 puntos básicos (p.b.) del bono británico y los 301 p.b. del griego (127 p.b. el español), siendo sus

---

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, aunque se presentan algunas informaciones posteriores debido a su relevancia.

niveles muy bajos, especialmente en Europa, donde se han alcanzado nuevos mínimos históricos. En la fecha de cierre de este informe las rentabilidades de estos activos se hallaban en territorio negativo en seis países de la zona del euro (entre ellos Alemania, Francia y Holanda) y muy cerca de cero en otros dos (España y Portugal). En EE. UU. la rentabilidad del bono a 10 años se situaba en el 1,67 %, 102 p.b. menos que a finales de 2018.

- En España los últimos datos trimestrales de la Contabilidad Nacional confirman la ralentización del crecimiento del PIB (2 % en el segundo trimestre, 2,4 % de media en 2018), que se mantiene, no obstante, casi 1 punto por encima de los registros de la zona del euro. La desaceleración está originada, entre otros, por un avance relativamente discreto del consumo privado y, sobre todo, de la inversión. A pesar de la ralentización de la actividad económica, prosigue el proceso de creación de empleo (2,5 % en el segundo trimestre) y la disminución de la tasa de paro (14 % en junio) en un contexto de fuerte caída de la inflación (hasta el 0,1 % en septiembre). En lo que respecta a las cuentas públicas, en el primer semestre del año se registró un aumento del déficit respecto al mismo periodo del ejercicio anterior, pero la falta de comparabilidad de algunas partidas relevantes hace que haya que esperar a la segunda mitad del año para conocer el impacto de la desaceleración de la actividad y de la falta de acuerdo para formar Gobierno en la cifra anual. Los últimos pronósticos están más cerca del 2,5 % del PIB que del 2 % estimado hace unos meses. La mayoría de los riesgos que afronta la economía española son comunes a los de otras economías europeas, destacando aquellos relacionados con las trabas al comercio<sup>2</sup>, con la evolución del sector bancario y con el *brexit*, pero también existen riesgos relevantes propios, sobre todo de carácter político.
- El desarrollo del negocio bancario continúa condicionado por los tipos de interés muy reducidos, que tienden a prolongarse en el tiempo y que impiden mejoras del margen de intereses en un entorno en el que se hace necesario competir con nuevas entidades que se han consolidado en el sector, algunas de elevado carácter tecnológico. En el caso español este entorno es ligeramente más favorable por la continuidad del crecimiento, que repercute positivamente en la ratio de morosidad (5,2 % en julio), aunque el sector no está exento de riesgos, algunos de carácter legal.
- El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles, que se había mantenido en niveles bajos hasta mayo, ha experimentado una tendencia alcista desde entonces hasta superar en septiembre el umbral que separa el nivel de estrés medio del bajo. A finales del tercer trimestre el indicador se situaba en 0,28, debido al mantenimiento de un nivel elevado de estrés en segmentos como el de intermediarios financieros (bancos) y deuda, al aumento en otros segmentos menos relevantes (mercado monetario o tipos de cambio) y al incremento de la correlación del estrés entre las diferentes partes del sistema.

---

2 Los aranceles que puede adoptar EE. UU. sobre determinados productos de la Unión Europea podrían tener una incidencia superior en determinados países europeos, entre los que se encuentra España.

- Los mercados de renta variable nacionales, que habían presentado alzas hasta abril, se vieron sometidos con posterioridad a las mismas fuentes de incertidumbre que el resto de mercados europeos, a las que se unió el retraso en la formación de Gobierno. Esto hizo que el Ibex 35 mostrara variaciones poco relevantes desde entonces, aunque consiguió cerrar el tercer trimestre en positivo (0,5 %) debido a la recuperación de las cotizaciones experimentada en septiembre. La revalorización acumulada en el año se sitúa en el 8,3 %, muy por debajo de los registros de otros índices europeos de referencia, en un contexto que sigue dominado por niveles bajos de volatilidad y descensos en los volúmenes de negociación.
- La evolución de los mercados españoles de renta fija ha venido marcada por las últimas decisiones en materia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE). Los diferentes anuncios y decisiones de esta institución durante el año han hecho que los rendimientos de los activos de deuda hayan mostrado una tendencia descendente que ha sido más intensa en los plazos largos y que ha dado lugar a un aplanamiento significativo de la curva de tipos de interés. En el caso de la deuda pública, los rendimientos negativos se extienden hasta el plazo de 5 años y en el plazo de 10 años se llegaron a alcanzar registros inferiores al 0,10 % en los primeros días de septiembre. Las compañías españolas siguen aprovechando el nivel tan reducido de los tipos de interés para financiarse a través de emisiones de deuda, que han aumentado un 21 % en el año hasta los 124.600 millones de euros. De este importe, el 56 % se realizó en el exterior.
- El patrimonio de los fondos de inversión creció un 4,5 % en el primer semestre del año hasta situarse en 270.916 millones de euros y recuperar toda la pérdida de 2018 (-2,3 %). El aumento se debió enteramente a la revalorización de los activos de la cartera, puesto que los flujos de inversión entre enero y junio se saldaron con unos reembolsos netos de 76 millones de euros. El aumento de la aversión al riesgo de los partícipes, en un entorno de dudas y ralentización de la actividad, dio lugar a ventas significativas de participaciones en fondos de mayor riesgo y compras en los de menor riesgo, sobre todo en los de renta fija. El volumen de instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializado en España continuó en expansión y representa ya más del 37 % de los activos totales de las IIC comercializadas en España.
- El negocio de la prestación de servicios de inversión se enmarca en un contexto complejo en el que, por una parte, se siguen deteriorando líneas de negocio tradicionales relacionadas con la intermediación o la emisión de valores y, por otra, se percibe una competencia creciente por parte de las entidades de crédito y también de otras entidades extranjeras. En este marco, los datos del primer semestre de este año correspondientes a la actividad de las sociedades y agencias de valores ponen de manifiesto un nuevo descenso de los beneficios (antes de impuestos) de estas entidades, que fueron los más bajos desde 2012. Este comportamiento no fue homogéneo entre ambos tipos de entidades, puesto que las agencias de valores registraron una mejora en su cuenta de resultados que no compensó el deterioro de la de las sociedades.

- Este informe contiene tres recuadros monográficos:
  - El primero describe las medidas de intervención adoptadas por la CNMV consistentes en prohibir comercializar, distribuir y vender opciones binarias y en restringir la comercialización, distribución y venta de contratos por diferencias (CFD) entre clientes minoristas en España, que siguen el espíritu de las medidas adoptadas por ESMA en 2018.
  - El segundo se refiere al reciente nombramiento de la vicepresidenta de la CNMV como *co-chair* del Monitoring Group, instancia internacional que vela por que las normas de auditoría estén alineadas con el interés público.
  - El tercero resume los resultados preliminares de un estudio que está realizando la CNMV sobre los costes y el rendimiento de los fondos de inversión en España en 2017 y 2018. El análisis tiene en cuenta las vocaciones más importantes de los fondos y su orientación hacia el cliente mayorista o minorista.

## 2 Entorno macrofinanciero

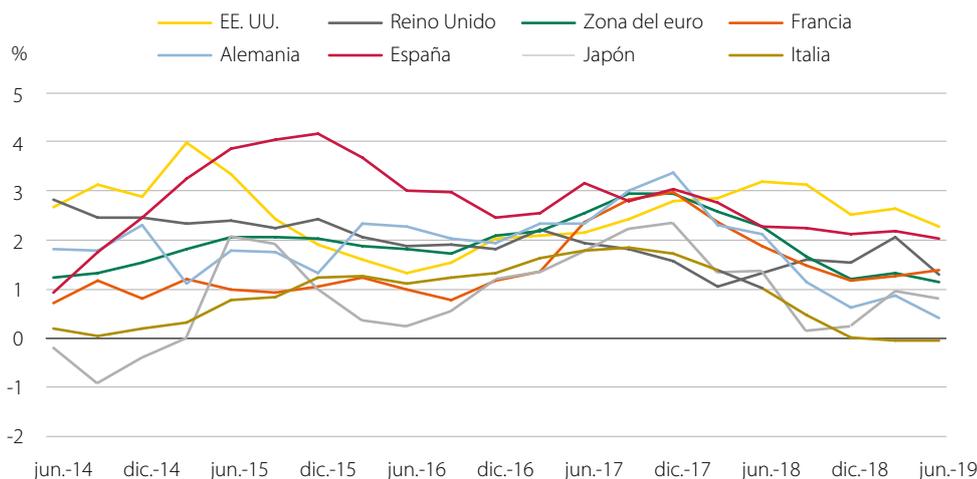
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*Los datos de crecimiento del PIB del primer semestre del año confirmaron el patrón de ralentización mundial de la actividad, que es más intenso en Europa en relación con otras economías avanzadas.*

El crecimiento económico mundial del primer semestre del año confirmó la senda de desaceleración generalizada que experimentan desde hace algunos meses las economías de mayor tamaño y que en buena medida tiene su origen en las restricciones al comercio mundial. En este contexto, el crecimiento del PIB en EE. UU. siguió siendo superior al de las economías europeas, con tasas de avance interanuales del 2,7 % y el 2,3 % en el primer y segundo trimestre del año (2,9 % de media en 2018). El avance de la zona del euro fue del 1,3 % y el 1,2 % en esos mismos trimestres (1,9 % en 2018), observándose una gran heterogeneidad entre países. Las tasas más elevadas siguieron registrándose en España (2,2 % y 2,0 % en los 2 primeros trimestres) y en Francia (1,3 % y 1,4 %), mientras que el crecimiento más modesto se produjo en Alemania (0,9 % y 0,4 %) y en Italia (-0,1 % en ambos trimestres). Estas tasas suponen una desaceleración notable: las dos mayores economías de la zona del euro crecían por encima del 3 % a finales de 2017. En el caso del Reino Unido, donde el resultado del *brexit* supone una fuente de incertidumbre muy importante para la evolución económica del país, el PIB aumentó un 2,1 % en el primer trimestre y un 1,3 % en el segundo, y en Japón los avances fueron cercanos al 1 %.

## PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

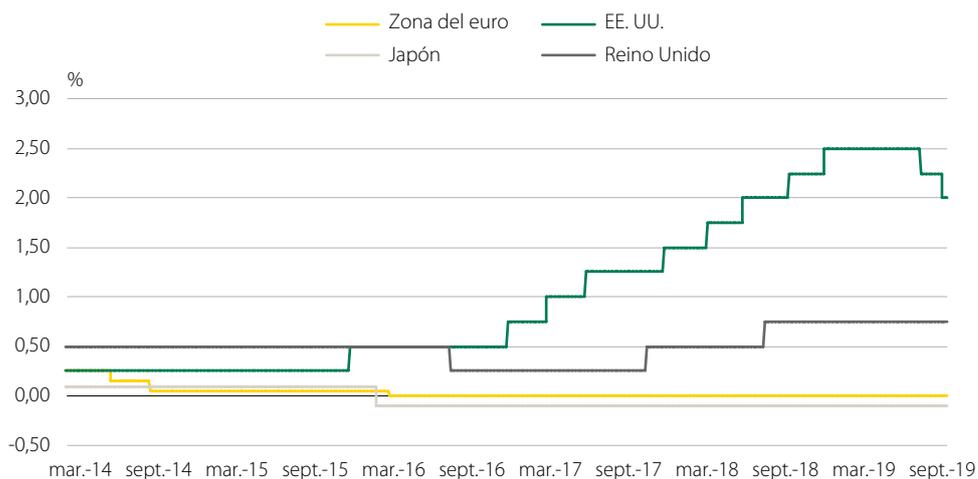
En este contexto las autoridades monetarias de las economías avanzadas, que habían comenzado el proceso de reversión del tono expansivo de la política monetaria o estaban cerca de hacerlo, han vuelto a adoptar medidas de tono expansivo. La Reserva Federal recortó los tipos de interés oficiales en 25 p.b. tanto en su reunión de julio como en la más reciente de septiembre, lo que deja el rango de tipos de interés de referencia en el 1,75 %-2,0 %. Estos recortes, los primeros en más de una década y con apenas un mes y medio de diferencia entre ambos, se explican por la incertidumbre sobre las perspectivas económicas y la debilidad de la inflación<sup>3</sup>. De hecho, no se descarta una nueva rebaja en los tipos en lo que queda de año, según se desprende de la tabla de previsiones de los miembros del comité<sup>4</sup>, aunque estos no entrarían en terreno negativo. Por otra parte, la autoridad monetaria disminuyó en 20 p.b., hasta el 1,8 %, el tipo de interés con el que remunera el exceso de reservas para aumentar la liquidez del mercado<sup>5</sup> y fomentar que el tipo al que presten las entidades no se aleje de la horquilla objetivo. En este sentido, y de forma temporal, también ha estado ejecutando operaciones de mercado abierto para mantener este rango objetivo y facilitar las operaciones de recompra. Concretamente, durante el mes de septiembre ha realizado una serie de intervenciones de muy corto plazo cuyo importe acumulado total ha ascendido a 765.000 millones de dólares en septiembre y que han tenido continuidad en octubre.

*La Reserva Federal recortó los tipos de interés oficiales dos veces en el último trimestre, hasta situarlos en la horquilla del 1,75-2,0 %...*

3 Según las proyecciones macroeconómicas se espera que la inflación en 2019 sea del 1,5 %, alcance el 1,9 % en 2020 y no sea hasta 2021 cuando se consiga el objetivo del 2 %.

4 En las reuniones del Comité Federal de Mercado Abierto de la FED (FOMC, por sus siglas en inglés), los participantes evalúan la política monetaria apropiada para el futuro estableciendo cuál prevén que será el rango en el que se encuentre el tipo de interés oficial en los próximos años. En las previsiones hechas en su última reunión de septiembre, 7 de los 18 participantes que votaron (hubo 1 abstención) consideraron que deberían bajarse los tipos hasta el rango del 1,5 %-1,75 %.

5 La Reserva Federal inyectó liquidez a los mercados de deuda con la recompra de bonos del Tesoro y otros activos de deuda, siendo esta la primera operación de este tipo tras la crisis de 2008. En septiembre finalizó la reducción del balance de la autoridad monetaria, aunque no se descarta la posibilidad de un crecimiento orgánico de este antes de lo esperado.



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

... y el BCE anunció su decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b., hasta el -0,5 %, y de mantener inalterado el tipo de interés oficial y el de la facilidad de crédito.

Por su parte, el BCE anunció en septiembre su decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito en 10 p.b., hasta el -0,5 %, mientras que mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0 % y el de la facilidad de crédito en el 0,25 % con la intención de que estos tipos permanezcan reducidos hasta que los niveles de inflación<sup>6</sup> se alineen con el objetivo de la institución (niveles inferiores pero cercanos al 2 %). En relación con el programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III, por sus siglas en inglés) anunciado en marzo, el BCE modificó el cálculo del tipo de interés de estas<sup>7</sup> y su plazo de vencimiento de 2 a 3 años. Aunque ya estaba prevista la reinversión de la deuda que vence del programa de compras de activos durante un periodo prolongado de tiempo, la autoridad monetaria decidió reanudar las compras netas en el marco de este programa<sup>8</sup> a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir de noviembre y durante el tiempo que fuera necesario para reforzar el impacto de los bajos tipos de interés. Como última medida para estimular la economía, modificó el sistema para la remuneración de las reservas con el fin de compensar el impacto negativo en la banca de los tipos reducidos y apoyar la transmisión de la política monetaria a través de las entidades de crédito<sup>9</sup>. En suma, el BCE ha insistido en que mantendrá una política acomodaticia durante un periodo prolongado y en su compromiso de utilizar todos los

6 La inflación de la zona del euro durante julio y agosto de 2019 fue del 1 %, lejos del objetivo de la autoridad monetaria del BCE, que persigue una tasa de inflación por debajo pero cercana al 2 %. Las últimas proyecciones publicadas por el BCE durante las primeras semanas de septiembre apuntaban a que de media la inflación será del 1,2 % en 2019, el 1 % en 2020 y el 1,5 % en 2021.

7 En junio el BCE anunció los detalles del programa TLTRO-III, estableciendo que el tipo de interés para cada operación se fijaría en 10 p.b. por encima del tipo medio aplicado a las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema durante toda la vigencia de la operación. En su última reunión de septiembre, modificó este tipo de interés por lo que será de forma general el tipo medio de las OPF durante toda la vigencia de la operación y para las entidades en las que la variación neta de sus préstamos computables supere un determinado valor, el tipo de interés aplicado será inferior al anterior e incluso podrá ser el tipo de interés medio de la facilidad de depósito.

8 El BCE había puesto fin al programa de compras de deuda a finales de 2018.

9 Este sistema se basará en dos tramos para remunerar las reservas de las entidades y con ello no se aplicará el tipo de interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades.

instrumentos a su alcance para asegurar el objetivo principal de la institución con respecto a la inflación<sup>10</sup>.

Finalmente, el Banco de Inglaterra en su reunión de septiembre también decidió mantener inalterado tanto el tipo de interés oficial, que permanece en el 0,75 % desde agosto de 2018, como los importes de su programa de compras de activos y destacó que sus futuras decisiones de política monetaria estarán directamente ligadas a la evolución de las negociaciones sobre la retirada del Reino Unido de la Unión Europea. Las previsiones apuntan a una contracción del crecimiento y a un aumento de la inflación en el caso de producirse un *brex* sin acuerdo. De igual manera, los tipos de interés oficiales en Japón se mantuvieron en el -0,1 % (nivel registrado desde febrero de 2016). El banco central ha expresado su intención de mantenerlos sin variaciones durante un largo periodo de tiempo y al menos hasta la primavera de 2020, debido a la incertidumbre con respecto a la actividad económica y la evolución de los precios, así como en relación con los efectos del aumento de los impuestos al consumo previsto para octubre de este año.

Las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron siendo elevadas pero tendieron a reducirse a lo largo del año, sobre todo por la disminución de los tipos en EE. UU. En esta economía los tipos a 3 meses prolongaron en el tercer trimestre la senda bajista que comenzó a principios de año con un descenso de 23 p.b., para situarse en el 2,09 % a finales de septiembre (la caída acumulada en 2019 es de 72 p.b.). En la zona del euro los tipos de interés a 3 meses también acumulan descensos en el año (11 p.b.) pero estos son mucho menos cuantiosos que en el caso de EE. UU., ya que se parte de un nivel mucho más reducido de tipos y el cambio en la política monetaria ha sido menos intenso<sup>11</sup>. Además, cabe señalar que en septiembre se observó una reversión de esta tendencia bajista explicable por la decisión del BCE de no aplicar el interés negativo de la facilidad de depósito a una parte del exceso de liquidez que mantienen las entidades. En el Reino Unido, los tipos a 3 meses se mantuvieron estables en el tercer trimestre y lo finalizaron en el 0,76 %, aunque acumulan un descenso de 15 p.b. en el año.

Las incertidumbres abiertas en relación con las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, así como con el grado de desaceleración de la economía mundial, el resultado final del *brex* y algunos conflictos geopolíticos han originado compras de los activos de deuda considerados como refugio con el consiguiente aumento de sus precios y descenso en sus rentabilidades. Estos descensos se han visto afianzados con los anuncios de una política monetaria más expansiva por parte del BCE y de la Reserva Federal, que dieron al traste definitivamente con las previsiones que a principios de año auguraban incrementos en el rendimiento de los activos de deuda. En este contexto, la evolución de los tipos a largo plazo ha sido bastante homogénea entre las distintas economías avanzadas, con disminuciones notables en todos los trimestres del año y aplanamientos en las curvas de tipos de interés.

*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.*

*Las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las economías avanzadas se reducen por la caída más intensa de los tipos en EE. UU.*

*La consideración de activo refugio y el giro de la política monetaria en la zona del euro y en EE. UU. han dado lugar a descensos en las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo durante todo el año...*

---

10 En algunos foros europeos el contexto de tipos de interés, que en años anteriores se describía como *low for long*, ha pasado a conocerse como *low for longer*, dando a entender la prolongación en el tiempo de este entorno.

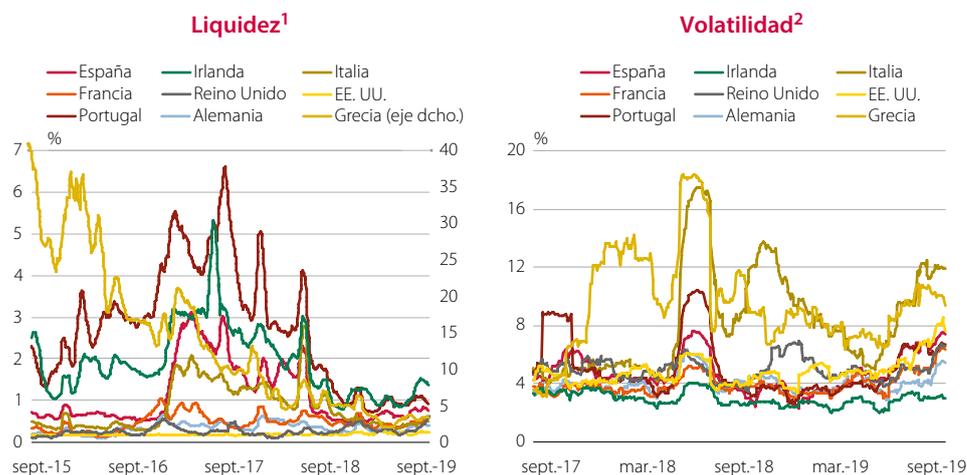
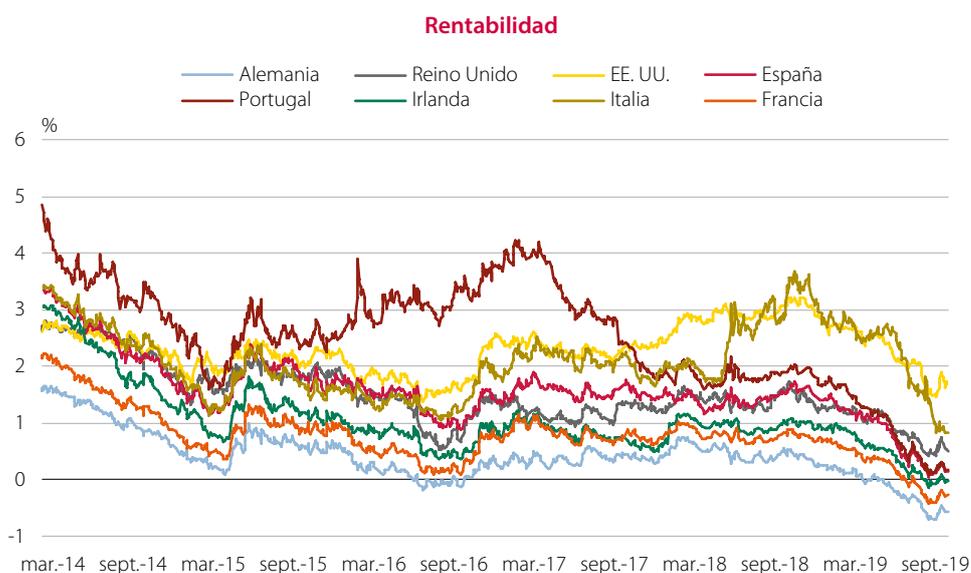
11 Además se ha observado una notable compresión de los niveles de tipos a corto plazo, de manera que en momentos puntuales la diferencia entre el tipo a 3 meses y a 12 meses ha sido de 2 p.b.

... que han oscilado entre los 78 p.b. y los 301 p.b. En el caso de las economías europeas, donde se observan nuevos mínimos históricos, las rentabilidades de la deuda pública a 10 años se sitúan en terreno negativo en muchos países.

El descenso de las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años en el tercer trimestre osciló entre los 21 p.b. del bono irlandés y los 126 p.b. del bono italiano (25 p.b. el español), lo que incrementó la caída anual hasta el rango que va entre los 78 p.b. del bono británico y los 301 p.b. del griego (127 p.b. el español). Los niveles de las rentabilidades de la deuda son muy bajos, especialmente en Europa, donde se han alcanzado nuevos mínimos históricos. A finales de septiembre se hallaban en territorio negativo la deuda pública a 10 años en Alemania, Holanda, Francia, Finlandia, Austria e Irlanda, muy cerca de cero en España y Portugal y algo por debajo del 1 % en Italia. En EE. UU. la rentabilidad del bono a 10 años finalizaba el ejercicio en el 1,67 %, 102 p.b. menos que a finales de 2018.

### Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

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

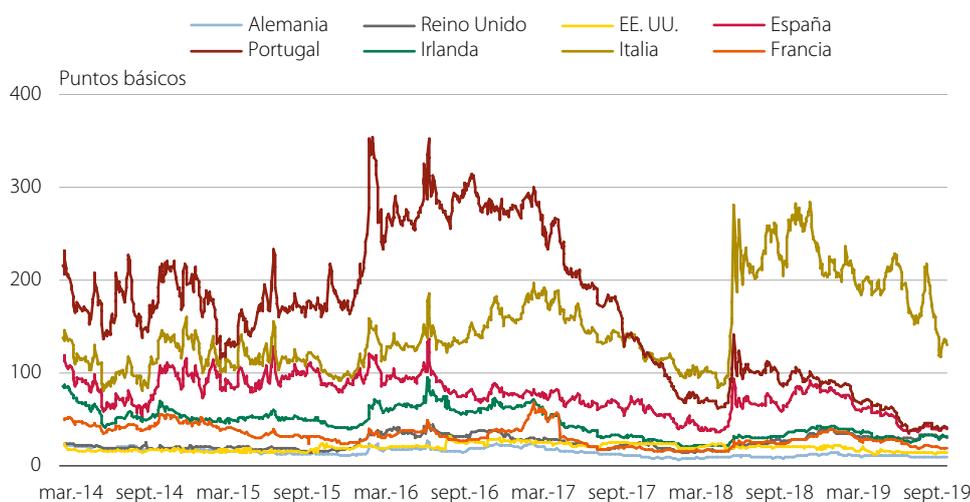
2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos de 40 días.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos de CDS a 5 años) de las economías avanzadas se mantuvieron estables a lo largo del tercer trimestre de 2019 siguiendo la tendencia que han mostrado desde principios de año, a excepción de algunos países periféricos de la zona del euro en los que se observaron disminuciones, como Grecia o Italia. Así, el CDS del bono griego registró un descenso gradual en el año de 248 p.b., hasta los 210 p.b (96 p.b. en el primer trimestre, 97 p.b. en el segundo y 56 p.b. en el tercero) y el del bono italiano, de 74 p.b. hasta 132 p.b., descenso que tuvo lugar en mayor medida durante este último trimestre. En el conjunto del ejercicio España y Portugal también registran disminuciones pero de menor cuantía; en torno a 45 p.b. en ambos casos, hasta los 40 p.b. y los 41 p.b., respectivamente.

*Las primas de riesgo de crédito soberano se mantuvieron estables a lo largo del tercer trimestre, a excepción de las de Italia y Grecia, que mostraron descensos notables.*

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

GRÁFICO 4



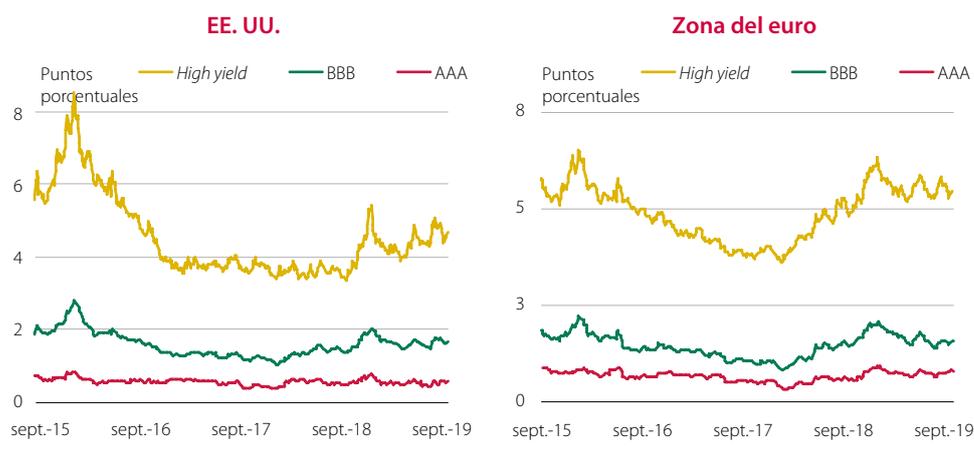
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada las primas de riesgo de crédito, que se habían tensionado en el tramo final de 2018 coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre en los mercados financieros, han mostrado una tendencia algo irregular en 2019 pero en el conjunto del ejercicio acumulan leves descensos en todos los segmentos de deuda, tanto en EE. UU. como en Europa. Estos descensos, más intensos en la deuda *high yield* —entre 64 p.b. y 74 p.b.—, serían compatibles con la prolongación de las estrategias relacionadas con la búsqueda de rentabilidad (*search for yield*), en un contexto marcado por la continuidad en el tiempo de los tipos de interés reducidos. Dentro de esta tendencia irregular, el comportamiento de las primas de riesgo fue ligeramente alcista en el tercer trimestre del año: en EE. UU. aumentó 24 p.b., hasta los 468 p.b., en el tramo *high yield*, mientras que en los tramos BBB y AAA aumentó 9 y 11 p.b., hasta los 168 p.b. y los 60 p.b., respectivamente. En la zona del euro, hubo ligeros descensos de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa: 2 p.b. tanto en el segmento *high yield* como en el tramo BBB, hasta los 543 p.b. y los 157 p.b., respectivamente. Los activos con mejor calidad crediticia experimentaron un leve aumento de 6 p.b., hasta los 81 p.b.

*En los mercados de renta fija privada, las primas de riesgo de crédito aumentaron levemente en el tercer trimestre del año, pero en el conjunto de 2019 el balance muestra un retroceso en todos los segmentos de deuda.*

## Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años<sup>1</sup>

GRÁFICO 5



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

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

*Las emisiones de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante la segunda mitad de 2019 registraron un descenso sustancial, debido a la disminución de las emisiones del sector público.*

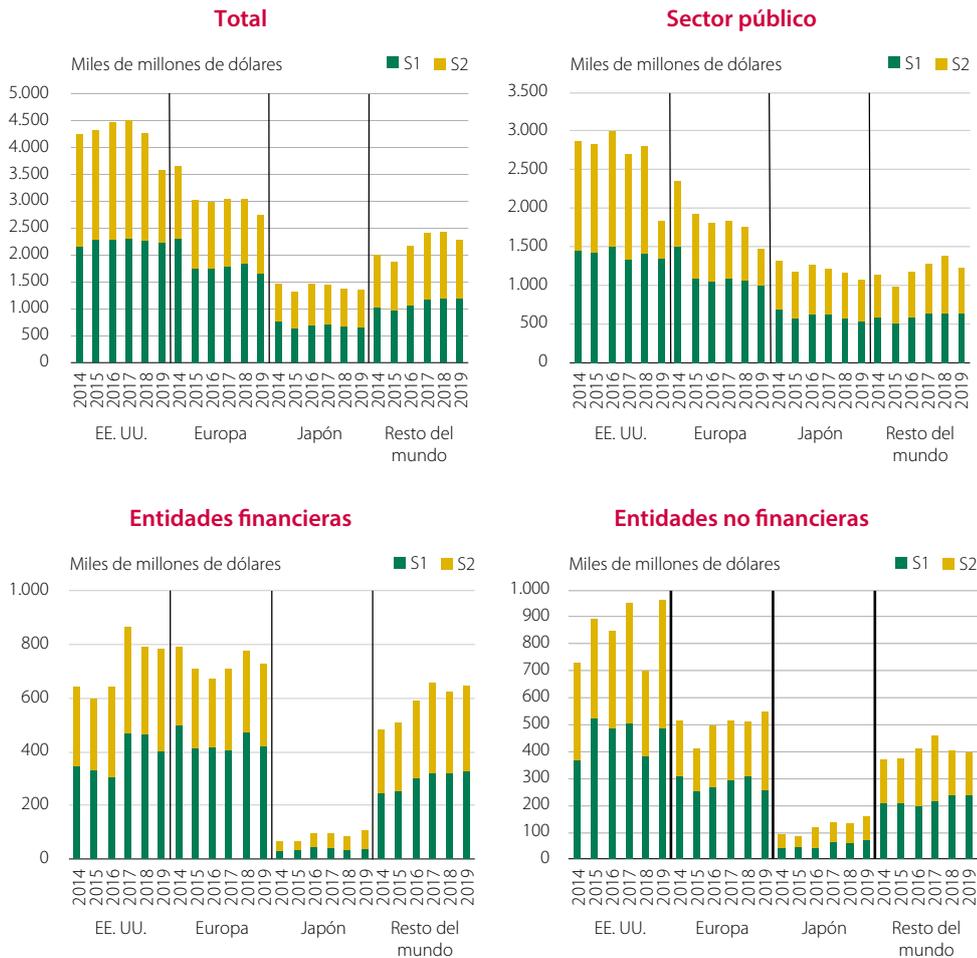
Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el tercer trimestre (datos semestralizados) registraron un descenso sustancial con respecto al segundo semestre de 2018 y se situaron en 4.177 millones de dólares (un 19 % menos que en el mismo periodo del año anterior). Esta bajada se debió a la fuerte disminución de las emisiones del sector público, que cayeron un 38,6 %. Por el contrario, en el sector privado, las emisiones aumentaron un 8,9 % en el sector financiero y un 32,8 % en el no financiero, lo que hizo que el descenso total fuera menos pronunciado. La reducción de las emisiones en todas las geografías, acompañado por un aumento de los vencimientos, provocó una caída aun mayor de las emisiones netas totales.

*La reducción en el importe de las emisiones de deuda soberana se produjo en todas las regiones pero con especial incidencia en EE. UU.*

La reducción en el importe de las emisiones brutas soberanas fue generalizada en todas las regiones, aunque más intensa en EE. UU., con una caída del 64,5 % con respecto al segundo semestre de 2018 (hasta un importe de 488.000 millones de dólares). Los importes emitidos en Europa y Japón también fueron inferiores a los volúmenes registrados en el segundo semestre de 2018 (217.000 millones y 61.000 millones menos, respectivamente) y dieron lugar al retroceso total ya comentado (38,6 %). En el acumulado del año el descenso es algo menor (21 %).

*En cambio, las emisiones brutas del sector privado aumentaron de forma homogénea, aunque con un incremento mayor que en las efectuadas por el sector no financiero.*

En relación con las emisiones de deuda efectuada por los sectores privados la tendencia fue homogénea entre subsectores, aunque con un incremento mayor de aquellas realizadas por el sector no financiero. En este último, las emisiones brutas totales pasaron de los 760.000 millones en el segundo semestre de 2018 hasta 1 billón en 2019, con un aumento originado en su mayoría en EE. UU. y Europa. En el conjunto del año estas emisiones han aumentado un 17,6 %. Por su parte el incremento de las emisiones de deuda en el ámbito corporativo financiero estuvo determinado por el repunte de las emisiones en Japón y en EE. UU. El avance fue del 8,9 % con respecto al segundo semestre de 2018 hasta situarse en 1,1 billones de dólares. El balance de emisiones anual es similar al del ejercicio previo.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2019 son hasta el 30 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En los mercados internacionales de renta variable, los índices más relevantes —que comenzaron el año con importantes avances— fueron moderando los incrementos durante el transcurso de este. Su evolución estuvo condicionada por la tensión comercial entre EE. UU. y China, emplazados a negociar a principios de octubre, las dudas sobre la ralentización de algunas economías, el resultado final del *brexit* y el renovado carácter expansivo de las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico. En este contexto, los principales índices internacionales presentaron ligeras revalorizaciones en el tercer trimestre del año que, unidas a los destacados avances del primer semestre, fueron suficientes para recuperar las pérdidas del ejercicio anterior.

*Los principales índices de renta variable, que comenzaron el año con importantes avances, fueron ralentizando sus incrementos a medida que este transcurría por la presencia de varias incertidumbres...*

La revalorización de los índices bursátiles estadounidenses en el tercer trimestre fue la misma para el Dow Jones y el S&P (1,2 %), mientras que el Nasdaq cayó un leve 0,1 %. El crecimiento acumulado en el año de estos índices oscila entre el 15,4 % y el 20,6 %. Los principales índices europeos se comportaron de forma heterogénea, pues factores idiosincráticos de cada país tuvieron un papel importante en la evolución de los mercados. Así, los índices francés e italiano, Cac 40 y Mib 30, experimentaron subidas del 2,5 % y del 4,1 % respectivamente reflejando, en el caso de Italia, la buena acogida del nuevo Gobierno de coalición. Por su parte, el índice alemán Dax 30 avanzó ligeramente, un 0,2 %, evidenciando la preocupación de los mercados

*... aunque el balance anual arroja revalorizaciones cuantiosas en la mayoría de ellos, que compensan las pérdidas de 2018.*

sobre la posibilidad de recesión de la economía germana y el Ibex 35 lo hizo un 0,5 %, influido al menos en parte por la falta de acuerdo para formar Gobierno y la repetición de elecciones en noviembre. En los 3 primeros trimestres del año las bolsas europeas presentan revalorizaciones próximas al 20 % excepto en el caso español, donde el Ibex 35 acumula un aumento del 8,3 %.

*Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento desfavorable en el tercer trimestre de 2019, aunque el balance acumulado del año es positivo.*

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento desfavorable en el tercer trimestre de 2019, lo que se reflejó en un descenso del 3 % del índice MSCI de renta variable emergente. Sin embargo, la tendencia acumulada en 2019 es positiva (5,5 %) —al igual que en el caso de los índices de las economías avanzadas— por las revalorizaciones de los primeros meses. Por regiones, los índices asiáticos mostraron caídas en el tercer trimestre en la mayoría de casos, a excepción del índice de Taiwán, que se revalorizó ligeramente (0,9 %). Estas caídas reflejaron tanto la incertidumbre alrededor de las negociaciones sobre los acuerdos comerciales como otros factores de inestabilidad domésticos. Así, el índice Hang Seng de Hong Kong retrocedió un 8,6 %, el SES All-S'Pore de Singapur un 6,1 % y el Shanghai Composite de China lo hizo un 2,5 %. En Latinoamérica el único índice que presentó una ligera revalorización fue el Bovespa de Brasil (3,7 %). El resto de índices mostró, en su mayoría, leves caídas durante el trimestre excepto el argentino Merval, que cayó un 30,5 % tras la celebración de elecciones primarias en el país y el desplome del peso. Entre las economías de Europa del Este, destacó el incremento del 8,6 % en el índice de Rumanía, pero otros índices relevantes registraron descensos: el índice ruso (RTS) cedió un 3,4 % y el polaco (Warsaw General Index), un 4,8 %.

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

CUADRO 1

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

Fuente: Thomson Datastream.

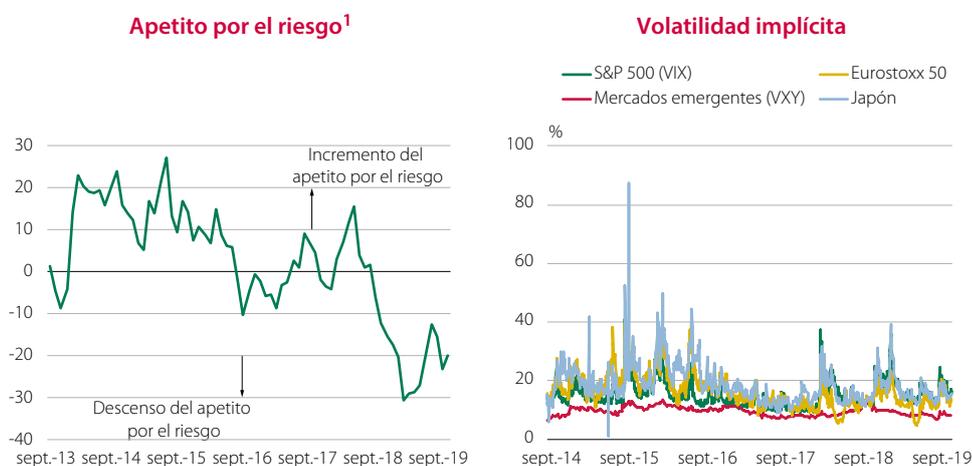
<sup>1</sup> En moneda local. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes experimentaron un leve repunte en agosto, pero finalizaron el tercer trimestre en valores reducidos y similares a los del segundo. En general, los niveles de volatilidad implícita se situaron cerca del 15 % (véase el panel derecho del gráfico 7).

Las medidas de volatilidad implícita de la renta variable registraron un pequeño repunte en agosto, pero descendieron con posterioridad hasta valores muy bajos.

## Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

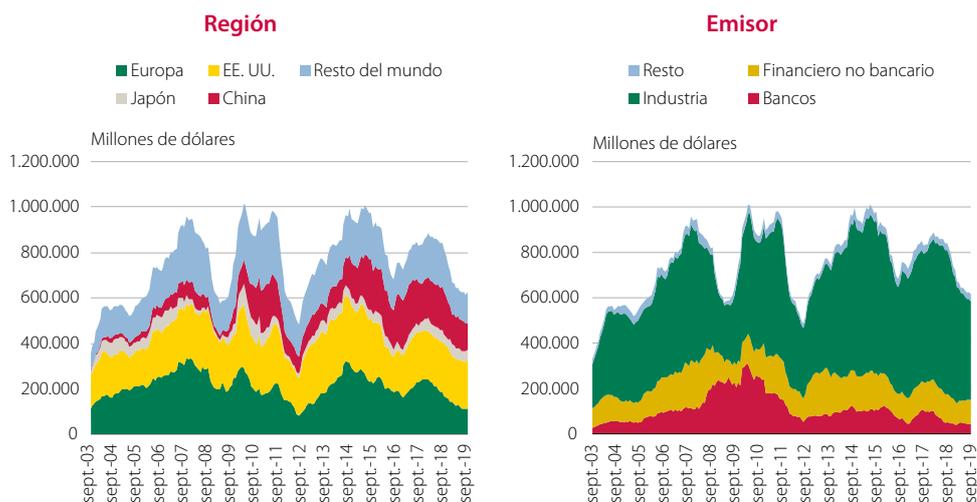


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales siguen descendiendo, prolongando una tendencia que comenzó en 2017 y que responde en parte a consideraciones relacionadas con la ralentización de la actividad económica y con la presencia de algunas incertidumbres. Así, aunque el volumen de emisiones del tercer trimestre del año (161.000 millones de dólares) fue similar al del tercer trimestre de 2018, las emisiones realizadas en los últimos 12 meses se situaron en 625.000 millones de dólares (muy por debajo de los 800.000 millones alcanzados en el mismo periodo de 2018 o de los máximos cercanos a 1 billón de dólares registrados en 2014 y 2015). Se observaron diferencias entre las regiones contempladas, con descensos notables en China y Japón (un 35,2 % y un 19,6 %, respectivamente) y, en menor medida, en Europa (-6 %), mientras que en EE. UU. y en otras regiones del mundo se registraron avances (del 34,3 % en el primero y el 15,0 % en las segundas). Por sectores, crecieron las emisiones de renta variable de las entidades financieras (no bancarias) y especialmente de las empresas de *utilities*, con un importe que superó el doble de lo emitido durante el mismo periodo del año anterior. En el resto de sectores se observaron retrocesos, que fueron más importantes en los bancos.

El volumen de emisiones de renta variable se estabilizó en el tercer trimestre del año, pero se encuadra dentro de una tendencia descendente que comenzó en 2017.



Fuente: Dealogic. Datos acumulados de 12 meses hasta el 30 de septiembre.

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

*El PIB de la economía española sigue ralentizándose (el avance del segundo trimestre fue del 2 %), pero mantiene un diferencial con la zona del euro próximo a 1 p.p.*

El PIB de la economía española tuvo una variación interanual del 2 % en el segundo trimestre de 2019, 2 décimas menos que en el primero, pero por encima de los registros de la zona del euro en el mismo periodo (1,2 %). Cabe destacar que tanto en España como en la zona del euro se ha observado una ralentización notable de la actividad en los últimos meses, motivada por la incertidumbre en torno a las negociaciones comerciales entre EE. UU. y China, la proximidad de la fecha del *brexit* y otros focos de tensiones internas. Con todo, la economía española mantiene un diferencial de crecimiento próximo a 1 punto porcentual (p.p.) respecto a la media europea.

*La demanda nacional y el sector exterior contribuyeron de forma equivalente al crecimiento del segundo trimestre (1 p.p.) pero con tendencias opuestas, puesto que la primera reduce su aportación y el segundo la incrementa.*

En el segundo trimestre, la contribución de la demanda nacional y del sector exterior al crecimiento fue similar en ambos casos (1 p.p.). Sin embargo, sus tendencias son diferentes, pues la aportación de la demanda nacional fue 9 décimas inferior a la del primer trimestre mientras que la del sector exterior fue 8 décimas superior. La evolución de los componentes de la demanda interna muestra una desaceleración notable del consumo privado (del 1,1 % al 0,6 %) y, sobre todo, de la formación bruta de capital fijo (del 4,8 % al 1 %). La variación anual del consumo público permaneció estable en el 2,2 %. Dentro de la evolución de la formación bruta de capital fijo destacó la caída de la inversión en bienes de equipo (del 8 % al -2,2 %) y el menor ritmo en el crecimiento de la construcción (del 4,2 % al 2,9 %). En cuanto al sector exterior, se produjo una leve recuperación de las exportaciones (del 0,2 % al 1 %), mientras que las importaciones intensificaron su ritmo de descenso (del -0,4 % al -0,7 %).

*Por el lado de la oferta, la industria y las ramas primarias presentaron un crecimiento más débil, mientras que la construcción y los servicios avanzaron de forma notable.*

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores que presentaron un comportamiento más débil fueron la industria, cuyo valor añadido apenas creció un 0,2 % en el segundo trimestre (0,5 % en 2018), y las ramas primarias, que mostraron un retroceso del 4,6 % (+5,9 % en 2018). Por el contrario, el valor añadido de los sectores de la construcción y los servicios registraron avances notables, del 5,2 % en el primer caso y del 2,8 % en el segundo, en línea con los incrementos medios observados en 2018 (5,7 % y 2,7 %, respectivamente).

% var. anual

	2015	2016	2017	2018	CE <sup>1</sup>	
					2019	2020
<b>PIB</b>	<b>3,8</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
Consumo privado	2,9	2,6	3,0	1,8	1,9	1,6
Consumo público	2,0	1,0	1,0	1,9	1,7	1,5
Formación bruta de capital fijo, de la que:	4,9	2,4	5,9	5,3	3,6	2,9
Construcción	1,5	1,6	5,9	6,6	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	9,1	1,8	8,5	5,7	3,0	3,1
Exportaciones	4,3	5,4	5,6	2,2	2,3	2,9
Importaciones	5,1	2,7	6,6	3,3	2,7	3,0
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,1	1,0	-0,1	-0,3	-0,1	0,0
<b>Empleo<sup>2</sup></b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>
<b>Tasa de paro</b>	<b>22,1</b>	<b>19,6</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>13,5</b>	<b>12,2</b>
<b>Índice de precios de consumo<sup>3</sup></b>	<b>0,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
<b>Saldo de las AA. PP.<sup>4</sup> (% PIB)</b>	<b>-5,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>99,3</b>	<b>99,2</b>	<b>98,6</b>	<b>97,6</b>	<b>96,3</b>	<b>95,7</b>
<b>Posición de inversión internacional neta (% PIB)</b>	<b>-79,1</b>	<b>-71,4</b>	<b>-68,6</b>	<b>-62,9</b>	<b>n.d.</b>	<b>n.d.</b>

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

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a la primavera de 2019.

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, que durante el primer cuatrimestre de 2019 se había incrementado desde el 1 % hasta el 1,5 %, ha mostrado una fuerte tendencia descendente desde entonces para quedar en el 0,1 % en el mes de septiembre. Esta caída tuvo su origen, sobre todo, en la evolución de la tasa energética, que pasó del 5,6 % anual en marzo al -4,5 % en agosto, aunque también se observó un comportamiento menos inflacionista de otros componentes variables del índice como los alimentos frescos. La tasa de inflación subyacente, que excluye los bienes energéticos y los alimentos frescos, ha registrado una leve tendencia alcista en el año pero se mantiene en niveles reducidos, inferiores al 1 %. Esta tendencia se origina por el pequeño aumento de la inflación de los alimentos elaborados y de los bienes industriales (no energéticos). Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro, en valores negativos a finales del año anterior (-0,3 p.p. en diciembre), se ha ido incrementando durante el ejercicio (-0,6 p.p. en agosto).

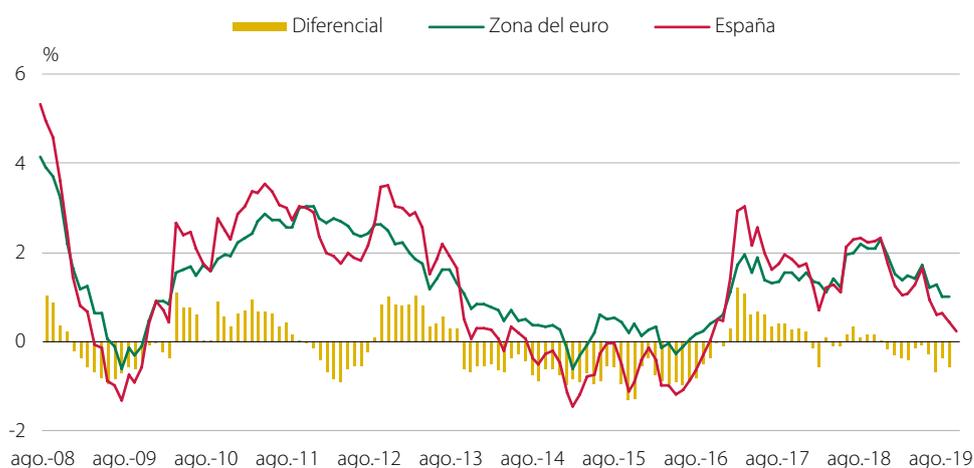
*La inflación muestra un descenso notable desde mayo, que se debe, sobre todo, a la caída de la inflación energética. En septiembre la tasa anual se situaba en el 0,1 % y la tasa subyacente, en el 0,9 %.*

La creación de empleo continuó, aunque a un ritmo ligeramente más moderado y dio lugar a una nueva disminución de la tasa de paro, hasta el 14,0 % en junio.

El avance de la actividad económica, aunque en desaceleración, continuó favoreciendo el dinamismo del mercado laboral. En este contexto, el proceso de creación de empleo prosiguió, si bien a un ritmo algo más moderado que en meses recientes (2,5 % en el segundo trimestre y 2,7 % en el último trimestre del año anterior). Así, el número de empleados a tiempo completo aumentó en 187.000 en el primer semestre del año y la tasa de paro descendió hasta el 14,0 % en junio (frente al 14,5 % en diciembre de 2018). Por su parte, los costes laborales unitarios se incrementaron en el primer trimestre del año hasta una tasa anual del 2,1 % (0,8 % de media en 2018), ya que el aumento de la remuneración por asalariado (1,6 %) fue acompañado de un descenso de la productividad (-0,4 %).

### IPC armonizado: España frente a la zona del euro

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta septiembre en España y agosto en la zona del euro.

... y el déficit de las Administraciones públicas acumulado hasta junio se situó en el 2,10 % del PIB (0,24 p.p. menos que en el mismo periodo de 2018).

El déficit de las Administraciones públicas (sin incluir las corporaciones locales) acumulado en el primer semestre del año se situó en el 2,10 % del PIB<sup>12</sup>, algo por encima de la cifra de 2018 (1,86 % del PIB). Los datos no son totalmente comparables puesto que los incrementos en la remuneración de asalariados y de las pensiones de este ejercicio no tienen su equivalencia en los primeros meses de 2018, cuando computaron tras la aprobación de los Presupuestos en julio. Por tanto, es previsible que esta diferencia se vaya diluyendo en lo que resta del año. Así parece apuntarlo el importe del déficit del Estado acumulado hasta julio, que se situó en el 1,11 % del PIB, 0,35 p.p. menos que en 2018. El desglose por Administraciones muestra que el aumento del déficit fue generalizado en la primera mitad de año. Así, creció tanto el déficit de la Administración central (del 0,78 % al 0,92 %) como el de los fondos de la seguridad social (del 0,49 % al 0,54 %) y algo menos el de las comunidades autónomas (del 0,60 % al 0,63 %). Los últimos pronósticos<sup>13</sup> apuntan a un déficit del 2,4 % del PIB para el conjunto del año. Por su parte, el dato avanzado para el segundo trimestre indica que el nivel de deuda pública según el Protocolo de Déficit Excesivo se situó en el 98,9 % del PIB, el mismo nivel que en el primer trimestre y 1,3 p.p. más que a finales de 2018.

12 Excluye el importe de la ayuda financiera.

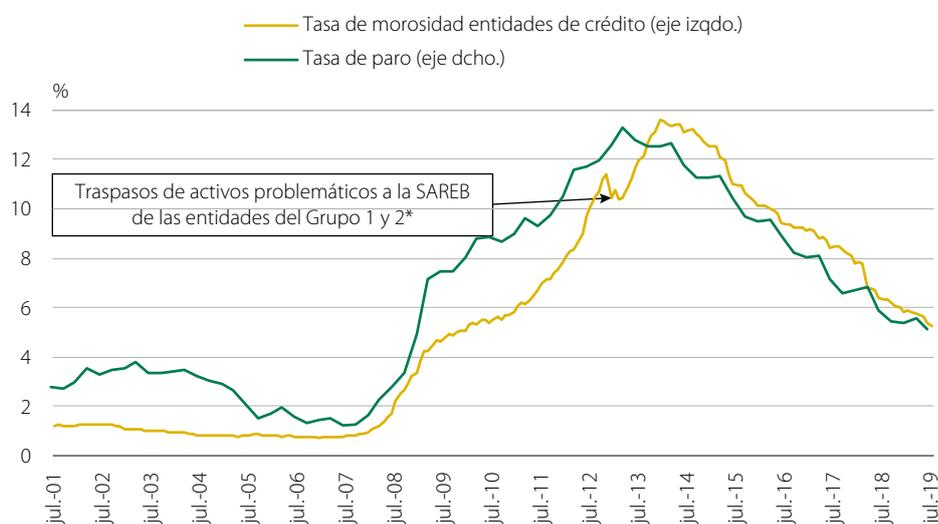
13 Banco de España.

El sector bancario continúa operando en un contexto de tipos de interés muy reducidos que se va a alargar más tiempo del previsto hace unos meses y que sigue impidiendo mejoras relevantes en el margen de intereses. Este sector se enfrenta a un entorno competitivo complicado caracterizado por la entrada de nuevos jugadores que lideran la revolución tecnológica y a otro tipo de incertidumbres de carácter legal, como la relacionada con la próxima sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) sobre las hipotecas referenciadas al IRPH. Del lado positivo sigue jugando el comportamiento del mercado laboral, que ha permitido continuar reduciendo la tasa de morosidad del sector hasta el 5,2 % en julio (5,8 % a finales de 2018). Además, los bancos españoles mantienen una ratio de eficiencia mejor que la de la media en la Unión Europea en el primer trimestre de 2019: el cociente entre los costes y los ingresos se situó en el 51,6 % en España frente al 66,3 % de media que se registró en la Unión.

*El sector bancario debe afrontar un periodo más largo de tipos de interés muy bajos, en un contexto fuertemente competitivo en el que entran en juego grandes compañías punteras en tecnología.*

### Tasa de morosidad de las entidades de crédito y tasa de paro<sup>1</sup>

GRÁFICO 10



Fuente: Banco de España e INE. Datos de morosidad hasta julio y tasa de paro hasta junio.

<sup>1</sup> Sobre la población activa.

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

En este contexto, el beneficio agregado de las entidades de crédito españolas se situó en 5.326 millones de euros en la primera mitad del año, un 20 % menos que en el mismo periodo del año anterior (6.657 millones de euros). El margen de intereses se mantuvo estable, lastrado por los bajos tipos de interés, mientras que el resultado de explotación disminuyó, entre otros, por la caída de los beneficios netos procedentes de operaciones en moneda extranjera y por el aumento significativo de las dotaciones netas. El incremento de las pérdidas por actividades realizadas al margen de la actividad de explotación también influyó en el descenso del beneficio total del sector.

*Así, el beneficio agregado de las entidades de crédito se situó en 5.325 millones de euros en el primer semestre, un 20 % menos que en 2018.*

*La financiación bancaria otorgada tanto a las empresas como a los hogares creció en los primeros meses del año, con más intensidad en las compañías.*

La financiación bancaria agregada otorgada a las empresas y los hogares residentes mostró un crecimiento interanual del 1,2 % en el mes de julio, debido principalmente al aumento de la financiación concedida a las sociedades no financieras (1,9 %), que tuvo lugar fundamentalmente a través de valores representativos de deuda. Por su parte, la financiación a los hogares siguió incrementándose a tasas relativamente similares a las observadas en meses previos (0,3 % en julio), evolución que se explica, sobre todo, por el crecimiento del crédito al consumo (4,6 %). En la zona del euro el crédito a las empresas crecía a tasas del 3,5 % anual en agosto y a los hogares lo hacía al 3,2 %.

*El tamaño del sector bancario se incrementó un 1,6 % entre diciembre y julio, hasta los 2,62 billones de euros.*

El tamaño del sector bancario se incrementó un 1,6 % entre diciembre y julio, hasta los 2,62 billones de activos (2,57 billones a finales de 2018), sobre todo por el incremento en los créditos concedidos al sector exterior y en el valor razonable de derivados que no forman parte de coberturas contables. Por su parte, las principales fuentes de financiación —los depósitos y la deuda— también mostraron ligeros aumentos (del 0,3 % y el 2,5 %, respectivamente), mientras que el patrimonio neto se redujo un -1 %, hasta los 325.000 millones de euros.

*La tasa de ahorro de los hogares aumentó en el primer trimestre (hasta el 7,2 % de su RBD), al tiempo que su ratio de endeudamiento experimentaba un leve descenso y su riqueza neta se incrementaba.*

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares indican que la tasa de ahorro siguió aumentando en el segundo trimestre del año hasta situarse en el 7,2 % de su renta bruta disponible (RBD) (a principios de 2018 había marcado un mínimo del 5,5 %). Por su parte, la ratio de endeudamiento experimentó un leve descenso en el primer trimestre del año, hasta situarse en el 96,1 % de la RBD (97,1 % a finales de 2018 y 100,4 % a finales de 2017) y la riqueza de los hogares aumentó en el mismo periodo de tiempo debido tanto a la revalorización de los activos financieros como de los inmobiliarios.

*Las inversiones financieras de los hogares se situaron en el 1,5 % del PIB en el primer trimestre de 2019. Destacó la inversión en los activos más líquidos y las desinversiones en valores de renta fija, en depósitos a plazo y en acciones.*

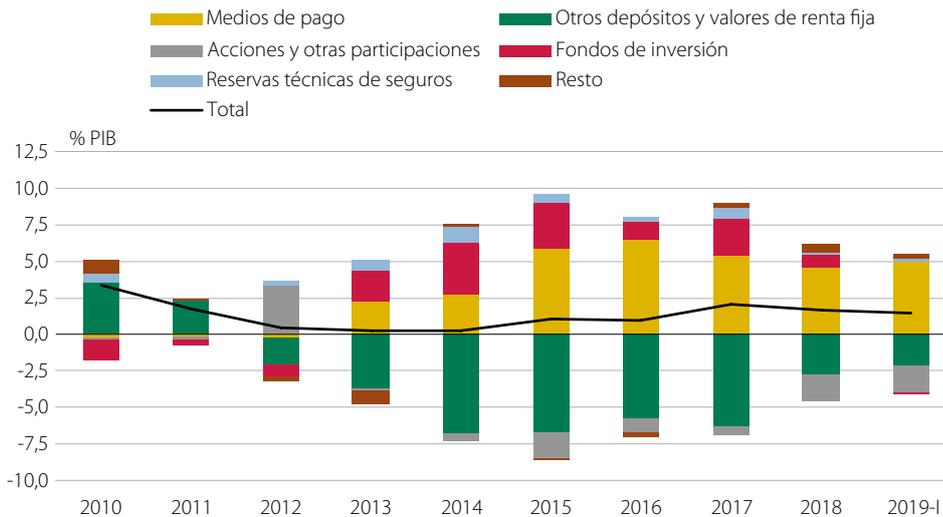
Las inversiones financieras netas de los hogares se situaron en el 1,5 % del PIB en el primer trimestre del año<sup>14</sup> (1,6 % en 2018 y 2,1 % en 2017). El patrón de inversión fue similar al observado en los últimos ejercicios. Así, se produjo una desinversión considerable en valores de renta fija y depósitos a plazo (2,1 % del PIB) —productos poco atractivos en un entorno de tipos de interés muy reducidos— y también en acciones y otras participaciones (1,8 % del PIB), en línea con las turbulencias de los mercados de acciones de finales de 2018. Por el contrario, la inversión en los activos más líquidos fue significativa (5 % del PIB), patrón que se mantiene desde 2015. Sí que es diferencial del último periodo considerado la disminución de las suscripciones netas de los partícipes en fondos de inversión a raíz de la incertidumbre presente en los mercados financieros desde hace unos meses. Entre 2013 y 2017 los hogares invirtieron una media anual del 2,5 % del PIB en fondos de inversión, un porcentaje que se redujo hasta el 0,9 % en 2018 y que parece seguir en descenso en lo que va de 2019, aunque no sea de forma generalizada entre las diferentes categorías. Así, aunque las suscripciones netas en fondos acumuladas en el primer semestre del año son poco relevantes (-76 millones de euros), se producen como consecuencia de inversiones significativas en fondos de renta fija (5.466 millones) y fondos de renta variable mixta (2.597 millones) y de reembolsos netos relevantes en fondos de renta variable euro (-2.604 millones), retorno absoluto (-2.552 millones) y renta fija mixta (-2.175 millones).

---

14 Datos acumulados de cuatro trimestres, hasta el primero de 2019.

## Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

## Medidas de intervención de la CNMV en relación con las opciones binarias y los contratos financieros por diferencias

RECUADRO 1

La CNMV aprobó el 29 de junio de 2019 diversas medidas de intervención en relación con opciones binarias (OB) y contratos financieros por diferencias (CFD) consistentes en la prohibición de la comercialización, distribución y venta de OB y en restricciones a la comercialización, distribución y venta de CFD entre clientes minoristas en España. Esta resolución es de aplicación a todas las entidades que comercialicen estos productos en España —con independencia de su país de origen— y entró en vigor el 2 de julio de 2019 para las OB y el 1 de agosto de 2019 para los CFD.

Debido a su naturaleza sofisticada y a la dificultad que entraña la comprensión de los riesgos de estos productos, su comercialización entre clientes minoristas ha sido una preocupación constante de la CNMV y de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés). De hecho, diversos estudios realizados por la CNMV y por otros organismos supervisores de valores han puesto de manifiesto que, en la gran mayoría de los casos, los clientes que han operado con este tipo de productos han perdido el dinero invertido.

Conviene recordar que las medidas adoptadas en España dan continuidad a las diversas medidas temporales acordadas por ESMA desde un año antes (el 22 de mayo de 2018), que afectaban a los clientes minoristas de la Unión Europea y que se renovaron en tres ocasiones. La autoridad europea comunicó en su día que esperaba que las autoridades nacionales competentes (ANC) —entre ellas la CNMV— adoptaran medidas similares que tuvieran efecto tras el vencimiento de las temporales. Por ello, se consideró conveniente aprobar una resolución que permitiese su implementación en España de forma indefinida, sujeta a revisión si se modificasen las circunstancias de mercado o si se reconsiderasen de modo general a nivel europeo.

Las medidas adoptadas por la CNMV, que son de aplicación a la prestación de servicios en España (incluida la libre prestación sin sucursal), son exactamente las siguientes:

- Prohibición de la comercialización, distribución o venta de OB a inversores minoristas.
- Establecimiento de limitaciones y requisitos en relación con la comercialización, distribución o venta de CFD a inversores minoristas: i) límites de apalancamiento en el momento de apertura de una posición que oscilan entre 30:1 (para los cambios entre las principales divisas) y 2:1 (para criptomonedas), en función de la volatilidad del activo subyacente; ii) una obligación de cierre de posiciones por cuenta del cliente en caso de consumo de garantías, con establecimiento del porcentaje a partir del cual los proveedores están obligados a cerrar una o más posiciones de CFD abiertas (50 % de la garantía mínima requerida); iii) un mecanismo de protección de saldos negativos por cuenta del cliente. Se establece un límite general garantizado a las pérdidas de los clientes minoristas; iv) una restricción de los incentivos que los proveedores ofrecen a los clientes por operar con CFD; y v) advertencias estandarizadas sobre el riesgo, incluido el porcentaje de pérdidas en las cuentas de inversores minoristas del proveedor de CFD.

Además, se mantiene la exigencia de recabar la expresión manuscrita de reconocimiento de la especial complejidad de los CFD por parte de los clientes —tal como prevé la Circular 1/2018— y se extiende dicha exigencia a las entidades que operen bajo la libre prestación de servicios en España. Por otra parte, la CNMV considera una buena práctica que las entidades cuenten con procedimientos adecuados para solicitar garantías adicionales a los clientes antes de que se alcance el umbral de cierre de posiciones, de forma que estén informados y puedan aportar dichas garantías o, en su caso, cerrar la posición, antes de alcanzar dicho umbral.

La decisión tomada por la CNMV se basa principalmente en las siguientes razones:

- Las OB y los CFD son instrumentos financieros que se caracterizan por su complejidad y alto riesgo, así como por su elevada volatilidad a corto plazo. En el caso de los CFD se trata además de instrumentos con apalancamiento en los que el inversor puede incurrir en pérdidas superiores al importe inicialmente desembolsado.
- Con frecuencia las condiciones de negociación de los CFD y las OB no son suficientemente transparentes, lo que perjudica la capacidad de los inversores minoristas de comprender adecuadamente los términos de los productos y de evaluar su rendimiento esperado de y los riesgos asumidos.
- Los CFD y las OB son productos que generalmente se ofrecen a los inversores minoristas a través de plataformas de negociación electrónica, sin la provisión de servicios de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de cartera.

- El apalancamiento es el factor que más contribuye a que gran parte de los clientes minoristas desconozcan el elevado riesgo al que se encuentran expuestos cuando invierten en CFD. Ello es así porque aumenta la probabilidad de que el inversor no disponga de garantías suficientes para mantener sus posiciones abiertas ante fluctuaciones en los precios de los subyacentes, por lo que con frecuencia se produce el cierre automático de sus posiciones y pérdidas que exceden los importes inicialmente desembolsados por los clientes en concepto de garantía.
- Asimismo, el apalancamiento también dificulta la comprensión por parte del inversor del impacto en el rendimiento previsible de las comisiones y de los diferenciales que soporta, ya que estos suelen aplicarse sobre el importe notional de la operación y no sobre las garantías entregadas por el cliente.

### 2.3 Perspectivas

Las previsiones publicadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en julio confirmaron la ralentización del crecimiento mundial con un pronóstico del 3,2 % y el 3,5 % para este año y el que viene (3,6 % en 2018 y 3,8 % en 2017), debido a la intensificación de las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y su repercusión en el comercio mundial. De hecho, en los primeros días de octubre la institución señaló que la economía mundial ha entrado en una fase de desaceleración sincronizada debido a la guerra comercial, cuyo impacto total podría ser cercano a los 700.000 millones de dólares en 2020 (un 0,8 % del PIB mundial). De acuerdo con las estimaciones de la institución el 90 % del PIB mundial estaría ralentizándose. Este organismo espera que el PIB de EE. UU. avance un 2,6 % este año (3 décimas más que en su predicción de abril) —impulsado por el estímulo fiscal— y un 1,9 % el año próximo, mientras que el pronóstico para la zona del euro se ha mantenido en el 1,3 % para este año y se ha revisado ligeramente al alza para 2020, hasta el 1,6 % (1 décima más). La mejora del pronóstico para la zona del euro el año que viene se basa en la recuperación de las economías que se han comportado peor este año: Alemania e Italia. Finalmente, se espera que el conjunto de países emergentes experimente un crecimiento del 4,1 % en 2019 y un 4,7 % en 2020, 3 y 1 décimas menos que lo previsto en abril, observándose una desaceleración generalizada en las economías emergentes de todas las áreas geográficas, más intensa en Latinoamérica, Oriente Medio y el norte de África.

Los riesgos a la baja respecto al escenario de crecimiento económico se han intensificado a lo largo del año debido a los altibajos de la tensión comercial entre EE. UU. y otras economías<sup>15</sup> y a la posibilidad de que el alargamiento en el tiempo de un entorno de tipos de interés muy reducidos acabe generando comportamientos inversores poco deseables y dé lugar a determinadas vulnerabilidades financieras. También persisten

*El FMI prevé un crecimiento de la economía mundial del 3,2 % en 2019 y del 3,5 % en 2020, por debajo de los registros de los 2 últimos años.*

*Los riesgos a la baja sobre el crecimiento mundial se han intensificado y están relacionados con las tensiones comerciales, la prolongación de los tipos de interés muy bajos y el resultado del brexit.*

15 En los primeros días de octubre se conoció la decisión de la Organización Mundial del Comercio (OMC), que aceptó la posibilidad de que EE. UU. imponga aranceles a la Unión Europea como reacción a las subvenciones otorgadas por varios Estados miembros —entre ellos España— a Airbus en el pasado. Este hecho supone una fuente de incertidumbre adicional sobre la evolución económica de los países afectados.

ciertas incertidumbres relevantes en torno al resultado final del *brexit*, a la presencia de diversas tensiones geopolíticas y al proceso de adaptación al cambio climático. La materialización de algunos de los riesgos comentados o la interacción de varios de ellos podrían desencadenar aumentos en las primas de riesgo de crédito, que actualmente están muy comprimidas en el caso de algunos activos, y ajustes en los precios de los instrumentos de renta fija y variable internacionales.

## Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

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

Fuente: Thomson Datastream y FMI.

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

*Las últimas previsiones rebajan los pronósticos de crecimiento para la economía española hasta el 2 %, por la ralentización de la demanda interna, el deterioro de algunos mercados de exportación y la incertidumbre política.*

Según la previsión publicada en julio por el FMI, la economía española crecerá un 2,3 % este año y un 1,9 % en 2020. Algo menos favorables resultan otros pronósticos más recientes como los del Banco de España, que en septiembre rebajaba su previsión de crecimiento para este año hasta el 2,0 % y hasta el 1,7 % la del próximo ejercicio (4 y 2 décimas menos respectivamente), como consecuencia de la pérdida de vigor de la demanda interna y de los mercados de exportación de España, en un contexto de aumento de la incertidumbre global. La economía española continúa afrontando riesgos relevantes, algunos más novedosos y relacionados con la posibilidad de que EE. UU. imponga aranceles a determinados productos españoles y otros anteriores, que tienen que ver con la necesidad de reducir el elevado —aunque en descenso— nivel de desempleo y de intensificar el proceso de consolidación fiscal. En esta última materia las previsiones más recientes<sup>16</sup> sitúan el déficit público en el 2,4 % del PIB en 2019 (0,4 p.p. por encima de las proyecciones del Plan presupuestario publicado por el Gobierno en 2019). El grado de solidez del sistema bancario, que, como en otras economías europeas, afronta los retos derivados de operar en un entorno de tipos de interés muy bajos y de competencia creciente, también es objeto de atención. Todos estos riesgos se enmarcan en un contexto de incertidumbre política que se deriva de la falta de acuerdo en el proceso de formación de Gobierno, con la consiguiente convocatoria de nuevas elecciones.

16 Banco de España.

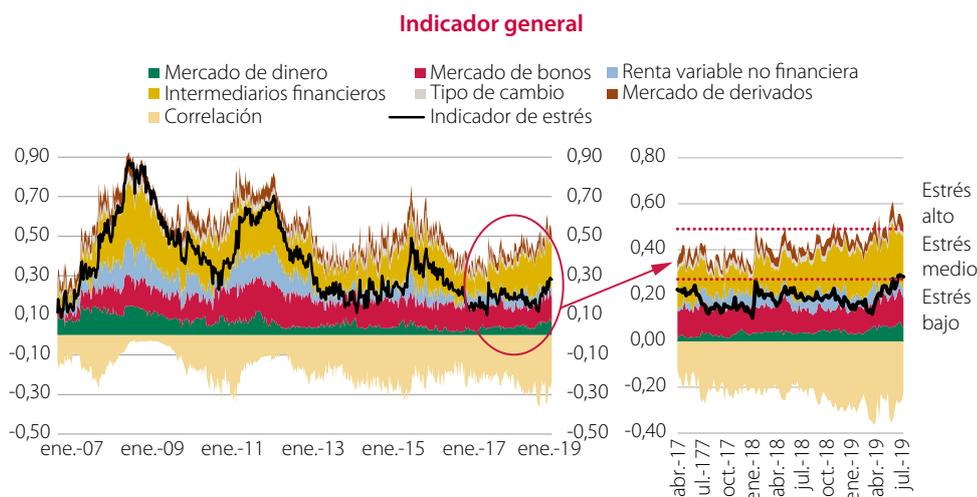
### 3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles<sup>17</sup> ha mostrado una tendencia bastante estable hasta mayo, registrando niveles de estrés que se consideran bajos a pesar de que dos de los segmentos más importantes (bancos y deuda) mostraban valores elevados. La escasa correlación entre los movimientos de los diferentes componentes del indicador explicaba este comportamiento. Desde mayo el indicador ha pasado de unos valores cercanos a 0,10 a otros superiores a 0,28 a partir de principios de septiembre, con lo que sobrepasa el umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio. Este incremento se explica tanto por el leve aumento del nivel de estrés de otros segmentos con menor peso en el índice —por ejemplo, el de mercados monetarios o el de derivados— como por el aumento de la correlación entre ellos. Por tanto, se mantiene un nivel elevado de estrés en sectores que ya lo mostraban, como el bancario, por las bajas cotizaciones, y el de deuda, por el deterioro de la liquidez y de la volatilidad, y se percibe un incremento en otros sectores en un contexto en que los mercados afrontan varias fuentes de incertidumbre. La evolución de la correlación entre los diferentes componentes del sistema financiero será clave en las próximas semanas para determinar mayores aumentos del nivel de estrés total.

*El indicador de estrés agregado de los mercados financieros españoles superó el umbral que separa el nivel de estrés bajo del medio a principios de septiembre. Este aumento se explica por el crecimiento más generalizado del estrés en la mayoría de los componentes en el contexto actual de incertidumbres. A finales de septiembre su valor era de 0,29.*

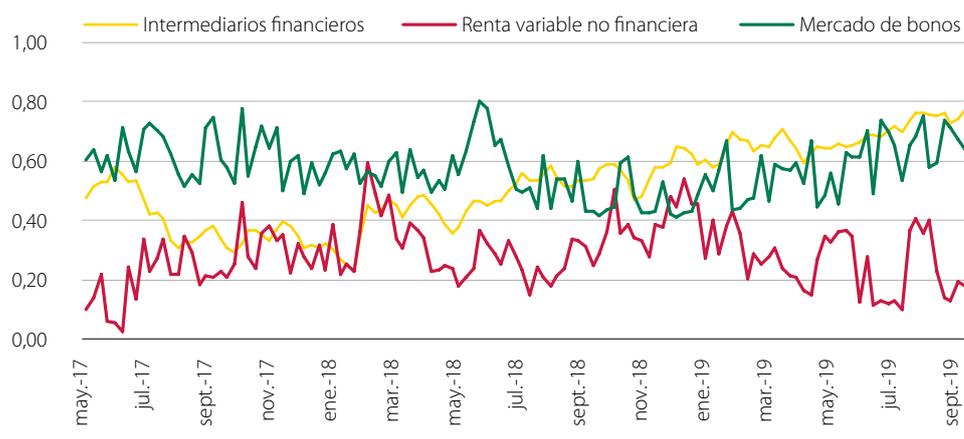
Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



17 Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes véanse 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 una mayor información sobre la metodología de este indicador véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016) «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41 o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).

### Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

### 3.1 Los mercados bursátiles

*Los mercados de renta variable presentaron alzas destacadas en el primer trimestre, que se detuvieron conforme avanzaba el año y se intensificaban las fuentes de incertidumbre económica y política a nivel global.*

Los mercados de renta variable nacionales mostraron un comportamiento alcista hasta abril, que se interrumpió conforme se recrudecía el enfrentamiento comercial entre EE. UU. y China, a la vez que se intensificaban otras fuentes de incertidumbre como la desaceleración de la actividad en la zona del euro y las dudas sobre el resultado final del *brexit*. Así, finalizaron el tercer trimestre con ligeras alzas tras la recuperación de las cotizaciones experimentada en septiembre —cuando el índice Ibex 35 tuvo su mejor comportamiento desde el mes de enero— gracias a las nuevas medidas de estímulos monetarios adoptadas por la autoridad monetaria europea<sup>18</sup> y a la nueva rebaja de tipos de la Reserva Federal. Así el Ibex 35, que se había revalorizado un 8,2 % en el primer trimestre del año, registró descensos del 0,4 % en el segundo para volver a avanzar un 0,5 % en el tercero, lo que dejó la revalorización acumulada en el año en el 8,3 %<sup>19</sup>. Este registro, que es sensiblemente inferior al de otros índices de referencia europeos<sup>20</sup>, puede haberse visto también afectado por factores de carácter interno relacionados con el retraso en la formación de Gobierno<sup>21</sup> aunque al menos una parte significativa del diferencial se debe a la composición del índice español, con mayor peso de sectores que se han comportado relativamente peor, como son el bancario o el inmobiliario. El ligero avance de las

18 El BCE rebajó los tipos de la facilidad marginal de depósito 10 p.b., hasta el -0,50 %, y anunció que en noviembre retomará las compras netas de deuda por un importe de 20.000 millones de euros mensuales, además de extender el plazo de las operaciones de financiación a la banca (el tercer TLTRO) de 2 a 3 años. Por su parte, la Reserva Federal rebajó 25 p.b. sus tipos de interés en la segunda mitad de septiembre —el segundo recorte en el año—, hasta situarlos en el rango del 1,75 %-2 %.

19 El 2 de octubre el rebrote de las dudas sobre la ralentización de la actividad a escala mundial dio lugar a pérdidas significativas en las bolsas, de entre un 2 % y un 3 % de su valor en un solo día (el Ibex 35 perdió un 2,8 %).

20 Los principales índices bursátiles europeos presentaron registros positivos tanto en el tercer trimestre como en el acumulado anual: Eurostoxx 50 (2,6 % y 18,9 %, respectivamente), Dax 30 (0,2 % y 17,7 %, respectivamente), destacando las revalorizaciones del francés Cac 40 (2,5 % y 20 %, respectivamente) y el italiano Mib 30 (4,1 % y 20,6 %, respectivamente).

21 A finales de septiembre, el Rey firmó la disolución de las Cortes y la convocatoria de nuevas elecciones para el próximo 10 de noviembre.

cotizaciones se produjo en un contexto de descenso de la negociación y un levísimo deterioro de la liquidez en el mercado.

Como se observa en el cuadro 4, esta evolución no fue homogénea entre sectores ni tampoco atendiendo al tamaño de las compañías cotizadas. Respecto a este último factor, cabe destacar el comportamiento dispar observado durante todo el año entre las empresas de tamaño más reducido del mercado, que acumulan una revalorización del 6,5 % en el ejercicio, y las empresas de tamaño medio, que han perdido un 2,5 % de su valor. En el primer caso, se trata de compañías más ligadas a la evolución de la actividad económica doméstica, que es más dinámica que la de la zona del euro, mientras que en el segundo hay más empresas con mayor presencia y actividad exportadora en los mercados europeos, que se ven condicionadas por el descenso de la actividad económica y el comercio con la región.

En relación con la evolución sectorial, las revalorizaciones más elevadas se observa en el sector de bienes de consumo, con avances superiores al 20 % en el año; entre las que destaca la revalorización de Inditex gracias a su capacidad de adaptación al nuevo entorno competitivo de los mercados y la digitalización de la compañía. También son notables los avances en las cotizaciones de las compañías farmacéuticas y de biotecnología, favorecidas porque su demanda está menos ligada a la evolución del ciclo económico. Además, es remarcable la evolución positiva de los sectores de construcción e ingeniería, con avances cercanos al 30 % y 20 %, respectivamente, así como de las compañías del sector eléctrico y del gas, que se benefician del entorno de tipos de interés reducidos, del dinamismo de la demanda interna de la economía española y del carácter estable de sus ingresos. Por el contrario, son reseñables las caídas de las cotizaciones en las empresas inmobiliarias por el temor de los inversores a un cambio de ciclo en el sector inmobiliario (-9,8 %), las compañías del sector de metales y minerales (-4,1 %) y los bancos (-7 %). La evolución de estos últimos se ve condicionada por el mantenimiento de unos tipos de interés reducidos —con perspectivas de extensión por un periodo prolongado— que no beneficia sus resultados, en un contexto de desaceleración económica, así como por la presencia de otras incertidumbres<sup>22</sup>.

*La evolución de las cotizaciones no fue generalizada entre sectores ni compañías, observándose revalorizaciones significativas en las empresas de bienes de consumo, del sector de la construcción y en las eléctricas...*

*... y caídas en las inmobiliarias y en los bancos, estos últimos afectados por el nivel tan bajo de los tipos de interés y por otras fuentes de incertidumbre.*

---

22 Permanecen, por ejemplo, riesgos de carácter legal como el relacionado con la sentencia del TJUE sobre el IRPH.

Índices	2016	2017	2018	% s/					
				III 18 <sup>1</sup>	IV 18 <sup>1</sup>	I 19 <sup>1</sup>	II 19 <sup>1</sup>	III 19 <sup>1</sup>	dic.-18
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	-2,4	-9,0	8,2	-0,4	0,5	8,3
Madrid	-2,2	7,6	-15,0	-2,5	-9,3	8,0	-0,6	-0,3	7,0
Ibex Medium Cap	-6,6	4,0	-13,7	0,8	-14,8	4,7	-1,5	-5,5	-2,5
Ibex Small Cap	8,9	31,4	-7,5	-5,6	-16,4	9,4	-1,3	-1,3	6,5
FTSE Latibex All-Share	71,0	9,0	10,3	11,4	1,8	14,0	0,9	-6,2	7,9
FTSE Latibex Top	67,8	7,3	14,8	12,9	4,5	11,7	1,1	-5,8	6,3
<b>Sectores<sup>2</sup></b>									
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-1,6</b>	<b>10,5</b>	<b>-27,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-12,6</b>	<b>2,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>-6,6</b>
Banca	-1,8	10,6	-29,0	-5,3	-12,9	2,7	-3,1	-6,5	-7,0
Seguros	15,5	0,1	-12,8	2,3	-13,8	2,9	3,9	-6,0	0,5
Inmobiliarias y otros	-2,3	17,6	-26,1	-10,9	-15,0	-2,9	-6,7	-0,5	-9,8
<b>Petróleo y energía</b>	<b>0,8</b>	<b>3,9</b>	<b>6,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>9,6</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>18,2</b>
Petróleo	32,6	9,9	-4,5	2,4	-18,0	8,4	-9,7	4,0	1,8
Electricidad y gas	-4,3	2,0	8,9	-2,5	7,6	9,9	5,6	5,7	22,7
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>2,7</b>	<b>-11,5</b>	<b>18,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>20,0</b>
Construcción	-7,9	9,9	-3,4	4,5	-6,5	18,7	-1,3	10,1	28,9
Fabricación y montaje de bienes de equipo	7,8	-19,3	-10,4	-5,2	-6,8	19,9	-1,0	-12,0	4,5
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	48,8	14,2	-25,3	7,5	-27,2	7,5	0,8	-11,6	-4,1
Ingeniería y otros	9,9	-9,9	-21,3	-1,4	-23,9	14,4	5,0	-2,2	17,5
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-9,0</b>	<b>7,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>4,8</b>	<b>-8,8</b>	<b>9,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>4,8</b>
Telecomunicaciones y otros	-14,2	-5,1	-8,2	-5,3	6,1	3,7	-0,5	-0,5	2,6
Electrónica y <i>software</i>	7,9	36,6	-0,1	17,4	-23,7	17,3	-2,6	-5,8	7,6
<b>Bienes de consumo</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-16,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>-13,5</b>	<b>14,3</b>	<b>0,9</b>	<b>5,0</b>	<b>21,1</b>
Textil, vestido y calzado	2,6	-10,4	-23,1	-10,8	-14,4	17,2	1,0	7,4	27,0
Alimentación y bebidas	-5,4	5,2	-8,4	1,4	-14,4	12,2	-9,7	-3,4	-2,2
Productos farmacéuticos y biotecnología	-6,4	14,6	-6,4	-0,8	-10,3	11,6	5,0	3,4	21,2
<b>Servicios de consumo</b>	<b>-8,0</b>	<b>23,3</b>	<b>-19,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-11,1</b>	<b>2,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,3</b>
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	-34,7	-9,9	-27,2	2,7	4,3	-2,6	4,4
Transporte y distribución	-15,7	32,3	-11,5	-2,7	-7,5	0,3	-0,5	-2,5	-2,6

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.

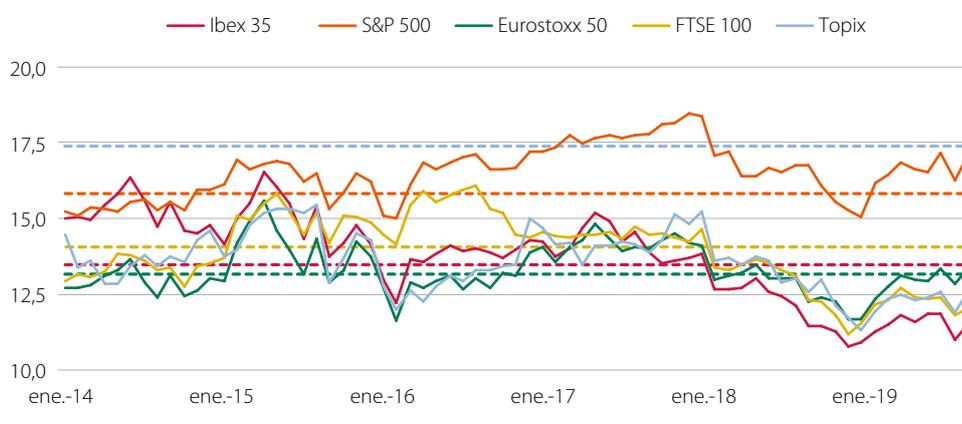
Tras unos meses de aumento, la ratio PER del Ibex 35 se situó en 11,5 veces en septiembre, por encima de los valores de cierre de 2018 y bastante por debajo de su media histórica (13,5).

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) del Ibex 35 mostró una tendencia creciente en la primera mitad del año, que tuvo su origen en la revalorización de las acciones al inicio del periodo y posteriormente en la ralentización del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los meses próximos. En el tercer trimestre esta tendencia se invirtió ligeramente y dejó el valor de esta ratio en 11,5 veces, todavía por encima de la registrada al cierre de 2018 (10,8) y bastante inferior a su media histórica (13,5). Como se observa en el gráfico 13, la tendencia de la ratio PER del índice español es algo distinta a las de los índices más relevantes a nivel global, que aumentaron ligeramente favorecidas por los mayores avances en sus cotizaciones. La ratio española es inferior a la de otros índices y su distancia respecto de la

media del indicador es elevada. Una ratio PER tan por debajo de su media solo se observa en el índice asiático Topix y en el británico FTSE, que se ha visto afectado por caídas significativas de las cotizaciones en el contexto del *brexit*.

### Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)

GRÁFICO 13



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

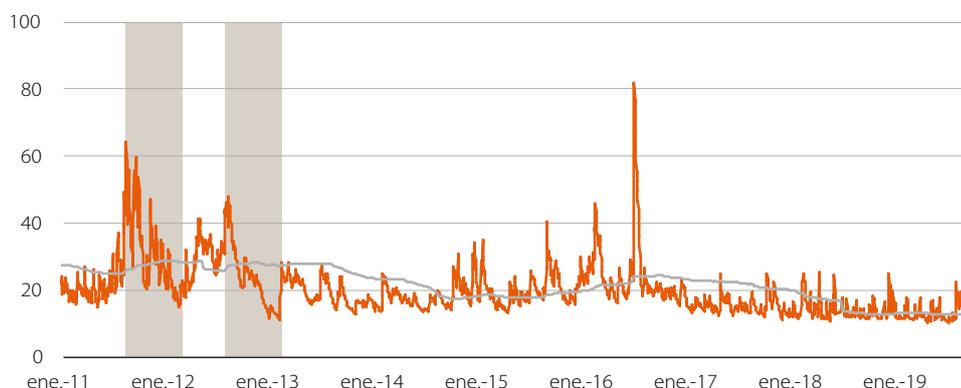
1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad del Ibex 35 se ha movido en niveles reducidos (inferiores al 15 %) durante la mayor parte del ejercicio, experimentando únicamente un leve repunte hasta alcanzar valores en torno al 20 % en el mes de agosto, como consecuencia de la intensificación de algunas incertidumbres de carácter internacional. Al cierre del tercer trimestre, la volatilidad de Ibex 35 cayó hasta valores cercanos al 10 %, un poco por debajo del valor medio del periodo (12,2 %) y del promedio del ejercicio 2018 (15,1 %). El comportamiento de la volatilidad del mercado español ha sido similar al de otros índices de referencia, siendo el repunte de estos últimos ligeramente superior al del índice español (por encima del 20 % en el caso del Eurostoxx 50 y del Dow Jones). A pesar de este pequeño rebrote, los diferentes indicadores de volatilidad oscilan en rangos reducidos desde un punto de vista histórico desde hace varios trimestres.

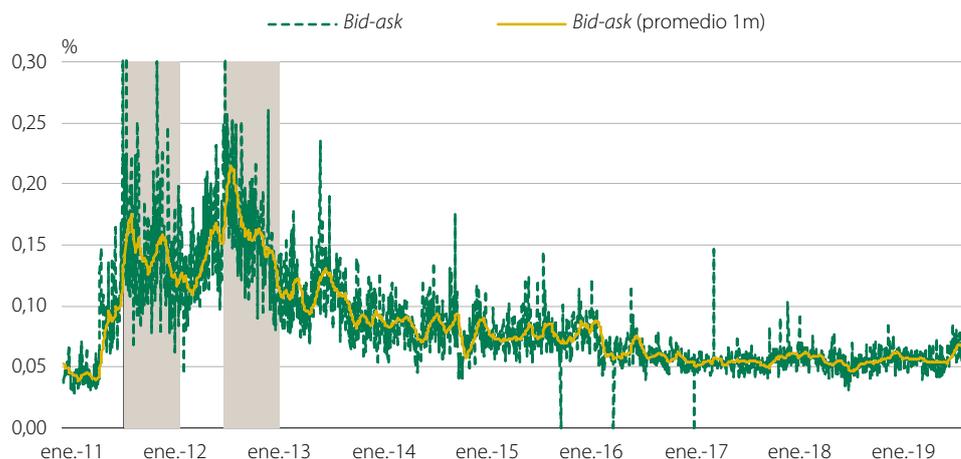
*La volatilidad del mercado se mantuvo en niveles reducidos, aunque la intensificación de algunas incertidumbres en agosto elevó transitoriamente su valor de modo moderado, hasta acercarse al 20 %.*

### 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.



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.

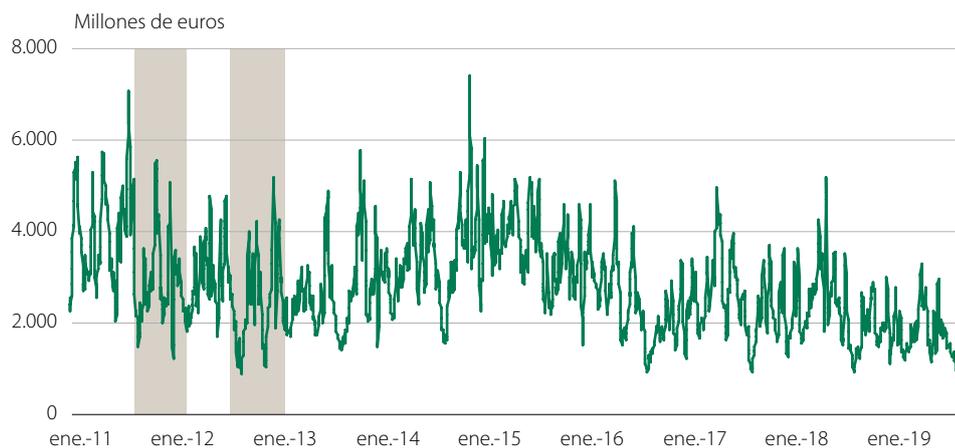
*Las condiciones de liquidez experimentaron un leve deterioro en agosto, pero permanecen en niveles satisfactorios.*

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron estables en el primer semestre del año, pero tendieron a deteriorarse ligeramente en agosto, coincidiendo con el leve repunte de la volatilidad en el mercado y el descenso de los volúmenes negociados. Así, el diferencial de compra-venta se situó muy cerca de 0,070 % a final de dicho mes, por encima del rango en el que se había movido durante casi todo el año (0,053 %-0,058 %) y de su promedio (0,058 %), pero aún muy por debajo de la media histórica del indicador (0,091 %).

*La negociación de valores españoles retrocede un 6,5 % en el tercer trimestre del año en términos interanuales y un 15,9 % en el acumulado del ejercicio, lo que consolida una tendencia bajista en la contratación.*

La contratación de renta variable española superó los 181.000 millones en el tercer trimestre del año, un 6,5 % menos que en el mismo periodo del anterior. Se consolida así una tendencia de caída de volúmenes de negociación, que también se produce en otras plazas europeas<sup>23</sup>, y en la que determinadas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia encuentran menos incentivos debido al entorno de baja volatilidad. En el acumulado del ejercicio la negociación de estos valores se situó en 597.000 millones de euros, un 15,9 % menos que en 2018. La contratación media diaria del mercado continuo en el tercer trimestre alcanzó 1.522 millones de euros (-15,4 % en variación interanual), por debajo de los registros de los trimestres previos (1.696 millones en el primero y 2.094 en el segundo).

23 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta agosto disminuyó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 24,3 % en Euronext, un 34,2 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia) y un 27,4 % en Deutsche Borse.



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.

<sup>1</sup> Media móvil de cinco sesiones hábiles.

Del importe total negociado de valores españoles en el año, 334.518 millones correspondieron al mercado regulado español y el resto, a otros centros de negociación y mercados competidores. El importe negociado en BME en los tres primeros trimestres del año cae un 25,4 % interanual, situándose su cuota de mercado en el 55,2 %, muy cerca de su mínimo histórico del 55,1 % del primer trimestre (casi 5 puntos porcentuales menos que al cierre de 2018). De este modo, a pesar de los altibajos que se han producido a lo largo del ejercicio, su tendencia continúa siendo a la baja (su cuota de mercado fue del 62,6 % en 2018, el 68,2 % en 2017 y el 72,7 % en 2016). Por su parte, el importe negociado en otros centros competidores (262.240 millones) apenas varió (un 0,3 % más), de manera que, a pesar del descenso de la contratación de activos de renta variable, los centros de negociación y mercados competidores de BME han sido capaces de mantener sus volúmenes negociados a costa de erosionar la cuota de mercado de este último. A pesar de ello, la distribución de la negociación no fue homogénea entre los competidores, presentando descensos en Chi-X y Turquoise, que se compensaron con avances en BATS y el resto de competidores, que casi doblan su volumen negociado (véase cuadro 5).

*La negociación de valores españoles cayó en la mayoría de los centros de negociación, pero fue más intensa en BME, por lo que su cuota de mercado disminuyó hasta situarse en valores cercanos al 55 %.*

A pesar de que uno de los objetivos de la regulación MiFID II era desplazar parte de la negociación no sometida a reglas de mercado que se produce a centros de contratación donde sí estuviera sujeta a estas, se observa de forma más o menos generalizada en Europa un incremento de la negociación que se realiza a través de los internalizadores sistemáticos tras la entrada en vigor de dicha normativa. Esta modalidad de negociación, que no está sujeta a reglas de mercado, se ha incrementado en el caso español y, según las estimaciones preliminares, se situaría por encima del 15 % de la negociación total en 2019, desde los valores algo inferiores al 5 % que alcanzaba a principios de 2018.

*En paralelo se observa un aumento notable de la negociación que se produce a través de internalizadores sistemáticos, una modalidad de negociación que no está sometida a reglas de mercado.*

Millones de euros

	2015	2016	2017	2018	I 19	II 19	III 19
<b>Total</b>	<b>1.161.482,8</b>	<b>877.413,8</b>	<b>932.771,9</b>	<b>930.616,1</b>	<b>193.634,8</b>	<b>221.735,7</b>	<b>181.393,0</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	1.161.222,9	877.402,7	932.763,1	930.607,1	193.633,8	221.732,4	181.391,6
BME	925.978,7	634.908,8	633.385,7	579.810,4	106.068,5	128.897,2	99.552,2
Chi-X	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	22.921,2	21.392,1	20.312,6
Turquoise	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.833,4	9.520,5	8.587,9	6.730,5
BATS	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	45.011,1	48.830,8	42.557,4
Otros <sup>2</sup>	13.566,2	29.182,9	61.346,5	29.552,2	10.112,5	14.024,5	12.238,9
<b>Corros</b>	<b>246,1</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>0,9</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	0,0	0,6	0,2
Bilbao	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,1
Barcelona	219,1	4,6	6,3	7,4	0,9	0,5	1,1
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>13,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera <sup>3</sup>	12.417,7	6.033,0	6.908,0	3.517,1	901,5	918,9	698,0
MAB	6.441,7	5.066,2	4.987,9	4.216,3	932,6	1.018,9	710,4
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	38,8	26,0	32,8
ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	467,1	375,9	415,9
Total contratación BME	957.990,5	652.220,9	649.885,3	590.732,0	108.409,4	131.240,2	101.410,7
% RV española en BME respecto al total RV española	80,1	72,7	68,2	62,6	55,1	58,4	55,2

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.

*Las emisiones de renta variable efectuadas en los 3 primeros trimestres del año alcanzaron 5.670 millones de euros, un 25,5 % menos que en 2018. Además, sigue sin producirse ninguna salida a bolsa en el ejercicio.*

El importe de las emisiones de renta variable realizadas en los mercados en lo que va de año se situó en 5.670 millones de euros, un 25,5 % menos que en el mismo periodo de 2018. Este descenso se explica exclusivamente por las ampliaciones de capital liberadas (sin captación de recursos), cuyo importe fue de 1.562 millones de euros, menos de la mitad de lo emitido en 2018. El recurso a las ampliaciones bajo la modalidad de dividendo elección ha disminuido en relación con la tendencia de años anteriores. Por el contrario, el importe de las ampliaciones de capital con captación de recursos fue algo superior a los 4.100 millones de euros, prácticamente la misma cifra que en 2018. Dentro de estas últimas se observó un cierto cambio de composición a favor de las ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente y en detrimento de las ampliaciones con contrapartida no monetaria<sup>24</sup>. Por otra parte, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa durante el trimestre, manteniéndose la atonía de los dos trimestres anteriores. Así, aunque varias empresas preparan su estreno en el mercado, parecen esperar el momento idóneo para hacerlo, a la vista de las incertidumbres presentes.

<sup>24</sup> El año pasado tuvo lugar la ampliación con contrapartida no monetaria correspondiente a la emisión de acciones de Bankia para la absorción de Banco Mare Nostrum (BMN).

	2016	2017	2018	IV 18	I 19	II 19	III 19
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>45</b>	<b>47</b>	<b>46</b>	<b>24</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>10</b>
Ampliaciones de capital	45	45	45	24	14	11	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	2	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>91</b>	<b>81</b>	<b>26</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>10</b>
Ampliaciones de capital	79	84	80	26	14	13	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	2	1	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) <sup>2</sup>	2	7	1	0	0	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>13.846,7</b>	<b>25.787,7</b>	<b>7.389,9</b>	<b>3.288,2</b>	<b>1.386,2</b>	<b>973,3</b>	<b>1.748,3</b>
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	141,5	1.352,7	199,8	44,6
Sin derecho de suscripción preferente	807,6	956,2	200,1	200,1	10,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	0,0	821,8	1.999,1	1.910,1	0,0	0,0	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	1.791,7	8.469,3	2.999,7	557,3	0,0	351,6	1.682,6
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	9,9	13,0	0,0	0,7
Otras	2.390,2	6.060,2	913,9	469,4	10,5	421,9	20,4
<b>Ampliaciones de capital liberadas<sup>4</sup></b>	<b>5.898,3</b>	<b>3.807,3</b>	<b>3.939,7</b>	<b>323,5</b>	<b>347,5</b>	<b>140,4</b>	<b>1.074,9</b>
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	299,0	347,5	140,4	1.074,9
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>19.745,1</b>	<b>29.595,0</b>	<b>11.329,6</b>	<b>3.586,7</b>	<b>1.733,7</b>	<b>1.113,7</b>	<b>2.823,1</b>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>506,6</b>	<b>2.944,5</b>	<b>733,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	15	13	8	2	5	2	5
Número de emisiones	21	15	12	2	5	2	6
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	3,4	20,3	3,4	74,1
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	3,4	20,3	3,4	74,1
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.

- 1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.
- 2 En este epígrafe, las operaciones relacionadas con el ejercicio del denominado *green shoe* se contabilizan de forma independiente.
- 3 Las ampliaciones de capital de contrapartida no monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
- 4 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.
- 5 Operaciones no registradas en la CNMV.

### La SEC y la CNMV presidirán el Monitoring Group, instancia internacional que vela por que las normas de auditoría estén alineadas con el interés público

RECUADRO 2

Con fecha 9 de julio de 2019, el Consejo de IOSCO nombró a la vicepresidenta de la CNMV, Ana María Martínez-Pina, *co-chair* del Monitoring Group. Sagar Teotia, *chief accountant* de la Securities Exchange Commission (SEC) de EE. UU. es el otro *co-chair* de este grupo.

El Monitoring Group, compuesto por organismos reguladores e instituciones financieras internacionales, se constituyó a raíz de las reformas diseñadas en 2003 por la Federación Internacional de Auditores (IFAC<sup>1</sup>, por sus siglas en inglés), de cara a

establecer un mecanismo que tuviera en cuenta, en mayor medida, el interés público en la emisión de normas internacionales de auditoría y ética. Los miembros del Monitoring Group son: el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (CBSB), la Comisión Europea (CE), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés), la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés), el Fórum Internacional de Reguladores de Auditores Independientes (IFIAR, por sus siglas en inglés), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) y el Banco Mundial (WB, por sus siglas en inglés).

Para cumplir con los objetivos del Monitoring Group, en 2005 se constituyó el Consejo de Supervisión del Interés Público (PIOB, por sus siglas en inglés), organismo independiente, con sede en Madrid, responsable de supervisar que las normas internacionales de auditoría y ética tienen en cuenta el interés público, teniendo en cuenta la opinión de las distintas partes interesadas.

Por tanto, la arquitectura supervisora del proceso de elaboración de las normas internacionales que afectan a los auditores se estructura en tres niveles: el Monitoring Group, el PIOB y los Consejos de Elaboración de Normas (SSB, por sus siglas en inglés).

Las principales responsabilidades encomendadas al Monitoring Group son las siguientes:

- Velar por el establecimiento de normas internacionales de auditoría, ética y educación de elevada calidad.
- Realizar un seguimiento de la implementación y efectividad de las reformas de la IFAC y, en este sentido, evaluar la efectividad de dichas reformas y de otros aspectos de la actividad de la IFAC relacionados con el interés público.
- Nombrar a los miembros del PIOB, a través de su Comité de Nombramientos.
- Realizar un seguimiento de la ejecución del mandato del PIOB.
- Asesorar al PIOB sobre aspectos relativos a la supervisión del interés público y relacionados con el desarrollo regulatorio, legal y político.
- Compartir puntos de vista y discutir cuestiones relacionadas con la calidad de las auditorías y con el desarrollo regulatorio y de los mercados que tengan un impacto en la auditoría.

El PIOB ejerce una supervisión directa de los procesos de elaboración de las normas internacionales de auditoría y ética, velando por el cumplimiento del interés público y por una amplia aceptación por las partes interesadas, a fin de mantener la credibilidad técnica de los SSB.

Por su parte, estos SSB son el International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), el International Ethics Standards Board for Accountants (IESBA) y el International Accounting Education Standards Board (IAESB). Estos tres consejos están apoyados y asesorados por sus respectivos grupos consultivos (*consultative advisory groups*).

El nombramiento de la vicepresidenta de la CNMV se produce en un momento clave, en pleno proceso de reforma para mejorar la supervisión y gobernanza de los SSB vinculados a la emisión de normas internacionales de auditoría y ética. El objetivo de este proceso de reforma es establecer una estructura de gobierno más independiente, sostenible y efectiva; ampliar la experiencia profesional y diversidad de los miembros de los SSB; reducir la influencia de la profesión auditora en la elaboración de las normas de auditoría y ética; y reforzar la consideración del interés público en el proceso de emisión de estas normas, al objeto de fomentar el desarrollo de normas de alta calidad y que respondan de manera oportuna a los cambios en el entorno.

El Monitoring Group puso en marcha en noviembre de 2017 una consulta pública en la que establecía distintas opciones para mejorar la estructura de gobierno y la supervisión del proceso de emisión de las normas de auditoría y de ética, por la que recibió 179 respuestas. De acuerdo con el resumen de respuestas publicado por el Monitoring Group en mayo de 2018, existe un amplio apoyo entre las distintas partes interesadas para acometer la reforma, a fin de aumentar la responsabilidad y la transparencia en el proceso de elaboración de las normas de auditoría y ética y pasar a una representación de múltiples partes interesadas en los SSB y a un modelo de financiación sostenible más independiente de la profesión auditora.

No obstante, las respuestas mostraban diversos puntos de vista con respecto a cómo llevar a cabo las reformas de la manera más efectiva y eficiente y sobre si la reforma debe llevarse a cabo por etapas o no. El Monitoring Group, bajo la coordinación de los *co-chairs* recientemente nombrados, tiene como objetivo dar un impulso a esta reforma.

---

1 El IFAC se constituyó en 1977 para fortalecer la profesión de auditoría a nivel mundial en aras del interés público y mediante el desarrollo de normas internacionales de elevada calidad en el ámbito de la auditoría, la ética, la educación y la contabilidad del sector público.

### 3.2 Los mercados de renta fija

La evolución de los mercados de renta fija se enmarca en un contexto caracterizado por la interrupción y posterior reversión del giro de la política monetaria del BCE esperado en 2019 y las primeras medidas de endurecimiento de esta. Así, los pronósticos relacionados con el momento de la primera subida de tipos de interés en 2019 cesaron tras pasar a una situación caracterizada por una desaceleración intensa de la actividad económica, acompañada de tasas de inflación muy por debajo del objetivo de la autoridad monetaria. Esto hizo que el BCE empezara el año retrasando el momento del primer aumento de tipos, en marzo anunciara un nuevo programa de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO-III), en junio no descartara nuevos descensos de los tipos y, finalmente, en septiembre concretara algunas medidas expansivas, entre las que destacó la rebaja de la facilidad marginal de depósito (hasta el -0,5 %) y la reanudación del programa de compras de deuda (por un importe mensual de 20.000 millones de euros<sup>25</sup>).

*La reorientación de la política monetaria del BCE para imprimirle un renovado carácter expansivo, como consecuencia del entorno de desaceleración del crecimiento y de bajas tasas de inflación, ha marcado la evolución de los mercados de renta fija en los últimos meses...*

---

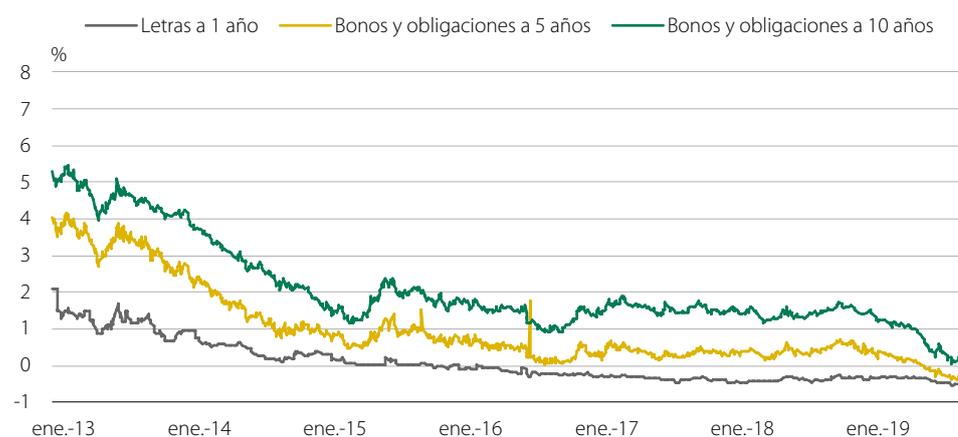
25 Desde el 1 de noviembre.

... y ha originado nuevos mínimos históricos en toda la curva de tipos de interés y descensos de las primas de riesgo de los emisores españoles.

En este contexto, los tipos de interés a corto plazo, que habían aumentado levemente en el primer trimestre del año, volvieron a caer en los meses posteriores hasta alcanzar nuevos mínimos históricos en sus plazos más largos. En el caso de la deuda a largo plazo, las rentabilidades disminuyeron con mayor intensidad (la del bono de deuda a largo plazo llegó a estar por debajo del 0,10 % a principios de septiembre) y dieron lugar a un aplanamiento considerable de la curva de tipos de interés y a nuevos mínimos históricos en toda la curva. La prima de riesgo del sector público y de los subsectores privados de la economía ha mostrado una tendencia descendente en el año, que se ha acentuado en los últimos meses al beneficiarse también de las nuevas medidas de la política monetaria expansiva del BCE.

### Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo, que había aumentado levemente en el primer trimestre del año, cayó en los dos siguientes, en consonancia con los mensajes y las decisiones adoptadas por la autoridad monetaria.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo, que habían repuntado ligeramente en los primeros meses del ejercicio, mantuvieron en los siguientes una tendencia descendente que se fue consolidando conforme se conocían más detalles del giro de la política monetaria del BCE. En este contexto, se observaron descensos en los rendimientos de los diferentes plazos de las Letras del Tesoro, que fueron algo mayores en los plazos más largos. Así, por ejemplo, el rendimiento de las Letras a 12 meses se situaba en septiembre en -0,49 % en promedio, 16 p.b. menos que en diciembre de 2018. El rendimiento de las Letras a 3 y 6 meses alcanzaba el -0,54 % y el -0,53 % respectivamente, 4 p.b. y 12 p.b. menos que a finales del año pasado. Todos estos tipos se situaron en torno al nuevo rendimiento mínimo anual del -0,50 %, el tipo de la facilidad marginal de depósitos. Cabe señalar que en la segunda mitad de septiembre se ha observado un cierto aumento de los tipos a corto plazo, que estaría relacionado con una particularidad del régimen de aplicación del tipo de la facilidad de depósitos del BCE (conocido como *two-tier system*). Bajo esta especificidad la cuantía de recursos afectados por este tipo negativo es menor y, en la práctica, puede acabar propiciando un incremento de los tipos a corto plazo. Por otro lado, todas las subastas de Letras del mercado primario siguieron adjudicándose a tipos negativos, que ahora se han extendido a los títulos con plazos de 3 y 5 años.

Los descensos también afectaron a la deuda corporativa.

En el caso de la deuda corporativa a corto plazo, la evolución de los tipos fue relativamente parecida a la de la deuda pública, aunque para algunos plazos la subida de los rendimientos del primer trimestre continuó en el segundo. El descenso de los

rendimientos en el tercer trimestre fue de 5 p.b. para los pagarés a 3 meses (hasta el 0,15 %) y de 39 p.b. para los pagarés a 6 meses (hasta el 0,17 %), concentrándose las mayores rebajas en el plazo de 12 meses (63 p.b., hasta el 0,43 %).

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

CUADRO 7

%

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

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de la deuda a medio y largo plazo han descendido prácticamente durante todo el año: primero alentados por las expectativas sobre un giro más acomodaticio de la política monetaria del BCE y, posteriormente, por la confirmación de este, en un entorno de ralentización del crecimiento económico y de presencia de diversas incertidumbres económicas y políticas. Este contexto de tipos bajos ha hecho que los tipos negativos de la deuda pública se hayan extendido al plazo de 5 años y que en el plazo de 10 años se hayan alcanzado mínimos históricos muy cercanos a cero a finales de agosto. Al cierre del tercer trimestre<sup>26</sup>, los tipos de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaban en el -0,44 %, el -0,27 % y el 0,20 %, lo que supone entre 13 y 20 p.b. menos que al cierre del trimestre anterior y entre 40 y 123 p.b. menos que en diciembre de 2018. El retroceso de los tipos está siendo más intenso en los plazos más largos y, por tanto, está dando lugar a un aplanamiento sustancial de la pendiente de la curva de tipos. Esto sugiere que los inversores están descontando un escenario de tipos bajos durante un periodo de tiempo prolongado y anticipando un deterioro de la situación económica en la zona del euro en los próximos trimestres.

*Los tipos a largo plazo han caído incluso más que los de corto, lo que ha dado lugar a nuevos mínimos históricos y a un aplanamiento significativo de la curva de tipos.*

Los rendimientos de la renta fija privada también han presentado descensos significativos en el año, de modo que en el plazo de 3 años la media del rendimiento de una muestra representativa de bonos corporativos se colocaba en terreno negativo a finales del tercer trimestre. Los descensos acumulados en el ejercicio oscilan entre los 45 p.b. de los bonos a 5 años y los 89 p.b. de los bonos a 10 años. En septiembre, estos rendimientos se situaban en el -0,10 %, el 0,10 % y el 0,63 % para los plazos de 3, 5 y 10 años, respectivamente.

*En la renta fija privada los rendimientos negativos se extendieron hasta el plazo de 3 años.*

26 Media mensual de septiembre.

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

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

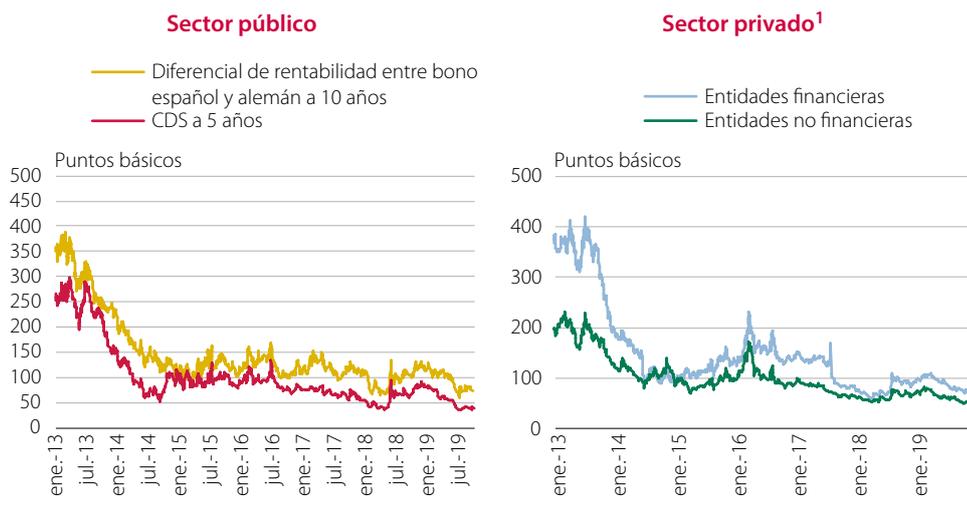
1 Promedio mensual de datos diarios.

*La prima de riesgo soberano y las de los sectores privados de la economía mostraron una tendencia descendente.*

La prima de riesgo soberano se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre del año en valores superiores a los 100 p.b. y después empezó a descender beneficiada por los anuncios efectuados por la autoridad monetaria, así como por el mejor comportamiento relativo de la economía española. La prima de riesgo, evaluada a través del diferencial de rentabilidad entre el bono español y el alemán a 10 años, alcanzó un mínimo de 60 p.b. en julio y cerró el tercer trimestre en 72 p.b., por debajo de los 118 p.b. en los que acabó 2018 (véase gráfico 18). Por su parte, las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía (medidas a través de promedios de CDS de una muestra de entidades) han seguido una trayectoria descendente prácticamente durante todo el año. En el caso de las entidades financieras, cuyo margen de intereses se ve presionado a la baja por los tipos de interés reducidos —que, por otra parte, evitan deterioros de la morosidad—, la prima de riesgo ha pasado desde 108 p.b. a finales 2018 hasta 78 p.b. al cierre de septiembre. En las sociedades no financieras el descenso acumulado en el año ha sido similar, hasta alcanzar un promedio de 49 p.b.

*En 2019 continuó la expansión de las admisiones a negociación en el MARF y de la negociación de deuda en los dos sistemas organizados de contratación (CAPI y CIMD) que fueron autorizados en 2018.*

En relación con la actividad registrada en centros de negociación españoles en 2019, cabe señalar la expansión de las admisiones a cotización en el MARF y de la negociación en los dos sistemas organizados de contratación (SOC, u OTF por sus siglas en inglés) que la CNMV autorizó a principios de 2018 (CAPI y CIMD). En el caso del MARF, concebido para facilitar la financiación de las empresas de menor tamaño, las admisiones a cotización entre enero y septiembre se situaron en 7.390 millones de euros, un 68 % más que en el mismo periodo de 2018. El 91,3 % de estas admisiones correspondió a pagarés. En el caso de CAPI y CIMD, centros en los que se negocian instrumentos previamente emitidos en otros mercados, se registró un volumen de contratación en los 9 primeros meses del año de 385.588 millones de euros, el 80 % de la cual correspondió a deuda nacional, mayoritariamente soberana. Más del 72 % de dicha negociación se efectuó en CIMD.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que disminuyó de forma notable durante el segundo semestre de 2018 y los primeros meses de 2019, aumentó ligeramente desde el mes de junio. El descenso de la correlación en los meses previos estuvo en buena medida originado por el incremento de los precios de los activos de deuda en momentos de caídas generalizadas de las cotizaciones bursátiles o de algunos de sus sectores. En estos últimos meses parece existir algo más de sincronía entre los movimientos de los precios de la renta fija y de la renta variable, aunque el indicador de correlación general presenta un nivel pequeño en relación con su media histórica (0,23 frente a 0,38), pues se detectan niveles de correlación negativos entre los precios de la deuda pública a largo plazo y varios sectores de la bolsa<sup>27</sup>. En general, unos valores pequeños de correlación son compatibles con procesos de discriminación entre los diferentes tipos de activos disponibles por parte de los inversores.

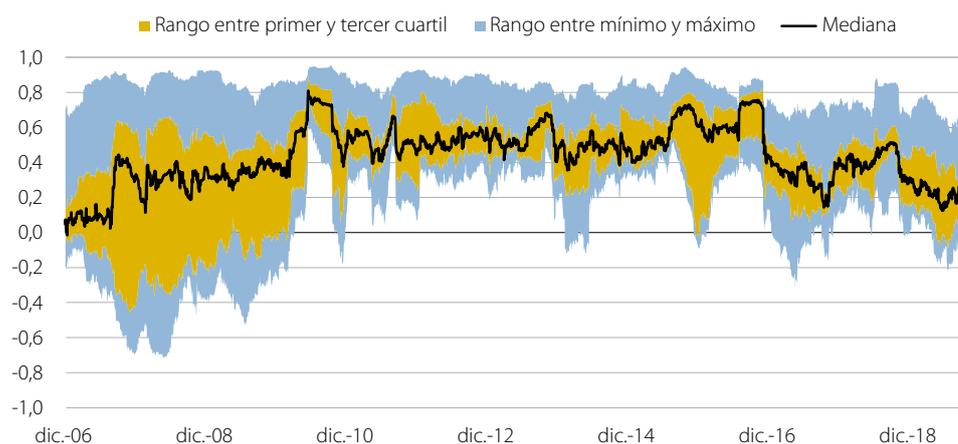
*La correlación entre los precios de los activos ha aumentado ligeramente desde junio, pero se mantiene en niveles bajos desde un punto de vista histórico.*

Las emisiones brutas de renta fija efectuadas por los emisores españoles en los 3 primeros trimestres del año se situaron en 124.600 millones de euros, casi un 21 % más que en el mismo periodo de 2018, puesto que las sociedades han aprovechado las buenas condiciones del mercado para financiarse o, en algún caso, refinanciarse a un coste más competitivo. De este importe, un 44 % se registró en la CNMV y un 56 % fue emitido en el exterior<sup>28</sup>. Tanto las emisiones registradas en la CNMV como aquellas efectuadas en otros mercados mostraron avances respecto a las cifras de 2018, pero estos fueron de naturaleza diferente. En el primer caso, el incremento se explica en buena parte por el elevado importe de las emisiones de un único emisor (SAREB, Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), mientras que en el segundo se trata de un aumento más generalizado entre entidades.

*Las emisiones de deuda de los emisores españoles realizadas entre enero y septiembre aumentaron casi un 21 %, hasta los 124.600 millones de euros...*

27 Sobre todo con el sector financiero y con el no financiero (descontando las empresas de *utilities*).

28 Las emisiones en el exterior incluyen datos hasta agosto.



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 de Banco Popular.

... de las cuales el 44 % fueron registradas en la CNMV...

Como se observa en el cuadro 9, el importe total acumulado de las emisiones registrado en la CNMV se situó en 55.131 millones de euros (un 26,8 % más que en 2018). Las emisiones de bonos simples superaron los 17.500 millones de euros (casi un tercio del total), más del doble de la cifra registrada el año previo debido a las emisiones de la SAREB comentadas anteriormente<sup>29</sup>. Las emisiones de cédulas hipotecarias registraron un aumento del 30 %, hasta los 15.425 millones de euros, pero su nivel sigue siendo pequeño y su expansión se ve limitada por la tendencia descendente del saldo de la cartera de créditos hipotecarios. Asimismo, destacó una emisión de cédulas de internacionalización del BBVA por un importe de 1.500 millones de euros. Por otro lado, el volumen emitido de pagarés se mantuvo estable (10.627 millones de euros), mientras que las titulaciones y las participaciones preferentes experimentaron retrocesos (del 11,5 % y el 61,5 %, hasta los 9.060 y los 1.500 millones de euros, respectivamente).

... y el resto en el exterior. Las compañías españolas aprovechan los tipos de interés tan bajos y el apetito del mercado para incrementar sus emisiones a largo plazo en detrimento de los pagarés.

Por su parte, las emisiones de deuda en el exterior alcanzaron los 69.481 millones de euros hasta agosto, un 15,2 % más que en el mismo periodo del año anterior. Este incremento se basó en la expansión de las emisiones de bonos y obligaciones, que pasó de 27.000 millones en 2018 a 38.000 millones en 2019. Las emisiones de pagarés, al igual que sucedió con las registradas en la CNMV, tuvieron un comportamiento más discreto y retrocedieron un 5,3 % (hasta los 31.500 millones de euros) respecto a las del año previo. También cabe señalar el ligero avance de las emisiones de deuda de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, casi un 2 %, hasta los 67.000 millones.

<sup>29</sup> El importe de tres emisiones de la SAREB realizadas en el primer trimestre ascendió a 10.200 millones de euros.

## Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 9

Registradas en la CNMV	2015	2016	2017	2018	2019		
					I	II	III
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>136.607</b>	<b>139.028</b>	<b>109.487</b>	<b>101.296</b>	<b>20.850</b>	<b>14.325</b>	<b>19.956</b>
Cédulas hipotecarias	31.375	31.643	29.824	26.575	2.745	5.930	6.750
Cédulas territoriales	10.400	7.250	350	2.800	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.100	40.170	30.006	35.836	13.620	2.365	1.533
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.370	35.505	29.415	18.145	1.270	2.881	4.909
Pagarés de empresa <sup>1</sup>	27.310	22.960	17.911	15.089	2.215	3.149	5.264
De titulización	2.420	1.880	1.800	240	0	0	0
Resto de pagarés	24.890	21.080	16.111	14.849	2.215	3.149	5.264
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	981	0	0	0	1.500
Participaciones preferentes	0	0	1.000	2.850	1.000	0	0
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	5.452	4.279	6.505	4.923	350	0	459
Emisiones aseguradas	0	421	0	0	0	0	0
					2019		
En el exterior por emisores españoles	2015	2016	2017	2018	I	II	III <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>66.347</b>	<b>58.587</b>	<b>84.760</b>	<b>89.358</b>	<b>27.940</b>	<b>26.299</b>	<b>15.241</b>
A largo plazo	33.362	31.655	61.095	38.425	16.750	13.589	7.629
Participaciones preferentes	2.250	1.200	5.844	2.000	1.051	0	0
Obligaciones subordinadas	2.918	2.333	5.399	2.250	1.750	5	0
Bonos y obligaciones	28.194	28.122	49.852	34.175	13.949	13.584	7.629
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	32.984	26.932	23.665	50.933	11.190	12.710	7.612
Pagarés de empresa	32.984	26.932	23.665	50.933	11.190	12.710	7.612
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
					2019		
	2015	2016	2017	2018	I	II	III <sup>2</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>55.286</b>	<b>56.674</b>	<b>66.790</b>	<b>91.446</b>	<b>28.165</b>	<b>23.416</b>	<b>15.473</b>
Instituciones financieras	14.875	11.427	19.742	43.234	14.779	14.957	9.594
Sociedades no financieras	40.411	45.247	47.585	48.212	13.386	8.459	5.878

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Datos hasta agosto.

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### Fondos de inversión

*El patrimonio de los fondos de inversión creció un 4,5 % en el primer semestre del año, hasta los 270.916 millones de euros, debido a la revalorización de sus activos...*

*... pues las suscripciones netas, que habían sido muy negativas a finales de 2018, fueron recuperándose en 2019 aunque el balance acumulado entre enero y junio arrojó reembolsos netos de 76 millones de euros.*

A finales de junio de 2019 el patrimonio de los fondos de inversión ascendía a 270.916 millones de euros, un 4,5 % más que al cierre de 2018 (véase cuadro 11). De esta forma los fondos han recuperado el patrimonio perdido durante 2018 (-2,3 %) debido al buen comportamiento de los mercados en este periodo, que ha contribuido a generar rendimientos netos positivos en todas las categorías de inversión —en mayor medida en las de renta variable—. Estos rendimientos positivos compensaron los reembolsos netos (76 millones de euros) registrados en el primer semestre de 2019.

Tras varios años de importantes suscripciones netas, se observó un cambio de tendencia a finales de 2018, coincidiendo con un periodo de fuertes turbulencias en los mercados financieros. En este contexto se registró una salida neta de recursos de 3.941,6 millones de euros, que continuó durante el primer trimestre de 2019, aunque con un volumen más moderado (402,3 millones). La tendencia se revirtió tímidamente en el segundo trimestre de 2019, en el que se contabilizaron suscripciones netas por 326,2 millones de euros, aunque estas no lograron compensar las salidas del primer trimestre.

#### Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>13.823,2</b>	<b>21.325,0</b>	<b>7.841,8</b>	<b>856,1</b>	<b>-3.941,6</b>	<b>-402,3</b>	<b>326,2</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	-887,2	-762,9	2.996,7	2.469,2
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	-295,7	-1.948,2	-543,8	-1.631,4
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	634,5	-67,4	-27,3	2.623,8
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-538,0	2.549,7	1.848,7	-124,6	-111,6	-1.331,1	-1.272,8
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-32,5	4.514,0	3.864,1	961,8	450,3	-183,5	-38,9
Gar. rta. fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-168,1	53,7	98,3	24,2
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	5.465,9	-309,5	-667,2	-245,6	215,0	-28,5	-4,7
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	1.836,9	-139,1	182,9	93,2
De gestión pasiva <sup>7</sup>	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-77,2	10,0	-270,6	-680,3
Retorno absoluto	943,5	4.287,3	-1.899,6	-794,1	-1.641,4	-1.295,4	-1.256,1

Fuente: CNMV. Datos estimados.

1 Incluye: Renta fija euro, renta fija internacional y monetarios (desde el tercer trimestre de 2011, 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 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva. Desde II-2019 incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El aumento de la aversión al riesgo de algunos inversores en los primeros meses del año tras las turbulencias del final de 2018 hizo que una parte de ellos optara por reembolsar sus participaciones en aquellas categorías de fondos más arriesgadas, a pesar de que sus rendimientos fueron altos, y por desplazar su inversión hacia otras categorías de inversión de menor riesgo. Así, los fondos de renta variable euro fueron los que mayor volumen de reembolsos experimentaron en el semestre (2.604 millones de euros) —con una rentabilidad del 8,2 % en el primer trimestre y el 0,8 % en el segundo—, seguidos de los de retorno absoluto (2.551 millones de euros). Por su parte, los fondos de renta fija atrajeron suscripciones por importe de 5.466 millones de euros en el semestre.

Ninguna categoría de fondos de inversión registró rentabilidades negativas en los dos primeros trimestres del año. El buen comportamiento de los mercados bursátiles en el primer trimestre de 2019 generó rendimientos importantes en los fondos de renta variable, que en el caso de los fondos de renta variable internacional fueron del 11,86 % y en los de renta variable euro del 8,21 %. En el segundo trimestre de 2019 la rentabilidad de los fondos de estas vocaciones fue positiva, pero mucho más reducida. También destaca la rentabilidad positiva, aunque a su vez reducida, de los fondos de renta fija, que fue del 0,75 % en el primer trimestre y del 0,47 % en el segundo. Las caídas de los tipos de interés a largo plazo contribuyeron a generar plusvalías en aquellas inversiones de los fondos en activos de renta fija a largo plazo.

Durante el primer semestre de 2019 el número de fondos ofertados por las sociedades gestoras se mantuvo casi constante, con un leve aumento neto de 12 fondos. Por categorías, el mayor incremento se produjo en la categoría de renta variable internacional, con 17 fondos más que en diciembre de 2018. Los fondos de gestión pasiva redujeron su número en 11, seguidos de los de rentabilidad absoluta, con 9 menos. Respecto a los de gestión pasiva, cabe señalar que la Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora ha desdoblado la categoría de gestión pasiva en dos: fondos que replican un índice y fondos con objetivo de rentabilidad no garantizado. Las gestoras disponen de un periodo transitorio de un año para adaptar su vocación a las nuevas categorías, por lo que en el cuadro 11 se incluyen en la vocación de gestión pasiva tanto los fondos que siguen identificándose como tales como aquellos que ya se han adaptado a las nuevas categorías.

En su conjunto el número de partícipes de los fondos de inversión ha aumentado en 132.000 partícipes en el primer semestre del año, hasta alcanzar 11,35 millones (un 1,2 % más que al cierre de 2018). Por categorías, la evolución del número de partícipes se corresponde con la tendencia registrada de suscripciones y reembolsos, con un aumento de más de medio millón de partícipes en los fondos de renta fija, hasta situarse prácticamente en 3,3 millones al finalizar el semestre y un descenso de 267.000 partícipes en los de renta variable euro, hasta una cifra de 564.000 al final del semestre.

Según los datos provisionales del cierre del mes de agosto, el patrimonio de los fondos de inversión apenas habría variado —con una variación del 0,1 % respecto a junio—, situándose en 271.067 millones de euros.

*El aumento de la aversión al riesgo de los partícipes hizo que los reembolsos se concentraran en las categorías de fondos más arriesgadas, desplazando la inversión hacia otras de menor riesgo.*

*Ninguna categoría de fondos mostró rentabilidad negativa en los dos primeros trimestres del año, siendo más elevada en el primero, en consonancia con la revalorización de las bolsas.*

*El número de fondos ofertados registró pocos cambios en el semestre, con un leve aumento de 12 instituciones. El mayor incremento se produjo en las categorías de renta variable.*

*Por su parte, el número de partícipes aumentó en 132.000, hasta los 11,35 millones, a mediados de año.*

*Según los datos preliminares de agosto, el patrimonio de los fondos de inversión habría permanecido estable en 271.000 millones de euros.*

## Principales magnitudes de los fondos de inversión<sup>1,2</sup>

CUADRO 11

Número	2016	2017	2018	2018		2019	
				III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1.805</b>	<b>1.741</b>	<b>1.725</b>	<b>1.719</b>	<b>1.725</b>	<b>1.704</b>	<b>1.737</b>
Renta fija <sup>3</sup>	306	290	279	280	279	274	283
Renta fija mixta <sup>4</sup>	148	155	168	166	168	166	173
Renta variable mixta <sup>5</sup>	168	176	184	179	184	188	191
Renta variable euro	112	111	113	111	113	113	114
Renta variable internacional	201	211	236	229	236	240	253
Garantizado renta fija	122	79	67	67	67	66	66
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	198	188	163	167	163	161	164
Fondos globales	203	225	242	238	242	238	240
De gestión pasiva <sup>7</sup>	220	202	172	181	172	160	161
Retorno absoluto	106	104	99	99	99	96	90
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>237.862,2</b>	<b>265.194,8</b>	<b>259.095,0</b>	<b>274.645,0</b>	<b>259.095,0</b>	<b>268.364,0</b>	<b>270.916,0</b>
Renta fija <sup>3</sup>	74.226,4	70.563,9	66.889,3	67.936,3	66.889,3	70.391,3	73.202,8
Renta fija mixta <sup>4</sup>	40.065,6	43.407,0	40.471,0	43.640,9	40.471,0	40.980,6	39.643,5
Renta variable mixta <sup>5</sup>	16.310,6	22.386,7	23.256,0	24.782,7	23.256,0	24.465,0	27.350,1
Renta variable euro	8.665,9	12.203,2	12.177,7	13.985,1	12.177,7	11.844,7	10.676,8
Renta variable internacional	17.678,8	24.064,6	24.404,9	27.648,1	24.404,9	27.088,3	27.262,4
Garantizado renta fija	8.679,8	5.456,7	4.887,4	4.779,7	4.887,4	5.065,6	5.197,8
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	15.475,7	15.417,5	14.556,0	14.294,3	14.556,0	14.724,9	14.938,2
Fondos globales	20.916,8	35.511,5	42.137,2	44.676,3	42.137,2	44.221,3	44.669,4
De gestión pasiva <sup>7</sup>	23.601,6	19.477,8	16.138,6	16.580,5	16.138,6	16.396,7	15.983,2
Retorno absoluto	12.215,2	16.705,9	14.172,5	16.307,1	14.172,5	13.181,5	11.988,8
<b>Participes</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>8.253.611</b>	<b>10.287.454</b>	<b>11.217.569</b>	<b>11.332.911</b>	<b>11.217.569</b>	<b>11.211.400</b>	<b>11.350.779</b>
Renta fija <sup>3</sup>	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.726.028	2.709.547	2.737.450	3.279.530
Renta fija mixta <sup>4</sup>	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.245.007	1.188.157	1.168.810	1.124.303
Renta variable mixta <sup>5</sup>	448.491	584.408	624.290	623.901	624.290	620.258	695.823
Renta variable euro	395.697	710.928	831.115	833.260	831.115	820.890	564.406
Renta variable internacional	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.237.176	2.225.366	2.226.793	2.301.171
Garantizado renta fija	307.771	190.075	165.913	166.125	165.913	162.551	164.034
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	552.445	527.533	494.660	499.529	494.660	493.318	491.969
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.444.064	1.501.730	1.535.831	1.553.357
De gestión pasiva <sup>7</sup>	746.233	638.966	543.192	552.612	543.192	525.194	503.369
Retorno absoluto	565.325	858.170	930.641	1.002.252	930.641	917.346	669.857
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>							
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>0,98</b>	<b>2,42</b>	<b>-4,89</b>	<b>0,02</b>	<b>-4,13</b>	<b>3,85</b>	<b>0,83</b>
Renta fija <sup>3</sup>	0,52	-0,13	-1,44	-0,09	-0,42	0,75	0,47
Renta fija mixta <sup>4</sup>	0,27	1,10	-4,27	-0,10	-2,85	2,65	0,75
Renta variable mixta <sup>5</sup>	1,19	3,23	-6,45	0,43	-5,83	5,32	1,03
Renta variable euro	2,61	11,16	-13,01	-1,29	-11,94	8,21	0,82
Renta variable internacional	4,15	8,75	-12,34	0,88	-13,06	11,86	0,79
Garantizado renta fija	-0,03	0,72	0,09	-0,75	1,14	1,51	2,12
Garantizado renta variable <sup>6</sup>	0,19	1,61	-1,33	-0,86	0,34	1,38	1,42
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	0,49	-5,27	4,62	0,82
De gestión pasiva <sup>7</sup>	1,16	2,13	-3,16	-0,15	-2,74	3,37	1,66
Retorno absoluto	0,38	1,44	-4,81	-0,23	-3,14	2,26	0,54

Fuente: CNMV.

- 1 Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos 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 Hasta I-2019 incluye: Renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye: FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo.
- 4 Incluye: Renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 5 Incluye: Renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva. Desde II-2019 incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replica un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- 8 Rentabilidad anual para 2016, 2017 y 2018. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

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<sup>30</sup> se ha mantenido estable en niveles moderados, oscilando entre el 7 % y el 9 % de la cartera de renta fija privada de los fondos. Durante la primera mitad de 2019 ha continuado la misma tónica, representando estos activos menos líquidos el 7 % de los activos de renta fija privada. El volumen total de activos considerados de liquidez reducida se redujo desde 3.493 millones en diciembre de 2018 a 3.168 en junio de 2019. El peso de estos activos respecto al patrimonio total de los fondos de inversión se ha reducido ligeramente, desde el 1,35 % al 1,17 %.

*El volumen de activos de menor liquidez dentro de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión siguió disminuyendo en el primer semestre del año, hasta situarse en el 1,2 % de su patrimonio total.*

## Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida					
	Millones de euros			% s/ total de la cartera		
	dic.-18	mar.-19	jun.-19	dic.-18	mar.-19	jun.-19
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	169	102	72	14	8	5
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.579	1.289	1.484	6	5	6
Renta fija no financiera	790	944	918	4	5	5
Titulizaciones	955	877	694	90	86	83
Titulización AAA	101	74	19	100	100	100
Resto de titulizaciones	853	804	675	89	85	83
<b>Total</b>	<b>3.493</b>	<b>3.212</b>	<b>3.168</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>1,35</b>	<b>1,20</b>	<b>1,17</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

Fuente: CNMV.

## Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

En 2019 continuó disminuyendo el número de SICAV registradas en la CNMV a causa de varios procesos de liquidación, fusión y transformación de entidades. En consecuencia, el número de sociedades se redujo en 86, hasta situarse en 2.627 en agosto y el número de sus accionistas disminuyó en 14.126. El volumen de los reembolsos netos (recompra de acciones) en el mismo periodo ascendió a 788 millones de euros, debido principalmente a las bajas registradas en el periodo.

*En 2019 disminuyó el número de SICAV, como consecuencia de varios procesos de liquidación, fusión y transformación de entidades...*

A pesar de las reducciones de patrimonio originadas por las bajas y los reembolsos derivados en gran parte de estas, el patrimonio del conjunto de las SICAV aumentó moderadamente en el primer semestre de 2019 hasta situarse en 29.105 millones de euros, un 4,6 % superior al del cierre de 2018. El aumento del patrimonio se explica, al igual que en el caso de los fondos de inversión, por el buen comportamiento de los mercados en la primera mitad del año, que generó rendimientos netos de 2.076 millones de euros, lo que representa el 7,5 % del patrimonio al finalizar 2018.

*... a pesar de lo cual su patrimonio aumentó por la revalorización de sus activos.*

30 A los efectos de este análisis se considera como activo líquido aquel que tiene un vencimiento inferior a 1 año o dispone de cotizaciones en firme ofrecidas por diferentes contribuidores.

## IIC de inversión libre

*La inversión libre mantiene un peso muy pequeño en la industria de la inversión colectiva (apenas un 1 %)...*

*... aunque su patrimonio agregado aumentó un 7 % en la primera mitad del año, debido tanto a las suscripciones netas de estos activos...*

*... como al rendimiento de la cartera.*

*El número de instituciones y partícipes de las IIC de inversión libre mostró un crecimiento notable en la primera mitad del año.*

La inversión libre continúa teniendo en España un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva, ya que representa apenas un 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.

El patrimonio agregado de estas instituciones creció un 7 % en el primer semestre de 2019, hasta situarse a finales de junio en 2.920 millones de euros: 2.412,8 millones de euros en IIC de inversión libre y 508 millones en IIC de IIC de inversión libre. Ambas categorías atrajeron suscripciones netas moderadas durante la primera mitad del año: 72,8 millones de euros en el caso de las primeras y 29,7 millones en el de las segundas.

La evolución de la rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue más alta en el primer trimestre del año y cayó en el siguiente. En particular, las IIC de inversión libre obtuvieron una rentabilidad del 5,56 % en el primer trimestre de 2019 y del -2,52 % en el segundo, mientras que las IIC de IIC de inversión libre registraron un 1,86 % y un -0,61 % respectivamente.

El número de IIC de inversión libre creció en 5 durante el primer semestre de 2019 y pasó de 49 instituciones al cierre de 2018 a 54 a finales de junio de este año, mientras que el número de IIC de IIC de inversión libre no varió, manteniéndose en 7 entidades. Por su parte, el número total de partícipes de estas instituciones aumentó de forma sustancial en las IIC de inversión libre (un 33 %, hasta situarse en 5.930 partícipes), lo que se explica en parte por el lanzamiento de nuevos vehículos. El número de partícipes de las IIC de IIC de inversión libre creció de forma más moderada: un 1,53 %, hasta situarse en 2.847 partícipes a final del semestre.

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

CUADRO 13

	2016	2017	2018	2018		2019	
				III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	7	8	7	7	7	7	7
Partícipes	1.237	3.596	2.804	2.802	2.804	2.847	2.847
Patrimonio (millones de euros)	293,7	468,7	468,8	472,2	468,8	506,9	508,0
Rentabilidad (%)	0,90	-1,66	-1,28	0,42	-1,06	1,86	-0,61
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>							
Número	41	47	49	49	49	50	54
Partícipes	2.930	3.656	4.444	4.350	4.444	5.937	5.930
Patrimonio (millones de euros)	1.889,2	2.298,2	2.262,2	2.397,7	2.262,2	2.395,0	2.412,8
Rentabilidad (%)	4,32	7,84	-6,47	-0,75	-6,16	5,56	-2,52

Fuente: CNMV.

1 Datos hasta mayo, excepto en el número de entidades, que son hasta junio.

## IIC inmobiliarias

Durante 2019 y de acuerdo con los últimos datos disponibles referidos a finales de agosto se constata que las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias españolas se mantienen en el estado de atonía que muestran desde hace algunos años. Los fondos de inversión inmobiliaria (FII) no consiguen recuperar el atractivo que tuvieron entre los inversores antes de la crisis, cuando alcanzaron un patrimonio de 8.586 millones de euros a mediados de 2008. En agosto de 2019 solamente quedaban inscritos 2 FII, ambos en proceso de liquidación, con un patrimonio conjunto de 309 millones de euros. Las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) tampoco han logrado captar patrimonio en los 8 primeros meses de 2019. El número de estas entidades se mantuvo en 4 —una de ellas en proceso de liquidación— y su patrimonio se situaba en 760 millones de euros.

El declive de las IIC inmobiliarias coincide con el crecimiento de las SOCIMI, un vehículo de inversión inmobiliaria que ha conseguido ganar atractivo entre los inversores. Las SOCIMI son sociedades anónimas cotizadas cuyo objeto social consiste, de forma análoga a los FII y las SII, 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). A finales de agosto de 2019 existía un total de 79 SOCIMI, 75 cotizadas en un segmento específico del MAB y las otras 4, en el mercado continuo de la Bolsa de Madrid, con una cifra de capitalización total del sector cercana a los 25.000 millones de euros.

## IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen comercializado en España por las IIC extranjeras no ha dejado de aumentar durante los últimos años. De hecho, se ha multiplicado por 10 desde 2008, pasando de 18.000 millones de euros a finales de 2008 a 180.976 en junio de 2019. Durante el primer semestre de 2019 el volumen comercializado creció un 11,2 % respecto al cierre de 2018, ejercicio que cerró con un volumen total comercializado de 162.702 millones de euros<sup>31</sup>. 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 aumentado de forma significativa en los últimos 5 años, situándose en un 37,3 % en junio de 2019.

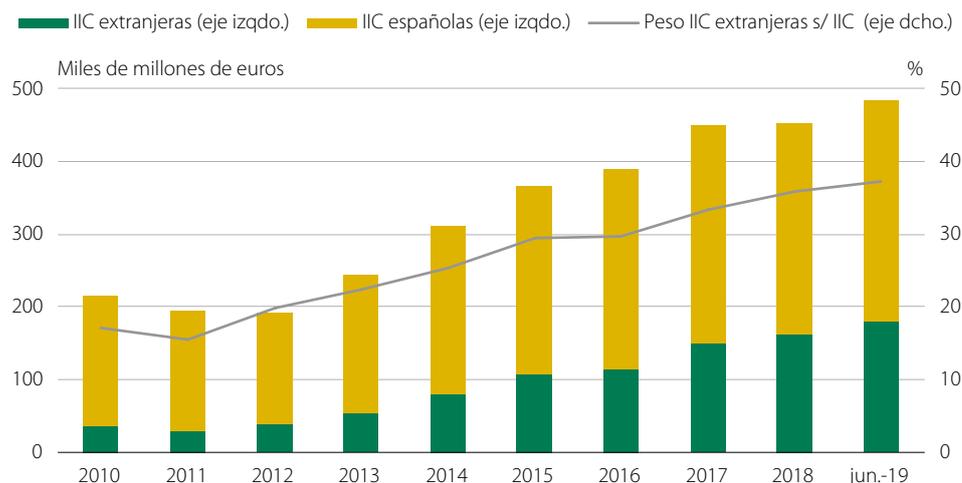
*Las IIC inmobiliarias siguen en el estado de atonía que muestran desde hace varios años. Solo quedan dos FII (en liquidación) y cuatro SII (una de ellas en liquidación).*

*El declive de estas instituciones coincide con la expansión de las SOCIMI, que son sociedades cotizadas en los mercados y cuyo objeto social es análogo al de las IIC inmobiliarias.*

*El volumen comercializado de IIC extranjeras continuó aumentando en el primer semestre del año. Su patrimonio superaba los 180.000 millones en junio, lo que supone el 37,3 % del patrimonio total comercializado en España.*

---

31 Cabe recordar 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 volumen 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 sea totalmente comparable con la recibida a partir de esa fecha.



Fuente: CNMV.

### Perspectivas

*La industria se recupera gradualmente de las turbulencias de finales de 2018 en un entorno de rentas, ahorro y tipos de interés que favorece la inversión en FI. Sin embargo, el aumento de la aversión al riesgo de los partícipes determinará el alcance de su expansión en los próximos meses.*

La industria de la inversión colectiva se ha ido recuperando progresivamente del impacto de las turbulencias en los mercados de finales de 2018, que dieron lugar tanto a una fuerte pérdida de valor de los activos de los fondos como a un aumento significativo de los reembolsos de los partícipes. En el primer semestre del año se ha producido una recuperación notable del patrimonio, que tiene que ver, sobre todo, con la revalorización de los activos y una expansión de las IIC extranjeras, que representan casi el 40 % del patrimonio total de la industria. El entorno de rentas crecientes de los hogares y el aumento incipiente de su tasa de ahorro en un contexto de tipos de interés reducidos sigue favoreciendo la inversión en estos productos. Sin embargo, la presencia de varias incertidumbres en un entorno económico más débil ha incrementado la aversión al riesgo de los inversores, que están primando nuevamente la elección de productos financieros más líquidos y de menor riesgo. Este comportamiento —que también se observa en el ámbito de los fondos de inversión, en el que se han producido fuertes reembolsos en los fondos más arriesgados y suscripciones en los más conservadores— puede continuar en los próximos meses si persisten las incertidumbres actuales.

### Estudio sobre los costes y el rendimiento de los fondos de inversión en España

RECUADRO 3

Recientemente se han publicado diversos estudios comparativos sobre el nivel de gastos soportados por los fondos de inversión domiciliados en diferentes jurisdicciones, a nivel europeo y mundial. Entre otros, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó, en enero de 2019, el primer informe estadístico sobre rentabilidad y costes de los productos de inversión comercializados en la Unión Europea a inversores minoristas<sup>1</sup>. En él se analizan principalmente las instituciones de inversión colectiva armonizadas a nivel europeo o UCITS (que cumplen con los requisitos de la Directiva 2009/65/CE). Se tiene intención de ampliarlo en el futuro a los fondos

alternativos, que cumplen con la Directiva 2011/61/CE, y a los productos estructurados en la medida en que se disponga de los datos necesarios sobre ellos.

ESMA menciona el acceso a datos homogéneos y comparables como un condicionante que podría limitar la interpretación de su primer estudio de rentabilidad y gastos de las UCITS. En la actualidad no existe un marco europeo unificado de recopilación de datos de UCITS, por lo que ESMA tuvo que recurrir a la base de datos comercial de Thomson Reuters Lipper, que publica los datos recibidos de las gestoras. Uno de los mayores problemas de este análisis se refiere a la dificultad de comparar las ratios de gastos soportados, pues se da el caso de que las gestoras no siguen los mismos criterios en todas las jurisdicciones en cuanto a los conceptos incorporados en su cálculo.

Teniendo en cuenta estas limitaciones, ESMA analizó los datos de rentabilidades y ratio de gastos de instituciones que cubren el 68 % del mercado europeo de UCITS, correspondiente a 14 jurisdicciones<sup>2</sup>. Se distinguen 5 categorías de fondos de inversión: renta variable, renta fija, mixtos, monetarios y alternativos, referidos a 4 horizontes temporales hasta el año 2017: 1 año, 3 años, 7 años y 10 años. También distingue en cada categoría entre los fondos comercializados a inversores minoristas e institucionales. El análisis comparativo de ESMA pone de manifiesto lo siguiente:

- En las categorías de fondos de renta variable, fondos mixtos y alternativos, los gastos soportados por los fondos españoles se encuentran (siempre según los cálculos efectuados por ESMA) en línea con la media de los fondos de la Unión Europea analizados. En la categoría de fondos de renta fija, los fondos españoles soportan un nivel de gastos inferior a la media soportada por los fondos analizados (0,81 % frente a 1,04 %) y, finalmente, en la categoría de fondos monetarios, el nivel de gasto es superior a la media de la Unión (0,44 % frente a 0,21 %), aunque se debe tener en cuenta que esta categoría tiene un peso muy reducido respecto al total de las IIC en España, inferior al 3 %.

No obstante, al realizar comparaciones entre los gastos soportados por los inversores de IIC en diferentes jurisdicciones, se debería tener en cuenta que en España, como en otros países europeos, los comercializadores son retribuidos generalmente mediante la cesión por parte de las gestoras de un porcentaje relevante de su comisión de gestión, lo que determina que esta sea en general superior. En el estudio de ESMA se considera la comisión de gestión pero no —lógicamente (al no ser comisiones soportadas por el fondo)— las comisiones que paga directamente el inversor al comercializador, por lo que los países en los que el comercializador es remunerado de modo explícito por el inversor figuran en el estudio con menos gastos soportados por los inversores.

De acuerdo con la información de la que dispone la CNMV, el porcentaje medio de retrocesión de comisiones de gestión a comercializadores ascendía en 2017 al 59 % (en junio de 2019 aproximadamente al 50 %). De ajustarse en este porcentaje las comisiones de gestión soportadas, los fondos de renta

fija españoles llevarían asociado un menor coste aún más significativo que el de los del Reino Unido (0,99 %) y que sería igualmente inferior al de los fondos domiciliados en Holanda (0,60 %); en el caso de los fondos de renta variable, los españoles serían más baratos que los británicos (1,49 %), aunque seguirían ligeramente por encima de los holandeses en cuanto a costes (0,79 %). Se mencionan los casos del Reino Unido y Holanda porque en estos países el modelo de distribución se basa en el pago explícito de comisiones por parte de los inversores a los comercializadores.

- El análisis comparativo de ESMA revela también que en la mayoría de las categorías de inversión, salvo para la renta variable en algunos horizontes temporales, la rentabilidad bruta de los fondos españoles se sitúa por debajo de la media.

Tras la publicación de este informe, y dada la relevancia de la cuestión, se está abordando un análisis sobre la rentabilidad y los costes de los fondos de inversión españoles que sirva para contrastar los resultados que presenta ESMA a partir de los datos verificados y completos de los que dispone la CNMV sobre todos los fondos domiciliados en España. A este respecto, cabe señalar que la CNMV recibe de las IIC bajo su supervisión, tanto reservada como pública, que se difunde a través de su página web. Entre esta última se encuentra el documento de datos fundamentales para el inversor (DFI o KID, por sus siglas en inglés), que recoge de forma actualizada la ratio de gastos soportada por la institución en el último ejercicio cerrado, calculada de acuerdo con la metodología establecida en unas directrices europeas —*CESR's Guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Document (CESR/10-674)*—. Según esta metodología, se debe incorporar en el numerador de la ratio la suma de la comisión de gestión, la comisión de depositario y todos aquellos gastos de gestión corriente soportados. No se incluye la comisión de gestión sobre resultados ni los costes de transacción incurridos en la compra y venta de valores.

El análisis de gastos y rentabilidades se está realizando a partir, por un lado, de la ratio de gastos extraída del DFI y, por otro, de la rentabilidad anual calculada a partir de la variación de valor liquidativo de inicio y fin de año. En una primera aproximación del trabajo se han empleado datos de los dos últimos ejercicios cerrados, pero se tratará de extender y profundizar tanto en lo relativo al periodo histórico como a otros factores y grupos de IIC.

En esa primera aproximación, y para poder comparar las conclusiones con las obtenidas por ESMA, se han analizado los fondos de inversión (FI) y las SICAV armonizadas o UCITS. En diciembre de 2017, estas representaban el 77 % de los activos totales de los FI y SICAV domiciliados en España, mientras que en diciembre de 2018 su peso había aumentado al 82,6 % del total. En segundo lugar, se han reagrupado<sup>3</sup> en las mismas categorías que distingue ESMA (renta variable, renta fija, mixtos, alternativos y monetarios) y en cada una de ellas se han separado los fondos que se dirigen a inversores minoristas de aquellos otros que se dirigen a los institucionales.

Los trabajos preliminares, al margen del ajuste antes mencionado relacionado con el modelo de distribución, muestran que la ratio de gastos, calculada por la CNMV a partir de los datos incluidos en los DFI, para los fondos españoles en 2017 es 0,15-0,40 p.p. inferior a la que calcula ESMA dependiendo de la categoría de los fondos. Los fondos españoles de renta variable y monetarios seguirían soportando unos gastos algo mayores que la media de los fondos de la Unión Europea, aunque dicha distancia sería menor (p. ej., en renta variable estos gastos se sitúan en el 1,76 % de media en la Unión y en el 1,81 % en España) y los gastos de los fondos españoles de renta fija y mixtos, que ya eran inferiores a la media de la Unión Europea según ESMA, ampliarían su diferencia, que en el caso de los fondos de renta fija es notable (1,04 % en la Unión Europea frente a 0,66 % en España). Lógicamente, de ajustarse estos porcentajes en la parte de las comisiones de gestión que las gestoras retroceden, los datos sobre costes soportados por las IIC españolas serían significativamente inferiores.

### Gastos totales en 2017

CUADRO R3.1

% patrimonio , sin ajuste del modelo de distribución

	Media UE	España (ESMA)	España (CNMV)
Renta fija	1,04	0,81	0,66
Renta variable	1,76	2,15	1,81
Mixtos	1,62	1,57	1,41
Alternativos	1,66	1,74	1,34
Monetarios	0,21	0,44	0,29

Fuente: CNMV.

Al margen del análisis de la rentabilidad y los gastos de las UCITS reproduciendo el estudio de ESMA se ha obtenido la serie histórica de los gastos soportados en los últimos 10 años por los FI españoles clasificados según la Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora. La serie se ha obtenido a partir de los gastos soportados por los FI, por los importes contabilizados en concepto de comisión de gestión, comisión de depositario y el resto de gastos repercutidos respecto al patrimonio medio ponderado de cada categoría. Esta ratio no se corresponde exactamente con la de gastos corrientes, incluida en el DFI, pero resulta una aproximación bastante ajustada<sup>4</sup>.

Como se observa en el cuadro R3.2, se ha observado una tendencia decreciente de la ratio de gastos totales soportados por los FI en los últimos 10 años, de forma más acusada desde 2012 y 2013, cuando los gastos alcanzaron niveles máximos en la mayoría de vocaciones. En 2018, las ratios de gastos de todas las categorías, excepto la de monetarios, registraron su nivel más bajo de todo el periodo y oscilaron entre el 0,35 % del patrimonio (monetarios) y el 1,75 % (renta variable euro). El descenso de los gastos desde sus máximos ha oscilado entre el 18 % en la categoría de renta fija mixta euro y el 61 % en la de garantizados de rendimiento variable.

## Gastos totales sobre patrimonio

CUADRO R3.2

%										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Monetario	0,61	0,59	0,63	0,66	0,61	0,60	0,45	0,31	0,29	0,35
Renta fija euro	0,75	0,76	0,76	0,80	0,81	0,84	0,75	0,68	0,61	0,53
Renta fija internacional	1,09	1,23	1,13	1,41	1,15	1,15	1,06	0,96	0,98	0,9
Renta fija mixta euro	1,36	1,36	1,38	1,34	1,39	1,37	1,32	1,31	1,21	1,14
Renta fija mixta internacional	1,34	1,32	1,23	1,25	1,19	1,24	1,22	1,16	1,13	0,97
Renta variable mixta euro	1,96	1,94	1,97	2,01	2,08	1,91	1,96	1,84	1,75	1,66
Renta variable mixta internacional	1,61	1,68	1,63	1,65	1,57	1,53	1,52	1,53	1,45	1,35
Renta variable euro	2,04	2,12	2,16	2,26	2,36	2,03	2,00	2,00	2,00	1,75
Renta variable internacional	2,20	2,26	2,15	2,23	2,32	2,17	2,03	2,01	2,01	1,65
IIC de gestión pasiva	0,99	0,88	0,97	1,03	0,89	0,82	0,76	0,66	0,61	0,55
Garantizado de rendimiento fijo	0,71	0,73	0,83	0,92	1,00	1,01	0,94	0,77	0,56	0,45
Garantizado de rendimiento variable	1,46	1,31	1,34	1,33	1,38	1,32	1,16	0,78	0,65	0,57
De garantía parcial	1,54	1,38	1,47	1,48	1,53	1,32	1,10	0,80	0,70	0,65
Retorno absoluto	1,29	1,22	1,23	1,33	1,29	1,24	1,13	1,09	1,02	0,90
Global	1,13	1,30	1,31	1,42	1,56	1,40	1,27	1,40	1,24	1,16

Fuente: CNMV.

- 1 Este análisis se realizó en virtud de la petición de la Comisión Europea, dirigida a ESMA y al resto de autoridades supervisoras europeas (ESAS), para analizar la rentabilidad y los costes de los diferentes productos de inversión dirigidos a inversores minoristas y emitir informes periódicos con las conclusiones.
- 2 Por orden de mayor a menor tamaño de mercado: Luxemburgo, Reino Unido, Irlanda, Francia, Suecia, Alemania, Italia, España, Finlandia, Dinamarca, Austria, Bélgica, Holanda y Portugal.
- 3 En el periodo analizado, los FI y las SICAV se clasificaban en 14 vocaciones, según 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. La Circular 1/2019, de 28 marzo de 2019, modificó la Circular 1/2009 ampliando el número de vocaciones existentes.
- 4 La ratio de gastos corrientes incluida en el DFI no incorpora la comisión de gestión sobre resultados y sí una estimación de los gastos indirectos soportados por la inversión en otras IIC, mientras que la ratio del cuadro R3.2 sí incluye la comisión de gestión sobre patrimonio y no incorpora los gastos indirectos.

## 4.2 Prestación de servicios de inversión

*La prestación de servicios de inversión en España pueden llevarla a cabo entidades de crédito, sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y sociedades gestoras de cartera.*

La prestación de servicios de inversión la pueden llevar a cabo en España dos grandes tipos de entidades: las de crédito y las sociedades y agencias de valores. Las primeras son las principales proveedoras de servicios de inversión y concentran la mayor parte de los ingresos que genera esta actividad. Esta tendencia se ha acentuado en los últimos años por el hecho de que varias entidades bancarias han absorbido a sus sociedades y agencias de valores. En consecuencia, el grado de

concentración de los bancos en la prestación de servicios de inversión se ha ido incrementando. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Este epígrafe presenta la evolución de la actividad y la situación económica y financiera de las entidades cuya supervisión —en relación con la vertiente prudencial y el cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV, que son las sociedades y agencias de valores, las SGC<sup>32</sup> y las EAF<sup>33</sup>. También 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. Este informe incluye por primera vez datos sobre este último grupo de entidades con la información que recibe la CNMV para realizar dicha labor de supervisión y que tiene carácter anual. Por tanto, solo aparecerá en uno de los dos informes de este tipo que se publican al año. Al final del epígrafe, y también de forma novedosa, se introduce un análisis específico relacionado con la actividad de prestación de servicios de inversión con un enfoque que va más allá de la forma jurídica de la entidad, que es el habitual, y que tiene en consideración el modelo de negocio de las entidades.

### Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 113 a finales de 2018, 9 menos que en 2017. Este descenso, que se prolonga desde hace varios años<sup>34</sup>, se enmarca en el proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. Por su parte, el número de sucursales en España de entidades de crédito extranjeras se mantuvo en 56, 53 de entidades radicadas en la Unión Europea y 3 de entidades extracomunitarias. El descenso del número de entidades de crédito junto con la absorción por parte de algunas de ellas de sus sociedades y agencias de valores ha dado lugar a un incremento significativo del grado de concentración de este sector, sobre todo en comparación con las sociedades y agencias de valores. Como se observa en el gráfico 21, las 10 entidades de crédito de mayor tamaño obtenían el 57 % de los ingresos totales en 2012, frente al 70 % en 2018, mientras que en el caso de las sociedades y agencias de valores se observa lo contrario (50 % en 2012 y 41 % en 2018).

*La CNMV las supervisa a todas ellas en relación con su vertiente prudencial y con el cumplimiento de las normas de conducta, excepto en el caso de las entidades de crédito, sobre las que no se realiza una supervisión prudencial.*

*El número de entidades de crédito nacionales registradas a finales de 2018 ascendía a 113, 9 menos que en 2017, mientras que el número de sucursales de entidades de crédito extranjeras se mantuvo en 56, la mayoría de países comunitarios.*

---

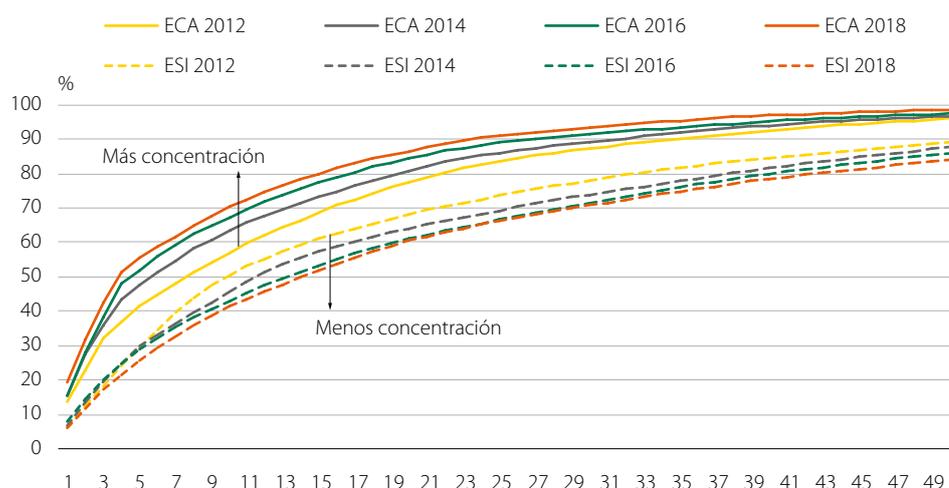
32 En la fecha de cierre de este informe solo una SGC estaba registrada en la CNMV. Debido a su menor relevancia en relación con el resto de entidades, no se le dedica un subepígrafe específico.

33 La información que recibe la CNMV de las EAF tiene carácter anual y se presenta en el informe correspondiente al primer trimestre de cada año.

34 En 2011 había un total de 192 entidades registradas.

## Concentración del sector: % de ingresos acumulados en función del número de entidades<sup>1</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Entidades en el eje X ordenadas de mayor a menor volumen de ingresos por prestación de servicios.

Los ingresos que percibieron las entidades de crédito por la prestación de servicios financieros en 2018 se situaron en 4.531 millones de euros, una cifra similar a la de 2017, aunque con una recomposición entre los ingresos de intermediación (a la baja) y el resto de los ingresos (al alza).

De acuerdo con la información recibida por la CNMV, los ingresos percibidos por las entidades de crédito por la prestación de servicios de inversión se situaron en 4.531 millones de euros en 2018, un poco por debajo de la cifra de 2017 (-0,6 %). El desglose por tipo de servicio de inversión revela que los ingresos relacionados con la intermediación (recepción y transmisión de órdenes y colocación de productos financieros) fueron los más relevantes, con 2.440 millones de euros, aunque un 7 % inferiores a los del año previo (véase gráfico 22). Este tipo de ingresos ha perdido importancia relativa en relación con otros servicios de inversión, ya que en 2011 concentraban el 73 % de los ingresos totales mientras que en 2018 este porcentaje caía hasta el 54 %. Por el contrario, aumentaron los ingresos percibidos por el resto de servicios de inversión: un 15,1 % los de asesoramiento (13 % del total), un 6,5 % los de gestión de carteras (9 % del total) y un 3 % los de administración y custodia (15 % del total). Dentro del ámbito de los ingresos que perciben estas entidades cabe señalar el hecho de que una parte sustancial de estos se debe a incentivos percibidos por la prestación de un determinado servicio de inversión. Estos incentivos fueron de 2.466 millones en 2018, lo que supone un 54 % de los ingresos totales. La importancia relativa de estos ingresos ha oscilado entre el 51 % y el 63 % durante los últimos años y es significativamente superior a la que muestran en las ESI (13 % de media entre 2011 y 2018), lo que pone de manifiesto las diferencias en los modelos de negocio de ambos tipos de entidades.

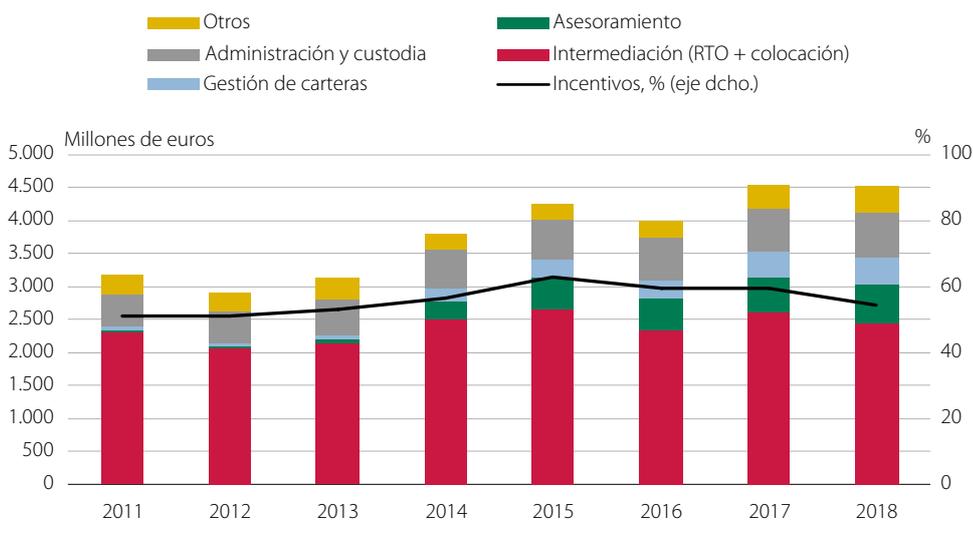
El número de clientes minoristas de estas entidades, que representan más del 99 % del total, era de 11,651 millones a finales de 2018.

Los clientes de las entidades de crédito (EE. CC.) son en su mayoría minoristas (más del 99 %). A finales de 2018 su número era de 11,651 millones, algo menos que en 2017 (11,905 millones). La mayor parte de ellos se relaciona con las entidades de crédito por servicios de administración y custodia y de intermediación. Por su parte, el número de clientes profesionales era algo superior a 24.000 y el de contrapartes elegibles<sup>35</sup>, a 12.000.

35 Son aquellos clientes que tienen el máximo conocimiento, experiencia y capacidad financiera y, en consecuencia, el nivel de protección que MiFID les otorga es menor. Básicamente son entidades autorizadas

## Ingresos percibidos por las EE. CC. por la prestación de servicios de inversión

GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

### Sociedades y agencias de valores

Los beneficios agregados de las sociedades y agencias de valores (SAV) siguieron descendiendo durante el primer semestre de 2019, prolongando la tendencia a la baja iniciada en 2015. Estos beneficios (en términos anualizados) fueron un 57,6 % inferiores a los de 2018, ejercicio en el que el retroceso también había sido significativo (-33,6 %). Esta contracción de los beneficios se debió exclusivamente a la evolución de las sociedades de valores (SV) puesto que las agencias de valores (AV) registraron un aumento de estos (aunque su cuantía es pequeña). Esta evolución dispar ha hecho que las AV, que tradicionalmente han tenido un peso poco significativo en la actividad del total de las SAV, hayan aumentado su peso relativo en el sector, contribuyendo al 26,1 % de los resultados generados por todas las SAV durante 2019.

Estas caídas encadenadas y a un ritmo creciente han provocado que el nivel de los resultados de las SAV en 2019 (49,4 millones de euros en términos anualizados) sea inferior a una décima parte del importe registrado en 2008 (526,4 millones de euros). Una parte de esta caída se explica por las bajas registradas en los últimos años de entidades pertenecientes a grupos bancarios, en los que la prestación de los servicios de inversión ha pasado a realizarla directamente la propia entidad de crédito. Por otro lado, la entrada en vigor de la normativa MiFID (I y II) ha dado lugar a una tendencia generalizada en Europa de deslocalización de los volúmenes de negociación de valores desde los mercados nacionales hacia otros mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación y centros de contratación extranjeros. Esta tendencia ha ido acompañada de una disminución importante de las comisiones percibidas por las SAV por el servicio de *tramitación y ejecución de órdenes*, por lo que es razonable pensar que, además de producirse una tendencia a la baja en los

*Los beneficios agregados de las sociedades y agencias de valores descendieron en el primer semestre de 2019, prolongando la tendencia que comenzó en 2015, debido al peor comportamiento de las sociedades.*

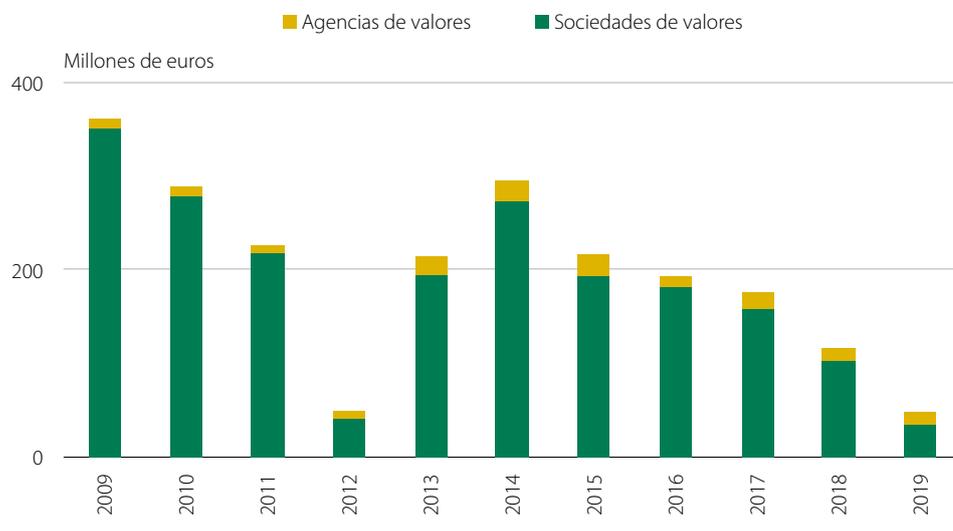
*La tendencia a la baja de los beneficios de estas entidades se explica tanto por algunas bajas producidas de entidades de gran tamaño como por el retroceso de los ingresos de algunas líneas de negocio.*

para operar en los mercados financieros (empresas de inversión, entidades de crédito, compañías de seguros y bancos centrales, entre otros), así como los gobiernos.

volúmenes totales de negociación y una cierta presión bajista sobre los corretajes aplicados en un entorno de mayor competencia, el acceso a dichos mercados y plataformas exteriores se puede estar realizando en gran medida a través de intermediarios extranjeros.

### Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1, 2</sup>

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAF y las sociedades gestoras de cartera.

2 Datos de 2019 anualizados a partir de los resultados del primer semestre.

*En los 6 primeros meses del año, el número de SV se mantuvo en 39, mientras que el de AV aumentó en 3, hasta las 55. Cabe destacar el aumento de intermediarios financieros radicados en países de la Unión Europea que prestan servicios de inversión en España, sobre todo del Reino Unido.*

En cuanto al número de entidades registradas en la CNMV, a finales de junio de 2019 había un total de 39 SV, el mismo número que al cierre de 2018, y 55 AV, 3 más que al cierre de 2018. El número de entidades que prestan servicios de inversión en otros países de la Unión Europea, tanto a través de sucursales (7 entidades) como acogidos a la libertad de prestación de servicios que otorga el pasaporte comunitario (48 entidades) se ha mantenido constante en 2019. También lo ha hecho el número de entidades con sucursales abiertas en terceros países (6 entidades) y ha aumentado en 1 entidad las que prestan servicios en terceros países sin sucursal (5 entidades). La estabilidad en el número de entidades españolas que prestan servicios de inversión en el extranjero contrasta con el incremento del número de intermediarios radicados en países de la Unión Europea que prestan servicios de inversión en España: 3.050 entidades a 30 de junio de 2019 frente a 2.938 al cierre de 2018. El *brexit* ha jugado un papel relevante en este aumento, pues del número total de entidades, alrededor de un 70 % (2.234) se encuentra radicado en el Reino Unido, seguido de Malta, con 211 entidades.

*El beneficio agregado antes de impuestos de las sociedades de valores cayó un 73 % en el primer semestre del año. El descenso de los gastos de explotación no fue suficiente para compensar el retroceso de los ingresos relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes...*

Un análisis más detallado de la cuenta de resultados de las SV (véase cuadro 14) revela que el beneficio agregado antes de impuestos de estas entidades cayó un 73 % en el primer trimestre del año. La disminución de los gastos de explotación (9 %) no fue suficiente para compensar el retroceso de su principal fuente de ingresos: las comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión. Estas comisiones disminuyeron un 13,4 % debido, sobre todo, a la caída de los ingresos relacionados con la tramitación y ejecución de órdenes (-29 %, hasta los 66 millones de euros) y, en menor medida, de aquellos procedentes de la gestión de carteras (-21 %, hasta los

6,2 millones). También disminuyeron las comisiones derivadas de la comercialización de IIC, pero menos que en 2018 (-3,2 %). Entre los avances destacó el de las comisiones por depósito y anotación de valores (un 4,6 %, hasta los 23 millones) y el de las comisiones por asesoramiento en materia de inversiones, cuyo importe se multiplicó por 2,2, hasta los 7,6 millones de euros. El aumento de estas últimas puede haberse visto influido por la entrada en vigor de la directiva MiFID II, cuya regulación respecto de la percepción de incentivos de terceros fomenta una mayor prestación del servicio de asesoramiento.

## Cuenta de pérdidas y ganancias agregada

CUADRO 14

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun.-18	jun.-19	% var.	jun.-18	jun.-19	% var.
1. Margen de intereses	46.031	12.446	-73,0	1.076	609	-43,4
2. Comisiones netas	151.557	118.404	-21,9	57.371	58.008	1,1
2.1. Comisiones percibidas	213.150	184.559	-13,4	67.210	66.889	-0,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	92.739	65.962	-28,9	10.415	11.788	13,2
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.029	2.153	6,1	849	208	-75,5
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.937	22.946	4,6	424	421	-0,7
2.1.4. Gestión de carteras	7.765	6.163	-20,6	6.803	6.462	-5,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.352	7.599	223,1	4.273	6.738	57,7
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	211	16	-92,4	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	28.185	27.276	-3,2	30.795	29.171	-5,3
2.1.9. Otras	57.933	52.444	-9,5	13.650	12.102	-11,3
2.2. Comisiones satisfechas	61.593	66.155	7,4	9.839	8.881	-9,7
3. Resultado de inversiones financieras	14.705	17.277	17,5	-86	738	-
4. Diferencias de cambio netas	1.707	-79	-	-7	25	-
5. Otros productos y cargas de explotación	12.202	15.570	27,6	-768	266	-
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>226.202</b>	<b>163.618</b>	<b>-27,7</b>	<b>57.586</b>	<b>59.646</b>	<b>3,6</b>
6. Gastos de explotación	159.251	144.913	-9,0	51.512	52.294	1,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	3.543	2.239	-36,8	723	309	-57,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	385	248	-35,6	-29	-28	3,4
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>63.023</b>	<b>16.219</b>	<b>-74,3</b>	<b>5.380</b>	<b>7.071</b>	<b>31,4</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	215	1.038	382,8	472	343	-27,3
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>63.238</b>	<b>17.257</b>	<b>-72,7</b>	<b>5.852</b>	<b>7.414</b>	<b>26,7</b>
10. Impuesto sobre beneficios	2.552	-922	-	1.044	1.010	-3,3
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>60.686</b>	<b>18.179</b>	<b>-70,0</b>	<b>4.808</b>	<b>6.404</b>	<b>33,2</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>60.686</b>	<b>18.179</b>	<b>-70,0</b>	<b>4.808</b>	<b>6.404</b>	<b>33,2</b>

Fuente: CNMV.

... ni de otras partidas como el margen de intereses.

En cambio, los beneficios agregados de las agencias aumentaron (un 26,7 %, hasta los 7,4 millones), aunque su importe es mucho más reducido que el de las sociedades.

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de ambos tipos de entidades evolucionó en línea con sus beneficios: a la baja para las SV y al alza para las AV.

El número de entidades en pérdidas se redujo en el primer semestre del año, aunque su volumen aumentó.

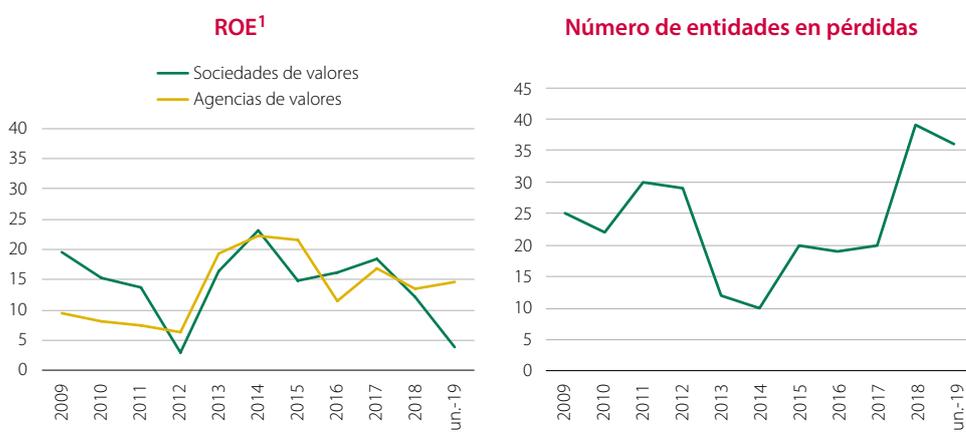
El margen de intereses mostró un fuerte descenso (un 73 %, hasta los 12,4 millones), que se justifica por la evolución negativa de 2 entidades (estas explican el 80 % del retroceso) en un contexto de tipos de interés reducidos que impide un comportamiento más favorable de esta partida.

En el caso de las AV, con importes mucho menores, las partidas de la cuenta de resultados mostraron un comportamiento más favorable, con un avance de los beneficios agregados antes de impuestos del 26,7 %, hasta los 7,4 millones de euros. Las comisiones percibidas por estas entidades se situaron a un nivel parecido al de 2018 (-0,5 %), pues los incrementos de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes (13,2 %) y de asesoramiento (57,7 %) se vieron compensados por las caídas de las comisiones por comercialización de IIC (-5,3 %), por gestión de carteras (-5 %) y por otro tipo de comisiones (-11,3 %). También repercutió de forma positiva en la cuenta de resultados el descenso de las comisiones pagadas (9,7 %, hasta los 8,9 millones de euros). En suma, el margen bruto creció un 3,6 %, lo que unido al aumento moderado de los gastos de explotación (1,5 %) permitió el avance de los beneficios ya comentado.

La evolución de la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) de las SV estuvo en línea con la de sus resultados y, por tanto, disminuyó, igual que lo hizo en 2018, situándose en el 3,9 % a mediados de año (12,2 % al cierre de 2018). Por el contrario, la rentabilidad de las AV se incrementó en el mismo periodo, al pasar desde el 13,5 % a finales de 2018 hasta el 14,6 % a 30 de junio de 2019.

Tras el importante aumento de las entidades en pérdidas que se produjo en 2018, en el primer semestre de 2019 se observa una interrupción de esta tendencia, pues el número de AV en pérdidas disminuyó de 21 a 18. El número de SV en pérdidas se mantuvo estable en 18. A pesar del descenso total del número de SAV en esta situación, el valor agregado de las pérdidas acumuladas durante el primer semestre de 2019 aumentó en relación con el mismo periodo del ejercicio anterior, situándose en 26,2 millones de euros, frente a los 22,9 millones del primer semestre de 2018.

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

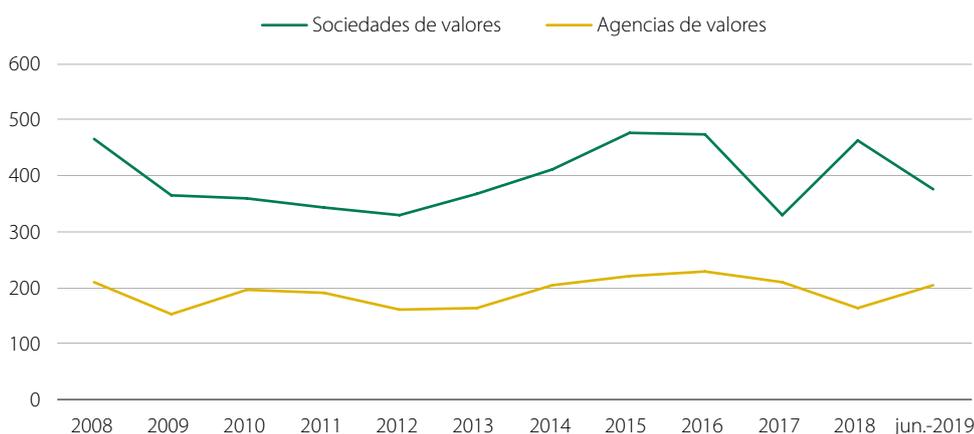
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Las condiciones de solvencia del sector, medidas como el exceso de recursos propios computables respecto a los exigibles, experimentaron un descenso moderado durante el primer semestre de 2019. De esta forma, para todas las entidades obligadas a remitir estados de solvencia<sup>36</sup> el margen de solvencia pasó de 4,29 en diciembre de 2018 a 3,58 en junio de 2019 (3,4 en junio de 2018). Por tipo de entidad, se observa que las SV explican la caída, pues su margen de solvencia pasó de 4,64 a 3,75, mientras que el de las AV experimentó un ligero aumento, de 1,64 a 2,03 (véase gráfico 23).

*Las condiciones de solvencia del sector —evaluadas según el exceso de recursos propios respecto a los exigibles— registraron un descenso moderado entre enero y junio.*

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

### La prestación de servicios de inversión bajo un enfoque alternativo

La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC<sup>37</sup>, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde una perspectiva legal) se clasifica atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, empresa de servicio de inversión o sociedad gestora de IIC (SGIIC). Sin embargo, una concepción menos formalista y más sustantiva, que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con los bancos comerciales, sugiere delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión es realizada por bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte corresponde a entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes —es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales— y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

*Más allá del análisis tradicional que tiene en cuenta las entidades que prestan servicios de inversión desde un punto de vista legal, se puede abordar otro alternativo que tenga en cuenta el modelo de negocio de estas entidades y su vinculación con los bancos comerciales.*

36 Desde el 1 de enero de 2014, 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, no todas las entidades están obligadas a remitir estos estados.

37 De hecho, la actividad de estas entidades se recoge de forma específica en el epígrafe 4.3.

*Para ello se pueden identificar aquellas entidades con forma jurídica de banco pero con una proporción de ingresos relacionados con la prestación de servicios de inversión muy elevada...*

*... así como aquellas entidades (SV, AV y SGIIC) que pertenecen a un grupo bancario comercial.*

*Los resultados preliminares revelan que el 70 % del negocio (ingresos) del sector corresponde a bancos comerciales o a entidades que pertenecen a sus grupos.*

*El negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se enmarca en un contexto complejo, derivado del deterioro de algunas líneas de negocio y del aumento de la competencia en el sector.*

Con el fin de identificar las entidades que tienen forma jurídica de banco pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión se ha tomado como referencia el cociente entre los ingresos percibidos por la prestación de servicios de inversión y el total de ingresos de la entidad, identificándose como banco especializado en servicios de inversión a aquel cuyo cociente sea superior al 65 %<sup>38</sup>. Se estima que el importe de ingresos relacionados con la prestación de servicios de inversión en España de estas entidades, descontando el volumen de comisiones que estas retroceden a terceros, fue algo inferior a los 400 millones de euros en 2018<sup>39</sup>.

Por otra parte, dentro del conjunto de entidades no bancarias —SV, AV y SGIIC— se ha identificado a aquellas que pertenecen a un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, se encuadrarían en el ámbito de la prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades. En el caso de las SV y AV estas entidades son poco relevantes, puesto que en los últimos años muchas entidades de crédito han ido absorbiendo las que les pertenecen, tal y como se expuso anteriormente. En 2018, por ejemplo, Bankinter y Banco Santander absorbieron las SV de sus grupos financieros. En 2018 las comisiones de las ESI que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial representaban menos del 20 % de las comisiones totales de las ESI. En cambio, en el ámbito de las SGIIC, la relevancia de las entidades vinculadas con bancos comerciales es mucho mayor, pues concentran más de la mitad del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

En suma, se estima que aproximadamente el 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC), evaluado a través de los ingresos por comisiones, corresponde a bancos comerciales tradicionales o a entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto correspondería a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación societaria con la banca comercial. Como se observa en el gráfico 26, este porcentaje se ha mantenido bastante estable durante los últimos años.

## Perspectivas

El negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se enmarca en un contexto cada vez más complejo en el que, por una parte, se observa una erosión de líneas de negocio importantes, derivada del desplazamiento de la negociación hacia plataformas exteriores y del descenso de las emisiones de acciones y, por otra, un aumento de la competencia en el sector, ejercido sobre todo por las entidades de crédito nacionales pero también por el creciente número de entidades extranjeras que operan en España. Estas últimas han mostrado una cierta expansión como consecuencia del *bretxit*, que también incidirá en la evolución de este negocio en los próximos meses. Por el momento, las entidades de crédito mantienen una posición

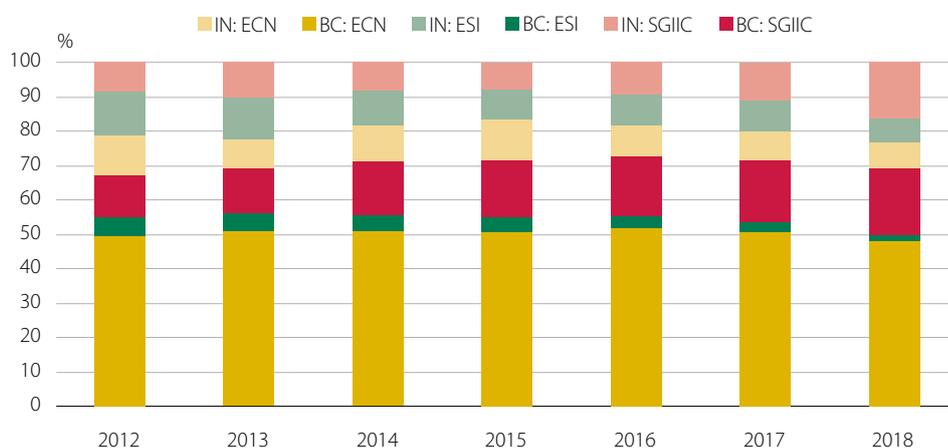
38 Las entidades más relevantes por su volumen de comisiones en los últimos años son Allfunds, Cecabank, Andbank, Banco Inversis y Banco Mediolanum.

39 Casi un 14 % de las comisiones totales percibidas por las entidades de crédito por la prestación de servicios (descontando los incentivos).

preponderante en la mayoría de los servicios de inversión, mientras que las sociedades y agencias de valores están cambiando su modelo de negocio dando mayor importancia a servicios de inversión que en el pasado eran menos relevantes y reduciendo sus gastos de explotación.

**% de comisiones percibidas<sup>1</sup> por tipo de entidad en función de su modelo de negocio<sup>2</sup>**

GRÁFICO 26



Fuente: CNMV.

1 Comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión (descontando retrocesiones).

2 BC: Entidad relacionada con la banca comercial. IN: Entidad independiente.

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

Las SGIIC finalizaron el primer semestre del año recuperando el patrimonio de IIC que habían perdido en 2018 (véase gráfico 27), que superó de nuevo los 300.000 millones de euros. A pesar de ello, los ingresos por comisiones de gestión de IIC disminuyeron entre enero y junio y pasaron de 2.649 millones de euros en 2018 a 2.547 en 2019 (en términos anualizados), un descenso que se explica por la disminución del porcentaje medio de comisión de gestión cobrada por las SGIIC a las IIC gestionadas. Este porcentaje, que pasó del 0,91 % del patrimonio gestionado en 2018 al 0,84 % en 2019, habría disminuido por el aumento del patrimonio de aquellas vocaciones de riesgo menor, que habitualmente tienen asociadas unas comisiones más bajas.

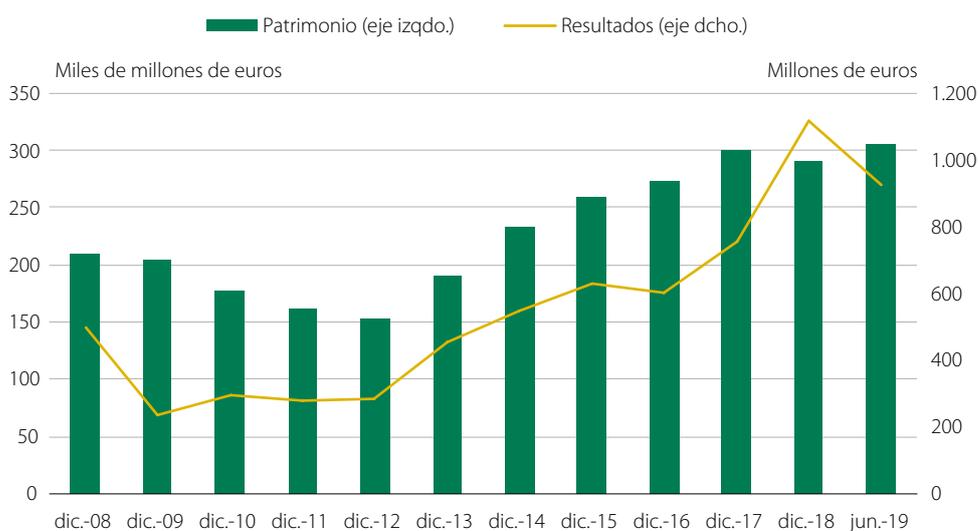
La principal fuente de ingresos de las SGIIC son las comisiones de gestión de las IIC, que representan el 89 % del total de comisiones que perciben. Como se observa en el cuadro 15, el cociente entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC ha disminuido a lo largo de los últimos años y de forma más acusada en 2018, coincidiendo con la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que impone condiciones estrictas a las retrocesiones de comisiones de la gestora a los comercializadores, que deben estar sujetas adicionalmente a requisitos estrictos de transparencia a los inversores. El porcentaje de comisiones cedidas a los comercializadores pasó de representar el 64,6 % de las comisiones percibidas por la gestión de las IIC en 2012 al 50 % en junio de 2019.

*Las SGIIC recuperaron los 300.000 millones de patrimonio bajo gestión en el primer semestre del año, aunque sus ingresos por comisiones de gestión retrocedieron por la mayor relevancia de los fondos de menor riesgo.*

*Estas comisiones siguieron representando cerca del 90 % de los ingresos totales de estas entidades. Además, se observa una importante reducción en los últimos años del porcentaje de la comisión de gestión de IIC retrocedido a los comercializadores, una tendencia que se ha visto acentuada tras la entrada en vigor de la normativa MiFID II.*

## Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados antes de impuestos<sup>1</sup>

GRÁFICO 27



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Resultados de 2019 anualizados.

*La gestión de carteras y de entidades de capital riesgo son las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para las SGIC.*

La gestión discrecional de carteras y la gestión de entidades de capital riesgo son las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para estas entidades. La cifra de comisiones obtenidas por gestión de carteras durante el primer semestre de 2019 (91 millones de euros) no varió sustancialmente respecto a la cifra de 2018, mientras que las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo aumentaron de forma notable (un 9 %), aunque su cifra sigue siendo poco significativa en valor absoluto (24,9 millones en el semestre) y en términos relativos respecto al total de comisiones percibidas por las SGIC (1,7 %).

*Sus beneficios se redujeron en consonancia con la disminución de los ingresos por comisiones de gestión de IIC y el número de entidades en pérdidas se mantuvo en 26.*

Los beneficios agregados de estas entidades se redujeron en el primer semestre del año, en línea con el descenso de los ingresos por comisiones de gestión y, en consecuencia, se registró una caída de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) que, no obstante, permanece en un nivel elevado (88 %). Por su parte, el número de entidades en pérdidas se mantuvo en 26 a mediados de año, reduciéndose el volumen de pérdidas totales en un 21 %, hasta los 9,8 millones de euros.

*El número de gestoras de IIC siguió en ascenso en el primer semestre del año, hasta un total de 121.*

Los datos del registro de la CNMV indican que continúa la expansión en el número de SGIC, aunque se ha moderado su crecimiento, cerrándose el primer semestre de 2019 con 121 entidades, 2 más que a finales de 2018.

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones <sup>1</sup> (%)
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	290.364	2.649	0,91	51,24
jun.-19 <sup>2</sup>	303.614	2.547	0,84	50,06

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

#### 4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Las entidades de capital riesgo (ECR) experimentaron un gran dinamismo en los ocho primeros meses del año, con un importante crecimiento del número de vehículos, con lo que continúa la tendencia ascendente del año anterior. Desde la entrada en vigor de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que abrió la posibilidad a nuevos vehículos para fomentar el capital riesgo como fuente de financiación alternativa, se han creado 86 vehículos de nueva tipología: a finales de agosto de este año había 9 fondos de capital riesgo pyme, 14 fondos de capital riesgo europeos, 2 fondos de emprendimiento social europeo, 18 sociedades de capital riesgo pyme y 43 entidades de inversión colectiva cerrada (19 fondos y 24 sociedades). De entre todos estos vehículos, cabe mencionar el aumento importante de los últimos, de carácter cerrado, que se ha multiplicado casi por 3 desde el cierre de 2017, al pasar de 15 a 43 entidades.

En relación con los vehículos *tradicionales*, se han producido en lo que va de año 21 altas y 3 bajas de fondos de capital riesgo (FCR), por lo que a finales de agosto había 199, mientras que en el caso de las sociedades de capital riesgo se produjeron 18 altas y 4 bajas, que situó el número de estas instituciones en 135. Como consecuencia de estos movimientos, el número total de ECR a 31 de agosto (excluyendo las entidades de tipo cerrado) era de 377<sup>40</sup>, frente a las 338 de finales de 2018. Como ya se ha mencionado, en la misma fecha había un total de 43 vehículos de tipo cerrado, así como 100 sociedades gestoras de entidades de inversión de tipo cerrado (denominación que incluye a las antiguas sociedades gestoras de capital riesgo), como consecuencia de las 8 altas y 2 bajas producidas entre enero y agosto.

*En los 8 primeros meses del año continuó la expansión del sector, con un aumento de 39 ECR, de 12 entidades de tipo cerrado y de 6 SGEIC...*

*... hasta un total de 377, 43 y 100 entidades de cada tipo respectivamente.*

40 Esta cifra incluye también a entidades de reciente creación como los fondos de capital riesgo pyme, los fondos de capital riesgo europeos y las sociedades de capital riesgo pyme.

	Situación a		Situación a	
	31/12/2018	Altas	Bajas	30/08/2019
<b>Entidades</b>				
Fondos de capital riesgo	181	21	3	199
Fondos de capital riesgo pyme	10	2	3	9
Fondos de capital riesgo europeos	8	6	0	14
Fondo de emprendimiento social europeo	1	1	0	2
Sociedades de capital riesgo	121	18	4	135
Sociedades de capital riesgo pyme	17	1	0	18
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>338</b>	<b>49</b>	<b>10</b>	<b>377</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	12	7	0	19
Sociedades de inversión colectiva cerradas	19	6	1	24
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>31</b>	<b>13</b>	<b>1</b>	<b>43</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)<sup>1</sup></b>	<b>94</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>100</b>

Fuente: CNMV.

1 Denominación que pasa a aplicarse tanto a las antiguas gestoras de entidades de capital riesgo (SGEGR) como a las gestoras de las nuevas entidades de inversión colectiva cerradas.

En 2018 el patrimonio de las ECR registró un aumento del 17,5 %, hasta los 10.495 millones de euros (el 65 % de fondos y el 35 % de sociedades).

En los FCR aumentó la inversión por parte de las Administraciones públicas y de las empresas no financieras.

En las SCR, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes.

A lo largo de 2018 el patrimonio de las ECR se incrementó un 17,5 %, hasta alcanzar los 10.495 millones de euros. El avance se repartió de forma muy uniforme entre los fondos, cuyo patrimonio aumentó un 17,6 % hasta los 6.778 millones de euros, y las sociedades, cuyo patrimonio creció un 17,3 % hasta los 3.718 millones.

En los FCR —entre los que se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, en este caso los fondos pyme y los europeos—, se observó una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores a lo largo de 2018 a favor de las personas físicas. No obstante, los inversores con mayor tenencia de participaciones continuaron siendo las entidades extranjeras, con 1.138 millones de euros, seguidos de las Administraciones públicas, con 989,6 millones. El tercer puesto pasaron a ocuparlo las personas físicas, que incrementaron su inversión un 57,7 %, hasta alcanzar los 855 millones de euros. A pesar de este aumento, las personas físicas siguen teniendo una participación minoritaria en el patrimonio de los fondos de capital riesgo: un 12,6 % frente a un 87,4 % de las personas jurídicas. Por último, las entidades de crédito y compañías de seguros disminuyeron su inversión en 2018 y su peso siguió siendo poco relevante.

En las SCR —donde, como en el caso de los fondos, se incluyen también las SCR pyme—, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes, con una participación conjunta del 58,7 % en el capital del total de las de las SCR. Las personas físicas multiplicaron su inversión por dos durante 2018, hasta alcanzar los 447 millones de euros, pero su participación en el capital de las SCR, al igual que en los fondos, siguió siendo minoritaria: un 14 % frente al 86 % de las personas jurídicas.

Millones de euros

	FCR		SCR	
	2017 <sup>1</sup>	2018 <sup>2</sup>	2017 <sup>3</sup>	2018 <sup>3</sup>
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	521,45	813,26	141,18	399,51
No residentes	20,72	41,81	4,83	47,57
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	180,94	174,82	171,36	136,35
Cajas de ahorros	38,53	35,18	11,94	13,88
Fondos de pensiones	551,70	588,07	20,73	20,18
Compañías de seguros	449,66	437,11	84,42	87,20
Sociedades y agencias de valores	3,48	7,34	0,12	0,06
Instituciones de inversión colectiva	432,72	431,79	6,91	5,46
Entidades de capital riesgo nacionales	255,57	289,58	28,87	29,81
Entidades de capital riesgo extranjeras	301,31	338,26	0,00	161,61
Administraciones públicas	860,15	989,64	389,13	412,98
Fondos soberanos	7,10	12,47	4,78	6,08
Otras empresas financieras	343,22	414,36	1.022,69	1.030,57
Empresas no financieras	582,69	757,05	901,53	1.149,79
Entidades extranjeras	907,58	1.138,30	94,24	62,41
Otros	306,95	306,64	287,76	154,12
<b>TOTAL</b>	<b>5.763,77</b>	<b>6.777,93</b>	<b>3.170,49</b>	<b>3.717,58</b>

Fuente: CNMV.

1 Incluye FCR pyme y FCRE.

2 Incluye FCR pyme, FCRE y FESE.

3 Incluye SCR pyme.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2019 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) confirman la consolidación de la tendencia expansiva del sector iniciada a mediados de 2016. El sector de capital riesgo siguió mostrando un gran dinamismo, con cifras récord de captación de recursos nuevos en el primer semestre, que alcanzaron los 4.060 millones de euros, un 33 % más que en la primera mitad de 2018, y un total de 328 operaciones. De estas, los *megadeals* (operaciones superiores a 100 millones de euros) captaron el 72 % del volumen total (9 operaciones).

Por lo que se refiere al tipo de inversores, los fondos internacionales han sido los inversores mayoritarios en la primera mitad de año, siendo responsables del 82 % del volumen total invertido. Desde el punto de vista de la fase de inversión, las inversiones en fases semilla y arranque (*venture capital*) duplicaron el volumen captado respecto al primer semestre de 2018, aunque la cifra alcanzada (357,7 millones de euros) sigue representando un peso moderado en el total del capital riesgo en España.

*Los datos facilitados por ASCRI correspondientes al primer semestre del año apuntan a que el sector sigue mostrando una gran actividad y registrando cifras récord de captación de recursos.*

*Los fondos internacionales fueron responsables del 82 % del volumen total invertido en el primer semestre de 2019.*



## II Informes y análisis



# Régimen de terceros países en el ámbito de la prestación de servicios y realización de actividades de inversión en la Unión Europea

Fátima Cerdán (\*)

(\*) Fátima Cerdán pertenece al Departamento de Asuntos Internacionales de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales.



El 3 de enero de 2018 comenzaron a aplicarse las dos normas europeas que constituyen los pilares fundamentales en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros<sup>1</sup>: la Directiva 2014/65/UE (MiFID II)<sup>2</sup> y el Reglamento (UE)n.º 600/2014 (MiFIR)<sup>3</sup>.

Una de las novedades más relevantes de estas dos normas es que en ellas se recoge un nuevo régimen de acceso para los proveedores de servicios de inversión de terceros países que regula, incluso, un régimen europeo para el acceso a los mercados mayoristas de la Unión Europea (UE)<sup>4</sup>.

## 1 Principales vías de acceso

En concreto, se establecen, con carácter general y sin perjuicio de que se mencionen otras alternativas, dos vías de acceso principales: una mediante el establecimiento de sucursales<sup>5</sup> y otra a través del régimen de libre prestación de servicios sin necesidad de establecimiento alguno en el territorio de la UE<sup>6</sup>.

### 1.1 Establecimiento de sucursales

El artículo 39 de MiFID II regula la posibilidad de prestar servicios de inversión<sup>7</sup> mediante el establecimiento de una sucursal. En concreto, este artículo permite a los

---

1 Con anterioridad la norma que se venía aplicando en el ámbito de los mercados de instrumentos financieros era MiFID I (Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo). Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=ES>

2 Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=ES>

3 Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=ES>

4 El régimen de acceso de entidades de terceros países de conformidad con MiFID I dependía de la normativa nacional, por lo que las entidades extranjeras, al carecer de pasaporte, debían solicitar autorización para operar a las autoridades competentes de cada Estado miembro en el que quisiesen prestar servicios o realizar alguna actividad de inversión.

5 Artículos 39-43 de MiFID II.

6 Artículos 46-49 de MiFIR.

7 De conformidad con el Anexo I de MiFID II tienen la consideración de servicios y actividades de inversión:

- i) Recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
- ii) Ejecución de órdenes por cuenta de clientes.
- iii) Negociación por cuenta propia.
- iv) Gestión de carteras.
- v) Asesoramiento en materia de inversión.
- vi) Aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
- vii) Colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme.

Estados miembros<sup>8</sup> exigir el establecimiento de una sucursal, previa autorización, a las empresas de terceros países que vayan a prestar servicios o realizar actividades de inversión, con o sin actividades auxiliares, en su territorio a clientes minoristas o a los que teniendo esta consideración hayan optado voluntariamente por formar parte de la categoría de clientes profesionales —en el sentido del anexo II, sección II, de MiFID II—.

Seguramente lo más destacado de esta vía de acceso es la imposición por parte de MiFID II de una serie de requisitos armonizados cuyo cumplimiento deben exigir las autoridades competentes para conceder la autorización en estos casos<sup>9</sup>. No obstante, la norma exige, a su vez, a los Estados miembros no imponer requisitos adicionales en materia de organización y funcionamiento a estas sucursales, si se trata de cuestiones que ya se han regulado en dicha norma, al igual que tampoco otorgarles un trato más favorable que a las empresas de servicios de inversión de la Unión<sup>10</sup>.

Por otro lado, cabe señalar que en este marco el régimen del tercer país no requiere una declaración previa por parte de la Comisión Europea (CE) que lo reconozca como equivalente al aplicable en la UE. Esto, a su vez, implica que esta vía de acceso no lleva aparejado el derecho al pasaporte y, en consecuencia, las sucursales autorizadas mediante este procedimiento no gozarán de la libertad de prestar servicios ni del derecho de establecimiento en otros Estados miembros diferentes de aquellos en los que se establezcan.

En cualquier caso, las empresas de terceros países que soliciten autorización en un Estado miembro deberán cumplir con una serie de requisitos. En primer lugar,

- 
- viii) Gestión de sistemas multilaterales de negociación.
  - ix) Gestión de sistemas organizados de contratación.

Asimismo, tienen la consideración de servicios auxiliares:

- i) Custodia y administración de instrumentos financieros por cuenta de clientes, incluidos la custodia y los servicios conexos como la gestión de tesorería y de garantías y excluido el mantenimiento de cuentas de valores en el nivel más alto.
  - ii) Concesión de créditos o préstamos a un inversor para permitirle la realización de una operación en uno o varios instrumentos financieros, cuando la empresa que concede el crédito o préstamo participa en la operación.
  - iii) Asesoramiento a empresas en materia de estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, y asesoramiento y servicios en relación con las fusiones y la adquisición de empresas.
  - iv) Servicios de cambio de divisas cuando estos estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
  - v) Informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones en instrumentos financieros.
  - vi) Servicios relacionados con el aseguramiento.
  - vii) Servicios y actividades de inversión, así como los servicios auxiliares del tipo incluido en la sección A o B del anexo I, relativos al subyacente de los derivados incluidos en la sección C, puntos 5, 6, 7 y 10, cuando estos se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o de servicios auxiliares.
- 8 A lo largo de este artículo, cuando se hace referencia a los Estados miembros de la UE, la situación descrita puede entenderse como aplicable a todos los países que conforman el Espacio Económico Europeo (EEE), es decir, además de a los Estados miembros de la UE, a Noruega, Islandia y Liechtenstein.
- 9 Artículo 39.2 de MiFID II.
- 10 Artículo 41.2 de MiFID II. En este sentido se manifiesta también el considerando 109 de MiFID II, que dispone que las empresas de terceros países no deben recibir un mejor trato que las empresas de la Unión.

deberán haber sido autorizadas previamente y estar supervisadas por las autoridades correspondientes del país de origen para la prestación de servicios que vayan a desarrollar desde la sucursal. Además, las autoridades competentes del país de origen deberán cumplir con las recomendaciones del Grupo de Acción Financiera (GAFI) en el marco de la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

Por otro lado, las autoridades competentes de ambas partes están obligadas a suscribir acuerdos de cooperación, los cuales contendrán, al menos, disposiciones que regulen el intercambio de información a efectos de preservar la integridad del mercado y proteger a los inversores.

En cuanto a las propias sucursales, la norma exige, como novedad, que dispongan de capital inicial suficiente. Asimismo, deberán contar con uno o varios responsables para su dirección, los cuales deberán gozar en todo momento de la oportuna reputación, así como tener los conocimientos, las competencias y la experiencia indispensables para ejercer sus funciones.

Además, la entidad del tercer país deberá formar parte de un sistema de indemnización de inversores autorizado o reconocido de conformidad con la Directiva 97/9/CE<sup>11</sup>.

Por último, las autoridades competentes del país de origen deberán comprometerse a intercambiar información en materia tributaria, para lo que habrán de suscribir un acuerdo de conformidad con lo dispuesto en el artículo 26 del Modelo de Convenio Tributario sobre la Renta y sobre el Patrimonio de la OCDE o incluso, si procede, celebrar acuerdos multilaterales en materia de impuestos.

Por otro lado, MiFID II impone como obligación a las entidades de terceros países que quieran establecer una sucursal en un Estado miembro que faciliten a la autoridad competente de este la siguiente información para su autorización<sup>12</sup>: i) el nombre de la autoridad responsable de su supervisión en el tercer país del que se trate y, si la supervisión la ejercen varias autoridades, los datos detallados de las respectivas áreas de competencia; ii) todos los datos pertinentes de la empresa (nombre, forma jurídica, domicilio social y dirección, miembros del órgano de dirección y accionistas relevantes) y su programa de actividades, en el que se deben especificar los servicios de inversión y las actividades auxiliares previstos, así como la estructura organizativa de la sucursal, incluida, si procede, una descripción de la externalización a terceros de funciones operativas esenciales; iii) el nombre de las personas responsables de la gestión de la sucursal y los documentos que acrediten el cumplimiento de los requisitos aplicables; y iv) información sobre el capital inicial que tendrá a su libre disposición la sucursal.

Respecto al marco normativo común mínimo exigible a estas sucursales en toda la Unión introducido por MiFID II, las entidades de terceros países autorizadas por

---

11 Directiva 97/9/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 3 de marzo de 1997, relativa a los sistemas de indemnización de los inversores.

12 Artículo 40 de MiFID II.

esta vía deberán cumplir con ciertas obligaciones reguladas en dicha norma y en MiFIR. Además, estas materias quedarán sujetas a la supervisión de la autoridad nacional competente del Estado miembro en el que se establezcan.

En concreto, en cuanto a las condiciones de autorización, quedarán sujetas a las normas de MiFID II y sus consiguientes desarrollos normativos, relativas a los requisitos de organización<sup>13</sup>, la negociación algorítmica<sup>14</sup>, el proceso de negociación y la conclusión de operaciones en un sistema multilateral de negociación y un sistema organizado de contratación<sup>15</sup>, los requisitos específicos para los sistemas multilaterales de negociación<sup>16</sup> y los requisitos específicos para los sistemas organizados de contratación<sup>17</sup>.

A su vez las condiciones de funcionamiento quedarán sujetas a las normas relativas a conflictos de interés<sup>18</sup> y, en el área de la protección al inversor, a las normas relativas a los principios generales y a la información a los clientes<sup>19</sup>, la evaluación de idoneidad y conveniencia y la información a los clientes<sup>20</sup>, la obligación de ejecutar órdenes en las condiciones más ventajosas para el cliente<sup>21</sup>, las normas de gestión de órdenes de clientes<sup>22</sup> y las operaciones ejecutadas con contrapartes elegibles<sup>23</sup>.

Por último, en relación con la transparencia e integridad de los mercados, quedarán sujetas a las disposiciones relativas a la supervisión del cumplimiento de la normativa aplicable a los sistemas multilaterales de negociación o de los sistemas organizados de contratación y de otras obligaciones legales<sup>24</sup>, así como a las relativas a la suspensión y exclusión de instrumentos financieros de la negociación en un sistema multilateral de negociación o un sistema organizado de contratación<sup>25</sup>.

En el ámbito de MiFIR estas sucursales quedarán sujetas a las normas sobre transparencia tanto para las acciones y los instrumentos asimilados como para los instrumentos distintos de acciones y de instrumentos asimilados, incluida la obligación de ofrecer por separado datos sobre la negociación en condiciones comerciales razonables, las relativas a la transparencia aplicables a los internalizadores sistemáticos y las empresas de servicios de inversión que negocien en mercados extrabursátiles o no organizados y, por último, las relativas a la comunicación de operaciones —en concreto, la obligación de preservar la integridad del mercado, la de conservar registros y la de comunicar operaciones<sup>26</sup>—.

---

13 Artículo 16 de MiFID II.

14 Artículo 17 de MiFID II.

15 Artículo 18 de MiFID II.

16 Artículo 19 de MiFID II.

17 Artículo 20 de MiFID II.

18 Artículo 23 de MiFID II.

19 Artículo 24 de MiFID II.

20 Artículo 25 de MiFID II.

21 Artículo 27 de MiFID II.

22 Artículo 28.1 de MiFID II.

23 Artículo 30 de MiFID II.

24 Artículo 31 de MiFID II.

25 Artículo 32 de MiFID II.

26 Artículos 3-26 de MiFIR.

### 1.1.1 Procedimiento de autorización

Dentro de los seis meses siguientes a la presentación de una solicitud completa, las autoridades competentes comunicarán a la empresa de servicios de inversión del tercer país si se ha concedido o no la autorización<sup>27</sup>.

MiFID II atribuye también a la autoridad competente que haya concedido una autorización a una sucursal de una empresa de servicios de inversión de un tercer país la potestad de revocar dicha autorización cuando la empresa: i) no haga uso de la autorización en un plazo de 12 meses, renuncie a esta expresamente o no haya prestado servicios o realizado actividades de inversión durante los 6 meses anteriores a la revocación, a no ser que en el correspondiente Estado miembro existan disposiciones que establezcan la caducidad de la autorización en dichos supuestos; ii) haya obtenido la autorización valiéndose de declaraciones falsas o de cualquier otro medio irregular; iii) deje de cumplir las condiciones a las que estaba supeditada la concesión de la autorización; iv) haya infringido de manera grave y sistemática las disposiciones relativas a MiFID II sobre las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y aplicables a las empresas de terceros países; y v) incurra en alguno de los supuestos en los que el derecho nacional prevea la revocación de la autorización por aspectos no incluidos en el ámbito de MiFID II<sup>28</sup>.

## 1.2 Libre prestación de servicios

El nuevo régimen previsto en MiFIR permite a las entidades financieras de terceros países prestar servicios o realizar actividades de inversión, conlleven o no servicios auxiliares, en algún Estado miembro sin necesidad de establecer previamente una sucursal, siempre que estos servicios vayan destinados a clientes profesionales<sup>29</sup> y contrapartes elegibles.

En particular, esta norma regula un régimen de terceros países basado en la equivalencia, que responde a la estrategia internacional de la CE y del resto de los colegisladores europeos, diseñada para superar las debilidades del sistema financiero detectadas durante la última gran crisis<sup>30</sup>.

---

27 Artículo 41 de MiFID II.

28 Artículo 43 de MiFID II.

29 Se entiende por clientes profesionales los que aparecen recogidos como tales en el sentido de la sección I del anexo II de MiFID II.

30 En concreto, la normativa europea sujeta al régimen de equivalencia de los servicios prestados por las empresas de servicios de inversión pero solo cuando su actividad vaya dirigida a mayoristas o contrapartes elegibles, a las entidades de contrapartida central, a los registros de operaciones, a las agencias de calificación crediticia, a los administradores de índices de referencia y a los depositarios centrales de valores. En cuanto a las sociedades gestoras de fondos de inversión alternativos, la normativa de la UE regula un régimen de terceros países que no coincide exactamente con el modelo de equivalencia que se describe en este apartado, aunque documentos de la CE y del Parlamento Europeo (PE) sí que se refieren a él como régimen de equivalencia.

### 1.2.1 Breve referencia al régimen de terceros países basado en la equivalencia

Este régimen implica que, para que una entidad de un tercer país pueda empezar a operar en el territorio de la UE, previamente la CE debe haber declarado la equivalencia del régimen aplicable en dicho tercer país. En concreto, se trata de un procedimiento en virtud del cual esta institución evalúa y decide si el régimen normativo, de supervisión y de cumplimiento (*enforcement*) de un tercer país, en un ámbito determinado de los servicios financieros o respecto a un supervisor, es equivalente al establecido en la Unión.

Mediante esta evaluación la CE persigue asegurarse de que, con la aplicación de los respectivos regímenes, ambas partes alcanzan unos resultados similares, principalmente en lo que se refiere al cumplimiento de fines generales como la protección de los inversores, la estabilidad financiera o la integridad de los mercados. En dicha evaluación también tiene en cuenta otros elementos como el riesgo, el principio de proporcionalidad o el cumplimiento de estándares internacionales.

En realidad, la intención última de la CE con esta fórmula es alcanzar un punto de equilibrio entre facilitar el acceso de entidades de terceros países a nuestros mercados financieros y su integración a nivel global, así como asegurar que no se pone en peligro la estabilidad financiera y la protección al inversor de la UE. Esta posición se encuentra alineada, además, con su apoyo a la convergencia supervisora en el ámbito internacional.

En este sentido, E. Ferran señala: «[...] Una decisión de equivalencia, con el apoyo de acuerdos de cooperación, hace posible que las autoridades de diferentes países o regiones confíen mutuamente; esto evita duplicación o conflictos de normas y evita vacíos que podrían dar lugar a permitir el arbitraje regulatorio o una asunción de riesgos excesiva. Los beneficios que fluyen de las concesiones derivadas del régimen de equivalencia lo son no solo para los modelos de negocio de los actores financieros activos internacionalmente sino también para la estabilidad financiera. Cooperar es una elección natural para los países que tratan de resolver problemas que no respetan los límites de las jurisdicciones. Desde una perspectiva de negocio, el acceso de terceros países basado en la equivalencia puede dar lugar a un aumento significativo de la eficiencia al permitir la organización racional de los grupos internacionales de servicios financieros y evitar la necesidad de establecer una presencia (filial o sucursal) en los países de acogida para satisfacer los requisitos normativos del país de acogida»<sup>31</sup>.

---

31 Ferran, E. (2017). «The UK as a Third Country Actor in EU Financial Services Regulation». *Journal of Financial Regulation*, Vol. 3, tema 1, p. 4 (traducción libre). Cita original: «[...] A finding of equivalence, supported by cooperation arrangements, makes it possible for authorities in different countries or regions to rely on each other; this avoids duplicative or conflicting rules, and closes gaps that could otherwise enable regulatory arbitrage or excessive risk-taking. The benefits that flow from concessions based around regime-equivalence are thus important not only to the business models of internationally-active financial actors but also to systemic stability. It is a rational choice for countries to cooperate to deal with problems that do not respect jurisdictional boundaries. From a business perspective, third country access based on equivalence can lead to significant efficiency gains by enabling streamlined organization of an international financial services group and avoiding the need to establish a host country presence (subsidiary or branch) to satisfy host state regulatory requirements». Disponible en: <https://academic.oup.com/jfr/article/3/1/40/3058537>

Por otro lado, el ámbito material de las decisiones de equivalencia de la CE abarca materias o a supervisores concretos, pero no se refiere a entidades determinadas. De hecho, aquellas que deseen acceder a los mercados financieros de la UE por lo general deberán someterse, una vez que la CE haya adoptado la correspondiente decisión de equivalencia, a un procedimiento de reconocimiento y registro cuya tramitación puede corresponder bien a la Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), bien a las autoridades nacionales competentes en función de lo que disponga la norma aplicable.

Por último, cabe destacar que una de las consecuencias más relevantes de las decisiones de equivalencia de la CE es que, en general, la supervisión de las entidades de esos terceros países continúa correspondiendo a las autoridades competentes de origen. Por ello, la normativa suele exigir que las autoridades relevantes concluyan los acuerdos de cooperación que resulten necesarios para que ambas partes puedan tener acceso a la información relativa a la actividad que realizan estas entidades.

### **1.2.2 Principales características del régimen de equivalencia recogido en MiFIR cuando los servicios y las actividades de inversión vayan dirigidos a clientes profesionales y contrapartes elegibles**

En primer lugar, la gran ventaja que ofrece este régimen a las entidades de terceros países es que, una vez inscritas en el registro correspondiente de ESMA, gozarán de pasaporte y podrán prestar sus servicios y realizar actividades de inversión en toda la UE sin necesidad de establecer sucursales.

No obstante, la norma impone como requisito a las entidades de terceros países que soliciten acogerse a este régimen la obligación de informar a sus clientes, antes de prestar cualquier servicio de inversión, de que no están autorizadas a prestar servicios a aquellos que no sean contrapartes elegibles o clientes profesionales indicando, además, el nombre y la dirección de la autoridad competente responsable de la supervisión en el tercer país<sup>32</sup>.

En cualquier caso, esta vía de acceso a los mercados de capitales de la UE para mayoristas solo podrá utilizarse si se cumplen todas las condiciones exigidas por MiFIR<sup>33</sup>.

La primera de ellas es que la CE debe haber emitido una decisión de equivalencia<sup>34</sup>. Pero esta institución, como se ha señalado anteriormente, tan solo podrá adoptar una decisión de ese calibre si previamente tiene absoluta certeza de que el marco jurídico y de supervisión del tercer país en cuestión garantiza que las entidades autorizadas en él están sujetas y cumplen con una normativa en temas prudenciales y de conducta equivalente a la establecida en la Directiva de requisitos de capital<sup>35</sup> y

---

32 Artículo 46.5 de MiFIR.

33 Artículo 47.1 de MiFIR.

34 El considerando 41 de MiFIR señala que el procedimiento de equivalencia comienza por iniciativa de la CE, aunque los Estados miembros pueden manifestar su interés por su inicio.

35 Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE Texto pertinente a efectos del EEE: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0036&from=ES>

en MiFID II<sup>36</sup>. Asimismo, esta norma exige la reciprocidad; es decir, que el marco jurídico de ese tercer país prevea un sistema equivalente efectivo para el reconocimiento de las empresas de servicios de inversión autorizadas en virtud de regímenes jurídicos de terceros países.

Para que la CE pueda evaluar como equivalente el marco prudencial y de conducta de un tercer país, en primer lugar, las empresas que presten servicios o realicen actividades de inversión deberán contar con la autorización de la autoridad nacional competente de su país de origen, así como estar sujetas a una supervisión permanente. En segundo lugar, deberán contar con unos requisitos de capital suficientes y sus accionistas y los miembros de sus órganos de dirección deberán satisfacer unas condiciones similares a las exigidas por la normativa europea. Además, deberán cumplir con requisitos organizativos adecuados en materia de funciones de control interno y normas de conducta apropiadas. Por último, el marco jurídico de ese tercer país deberá garantizar la transparencia e integridad del mercado impidiendo el abuso de mercado<sup>37</sup>.

Por otro lado, sin perjuicio de las modificaciones que introducen tanto el paquete normativo relativo a la revisión de los requisitos de capital para empresas de servicios de inversión —que se mencionan más adelante— como el paquete normativo de revisión del sistema europeo de supervisión financiera, esta norma prevé que la CE evalúe si se mantienen en el tiempo las condiciones que dieron lugar a una decisión de equivalencia. Para ello deberá realizar un seguimiento de las modificaciones significativas del marco normativo y de supervisión del tercer país, de tal manera que, si apreciase cambios relevantes, la revisión de la decisión de equivalencia resultaría necesaria<sup>38</sup>.

Una vez emitida la decisión de equivalencia por parte de la CE, el siguiente paso para que las entidades establecidas en el país respecto del que haya recaído dicha decisión puedan prestar servicios o realizar actividades de inversión en la UE es su registro en ESMA. Para ello, y en línea con lo señalado para las decisiones de equivalencia, esta autoridad exigirá que aquellas que lo soliciten hayan sido previamente autorizadas por la autoridad nacional competente del país en el que estén establecidas, así como que estén sujetas a una supervisión y a un control efectivos que garanticen el pleno cumplimiento de los requisitos aplicables en dicho tercer país<sup>39</sup>.

Por último, la norma exige que se hayan establecido acuerdos de cooperación entre ESMA y la autoridad nacional competente del tercer país<sup>40</sup>. Este requisito es especialmente relevante, teniendo en cuenta que la supervisión de las entidades de terceros países que presten servicios o realicen actividades de inversión en la UE continuará recayendo en las autoridades competentes de dichos países. Además, el régimen de terceros países recogido en MiFIR, sin perjuicio de las modificaciones

---

36 El considerando 41 de MiFIR señala también que las normativas de ambas partes deben perseguir unos mismos objetivos.

37 Ya se manifieste este mediante el uso de información privilegiada o se trate de operaciones de manipulación del mercado.

38 Considerando 41 de MiFIR.

39 Artículo 46.2, letra b), de MiFIR.

40 Artículos 46.2, letra c), y 47.2 de MiFIR.

que introduce el paquete normativo relativo a la revisión de los requisitos de capital para empresas de servicios de inversión, eximió a las entidades registradas por ESMA de la obligación de reportarle periódicamente, de ahí la importancia de celebrar estos acuerdos con el fin de facilitar que esta autoridad tuviese acceso a la información que precisase sobre las entidades registradas.

Estos acuerdos también deberán incluir mecanismos de notificación inmediata a ESMA cuando la autoridad competente de un tercer país considere que una entidad inscrita en su registro y que esté siendo supervisada por la primera infringe las condiciones de su autorización u otra normativa. Por último, la norma exige además que en los mecanismos se recojan procedimientos de coordinación de las actividades de supervisión, incluidas, si procede, las inspecciones *in situ*.

Asimismo, la norma impone a las entidades que decidan acceder a los mercados financieros de la UE por esta vía que ofrezcan a sus clientes, antes de prestar cualquier servicio o realizar cualquier actividad, la posibilidad de someter toda eventual controversia relacionada con dichos servicios o actividades a la jurisdicción de un tribunal o de un tribunal de arbitraje de un Estado miembro<sup>41</sup>.

### 1.2.3 Registro

Una vez que la CE haya emitido la decisión de equivalencia, la entidad del tercer país podrá presentar su solicitud de registro a ESMA, para lo cual deberá facilitar toda la información que resulte necesaria. La autoridad europea, en principio, contará con 30 días para valorar si está completa, pero podrá fijar un plazo adicional si estima conveniente que se le facilite más información. En cualquier caso, la norma señala que, en un plazo de 180 días hábiles a partir de la presentación de una solicitud completa, ESMA deberá informar por escrito a la entidad solicitante del tercer país sobre su decisión justificándola plenamente.

Si su decisión es favorable, ESMA inscribirá a la entidad del tercer país en el registro correspondiente, en el que se informará sobre los servicios o actividades que puede prestar o realizar, además de hacer referencia a la autoridad competente responsable de su supervisión. La norma también exige que ESMA facilite el acceso a este registro a través de su página web.

Igualmente, la norma habilita a ESMA —sin perjuicio de las modificaciones que introduce el paquete normativo relativo a la revisión de los requisitos de capital para empresas de servicios de inversión— a dar de baja del registro la inscripción de una entidad de un tercer país cuando se dé cualquiera de las siguientes circunstancias<sup>42</sup>:

- i) Si dispone de razones fundadas, basadas en pruebas documentales, para pensar que, en su actividad en la Unión, la entidad del tercer país está actuando de un modo claramente perjudicial para los intereses de los inversores o el correcto funcionamiento de los mercados, así como si ha infringido gravemente las disposiciones que se le aplican en el tercer país.

---

41 Artículo 46.6 de MiFIR.

42 Artículo 49 de MiFIR.

- ii) Cuando ESMA haya remitido el asunto a la autoridad competente del tercer país y esta no haya adoptado las medidas adecuadas necesarias para proteger a los inversores y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados en la Unión o si no ha demostrado que la entidad del tercer país en cuestión cumple los requisitos que se le aplican en dicho tercer país.

En cualquier caso, ESMA deberá informar a la autoridad competente del tercer país sobre su intención de dar de baja la inscripción de una entidad con una antelación de, al menos, 30 días.

Adicionalmente, la norma exige que ESMA informe sin demora a la CE acerca de cualquier medida que adopte en este sentido, así como que publique su decisión en su página web.

## 2 Vías de acceso alternativas a la Unión Europea

### 2.1 Régimen transitorio

En primer lugar, MiFIR prevé un periodo transitorio para los casos en los que la CE llegue a emitir decisiones de equivalencia de conformidad con el artículo 47 de esta norma. Así, las empresas de aquellos países que hayan recibido la equivalencia podrán continuar prestando sus servicios y realizando actividades de inversión en los Estados miembros en los que ya estén operando de conformidad con los respectivos regímenes nacionales durante un período de 3 años a contar desde la fecha de la adopción de la decisión.

Evidentemente, la desventaja para las entidades que se acojan a este período transitorio es que no podrán beneficiarse del pasaporte.

### 2.2 Régimen nacional en caso de falta de decisión de equivalencia o su revocación

En segundo lugar, aunque en la normativa europea la principal puerta de entrada a los mercados mayoristas de la Unión prevista para las empresas de servicios de inversión de terceros países es el régimen armonizado descrito anteriormente, en aquellos casos en los que la CE no se haya pronunciado aún sobre la equivalencia del régimen jurídico y de supervisión de un tercer país en concreto o la declaración de equivalencia haya dejado de surtir efecto, las empresas de servicios de inversión de dicho tercer país solo podrán realizar actividades o prestar servicios de inversión a clientes profesionales y contrapartes elegibles en aquellos Estados miembros en los que hayan recibido autorización, previa presentación de una solicitud, debiendo cumplir, en consecuencia, con los respectivos regímenes nacionales<sup>43</sup>.

---

43 Artículo 46.4 de MiFIR.

### 2.3 Uso de sucursales para la prestación de servicios de inversión a clientes profesionales y contrapartes elegibles

Otra situación que la norma también permite es aquella en la que una entidad de un tercer país, respecto del que la CE haya emitido un decisión de equivalencia, y que haya sido autorizada por un Estado miembro para establecer una sucursal en su territorio, de conformidad con el procedimiento previsto en el artículo 39 de MiFID II mencionado con anterioridad, pueda, a través de dicha sucursal, prestar servicios y realizar actividades de inversión en otros Estados miembros de la Unión, siempre que estén cubiertos por la autorización concedida para acceder a contrapartes elegibles y clientes profesionales, sin necesidad de establecer nuevas sucursales<sup>44</sup>.

No obstante, la norma impone en estos casos la obligación de cumplir con los requisitos de información relativos a la prestación de servicios y realización de actividades de inversión exigidos en el artículo 34 de MiFID II.

Esta opción resulta útil para aquellas empresas de servicios de inversión de terceros países que quieran acceder a los mercados mayoristas de la UE de los 27 a través de las sucursales autorizadas a nivel nacional, utilizándolas como plataformas para prestar servicios de inversión en toda la Unión a clientes profesionales y contrapartes elegibles.

En cualquier caso, la norma señala que la sucursal permanecerá sujeta a la supervisión del Estado miembro en el que esté establecida. Pero, a su vez, prevé que esta autoridad y las autoridades competentes de los Estados miembros de acogida puedan acordar mecanismos de cooperación proporcionados, con el objetivo de garantizar que desde la sucursal se presten servicios de inversión en la Unión con un nivel adecuado de protección de los inversores.

### 2.4 Prestación de servicios por iniciativa exclusiva del cliente (*reverse solicitation*)

Otra posible vía de acceso reconocida en la normativa europea relativa a los mercados de instrumentos financieros consiste en que las entidades financieras de terceros países puedan prestar servicios o realizar actividades de inversión por iniciativa exclusiva del cliente, situación conocida en inglés como *reverse solicitation*.

Así, MiFID II prevé que, cuando la iniciativa proceda de clientes minoristas o de los que, teniendo esta consideración, hayan optado voluntariamente por formar parte de la categoría de clientes profesionales, ni la prestación de esos servicios o la realización de esas actividades de inversión por parte de empresas de terceros países ni las relaciones que se deriven de ellas quedarán sujetas a las normas que se refieren a la obligación de prestarlos mediante una sucursal en un Estado miembro, cuando así lo haya dispuesto la respectiva normativa nacional<sup>45</sup>. La razón que justifica esta exención es que los legisladores europeos entienden que el servicio de inversión no se presta en el territorio de la UE.

---

44 Artículo 47.3 de MiFIR.

45 Artículo 42 de MiFID II.

Sin embargo, por el contrario, la misma norma sí que exige que la comercialización a esos mismos clientes de nuevas categorías de productos o servicios de inversión que no hayan sido contratados por su exclusiva iniciativa se realice a través de una sucursal, siempre que el derecho nacional haya optado por exigir su establecimiento.

De manera similar, cuando sea una contraparte elegible o un cliente profesional quien ponga en marcha por iniciativa propia la prestación de un servicio o la realización de una actividad de inversión por parte de una empresa de un tercer país, esta no necesitará su registro previo en ESMA<sup>46</sup>. Igualmente, dicha disposición establece que la iniciativa de tales clientes no facultará a la empresa del tercer país a comercializar nuevas categorías de productos o servicios de inversión para dicha persona.

Ante la posibilidad de que las entidades de terceros países abusasen de esta vía de acceso, ESMA ha concretado mediante uno de los instrumentos que emplea habitualmente para fomentar la convergencia supervisora, como es el documento de preguntas y respuestas (Q&As), el alcance de la aplicación de estas disposiciones<sup>47</sup>. En particular, en ellas esta autoridad explica lo que debe entenderse por iniciativa exclusiva del cliente, trata el concepto de nuevas categorías de productos o servicios de inversión y pone ejemplos prácticos de productos de inversión que pertenecen a diferentes categorías.

Adicionalmente, en una de estas preguntas y respuestas matiza que, cuando se presten servicios puntuales (*one-off service*) a iniciativa exclusiva del cliente, la entidad del tercer país no podrá venderle nuevamente, en un momento posterior, productos o servicios, aunque pertenezcan a la misma categoría, a menos que el cliente lo vuelva a solicitar.

## 2.5 Equivalencia de mercados

Por último, debe señalarse que ni MiFID II ni MiFIR contienen un régimen de acceso para entidades de terceros países completo. Por ejemplo, no tratan el acceso de empresas de servicios de inversión de dichos países a los centros de negociación europeos ni el de ambos a proveedores de servicios de suministros de datos europeos, como tampoco recogen un régimen armonizado sobre el uso de las pantallas de negociación (*trading screens*) en la UE.

No obstante, MiFIR contiene un par de disposiciones muy relevantes que afectan a la negociación de ciertos instrumentos financieros en plataformas de terceros países. En concreto, su artículo 23 impone la obligación de negociar en centros de negociación a las empresas de servicios de inversión. Así, estas deberán garantizar que las operaciones de acciones admitidas a cotización en un mercado regulado o en otro centro de negociación que realicen tienen lugar siempre en un mercado regulado, un sistema multilateral de negociación, un internalizador sistemático o un centro de

---

46 Artículo 46.5, párrafo 2, de MiFIR.

47 *Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics (ESMA35-43-349)*. Disponible en: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349\\_mifid\\_ii\\_gas\\_on\\_investor\\_protection\\_topics.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-349_mifid_ii_gas_on_investor_protection_topics.pdf)

negociación de un tercer país evaluado como equivalente. En consecuencia, esta obligación implica que solo se podrá operar con acciones admitidas a cotización en centros de negociación de terceros países si con anterioridad estos han sido declarados equivalentes.

De manera similar, su artículo 28 impone una obligación de negociación en centros de negociación a ciertas categorías de derivados. Así, las contrapartes financieras y no financieras solo podrán concluir operaciones con derivados, correspondientes a una categoría que previamente haya sido declarada sujeta a la obligación de negociación de derivados —en la actualidad, permutas financieras sobre tipos de interés y de cobertura por impago vinculadas a un índice— en mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación, sistemas organizados de contratación y centros de negociación de un tercer país declarado equivalente.

Por lo tanto, en ambos casos, solo si la CE declara la equivalencia del marco normativo, de supervisión y de cumplimiento aplicable a los centros de negociación de un tercer país, se podrán negociar en ellos ciertos instrumentos financieros.

### 3 Modificaciones en el ámbito del régimen de terceros países en el derecho de la Unión Europea

#### 3.1 Antecedentes

La CE publicó en febrero de 2017 un estudio sobre el régimen de equivalencia de la UE en el ámbito de los servicios financieros<sup>48</sup>. En él, aunque comenta que la experiencia al respecto ha resultado positiva, reconoce la existencia de debilidades.

Entre sus reflexiones destaca que las evaluaciones de equivalencia, sin perjuicio de que se basen en la aplicación del principio de proporcionalidad o en un análisis basado en los riesgos (*risk-based approach*), deberían, además, tener en cuenta el nivel de interconexión existente entre el mercado objeto de la evaluación y los de la UE, así como los riesgos que pudieran surgir si las entidades de esos terceros países decidiesen operar intensamente en la Unión.

También propone asignar a las autoridades europeas de supervisión, sin menoscabo de las facultades que sus respectivos reglamentos de creación les encomiendan en esta materia<sup>49</sup>, la competencia de realizar un seguimiento de los regímenes declarados equivalentes.

---

48 Comisión Europea (2017) *EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment. (SWD(2017) 102 final)*. Commission Staff Working Document, febrero. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/eu-equivalence-decisions-assessment-27022017\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/eu-equivalence-decisions-assessment-27022017_en.pdf)

49 Artículo 33 de los reglamentos de creación de las autoridades europeas de supervisión, relativo a las relaciones internacionales. En concreto, el apartado 2 de dicho artículo señala: «La Autoridad ayudará en la preparación de decisiones sobre la equivalencia de los regímenes de supervisión de terceros países, de conformidad con los actos mencionados en el artículo 1, apartado 2».

Por otro lado, el PE publicó en julio de 2018 un informe sobre las relaciones entre la UE y terceros países en el ámbito de la normativa y la supervisión de los servicios financieros<sup>50</sup>. En él también esta institución considera a las autoridades europeas de supervisión como las mejor posicionadas tanto para prestar asesoramiento a la CE sobre el régimen normativo, de supervisión y cumplimiento de terceros países, como para realizar un seguimiento de dichos regímenes.

### 3.2 Modificaciones normativas

Estas sugerencias se han tenido en cuenta en varias de las recientes propuestas normativas de la CE, como la relativa a la revisión de los requisitos prudenciales para las empresas de servicios de inversión o la revisión del Sistema Europeo de Supervisión Financiera.

En concreto, dado el tema que se trata en este artículo, cabe mencionar las modificaciones introducidas en el paquete relativo a la revisión de los requisitos prudenciales para las empresas de servicios de inversión<sup>51</sup> —respecto del cual el PE y el Consejo llegaron a un acuerdo el 26 de febrero de 2019— que afectan, por un lado, al régimen de terceros países basado en la equivalencia regulado en MiFIR —es decir, cuando los servicios de inversión prestados por entidades de terceros países se dirijan a clientes profesionales y contrapartes elegibles— y, por otro, al regulado en MiFID II para la prestación de servicios de inversión mediante sucursal a clientes minoristas.

En cuanto al primero, cabe destacar que esta revisión atribuye mayores facultades a la CE. Por ejemplo, esta institución deberá asegurarse de que las entidades que presten servicios similares a los bancarios —es decir, las que formen parte de la clase 1— cumplen con unos requisitos de capital equivalentes a los exigidos en la UE. Por otro lado, la CE deberá realizar un análisis granular de los requisitos prudenciales y organizativos, así como de las normas de conducta a las que se encuentran sujetas las entidades de terceros países en aquellos casos en los que la actividad que vayan a desarrollar en la Unión tuviese la consideración de sistémica, pudiendo, incluso, exigir requisitos operativos adicionales para garantizar su cumplimiento.

---

50 Parlamento Europeo (2018). *Report on relationships between the EU and third countries concerning financial services regulation and supervision (2017/2253 (INI))*. Comité de Asuntos Económicos y Monetarios, julio. Disponible en: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2018-0263+0+DOC+PDF+V0//EN>

51 Este paquete normativo cuenta con un reglamento y una directiva. La versión final de ambas propuestas, respecto a las que los legisladores llegaron a un consenso en febrero de 2019 fueron las siguientes (publicadas en la página web del Consejo):

Regulation of the European Parliament and of the Council on the prudential requirements of investment firms and amending Regulations (EU) No. 575/2013, (EU) No. 600/2014 and (EU) No. 1093/2010 - Presidency compromise proposal. Disponible en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7460-2019-ADD-2/en/pdf>

Directive of the European Parliament and of the Council on the prudential supervision of investment firms and amending Directives 2013/36/EU and 2014/65/EU - Presidency compromise proposal. Disponible en: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7460-2019-ADD-1/en/pdf>

Asimismo, este paquete normativo también encomienda nuevas facultades a ESMA. En primer lugar, las entidades de terceros países inscritas en el registro de esta autoridad deberán presentarle un informe anual con datos sobre los siguientes aspectos: i) escala y ámbito de los servicios y las actividades llevados a cabo en la UE, así como la distribución geográfica entre Estados miembros; ii) volumen de facturación y valor agregado de los activos; iii) acuerdos alcanzados para proteger a los inversores; y iv) políticas y procedimientos para la gestión del riesgo y sobre gobernanza. Además, ESMA podrá recabar de la entidad, en cualquier momento, la información que estime pertinente para el cumplimiento de sus funciones. Las entidades, además, estarán obligadas a guardar información relativa a las órdenes y operaciones que hayan llevado a cabo en la UE durante un período de 5 años.

Por otro lado, ESMA podrá prohibir o restringir la prestación de servicios a una entidad de un tercer país si incumple las medidas de intervención de productos adoptadas por esta autoridad, la Autoridad Bancaria Europea (EBA) o las autoridades nacionales competentes, así como si no coopera con el envío de información en investigaciones o inspecciones *in situ*. Incluso podrá llegar a darla de baja de su registro en las situaciones siguientes: i) si recaba la cooperación de la autoridad competente del tercer país para asegurar la protección de los inversores o el correcto funcionamiento de los mercados y esta no adopta las medidas necesarias o ii) si no es capaz de demostrar que la entidad cumple con las condiciones impuestas en la decisión de equivalencia.

Por último, señalar que una de las modificaciones de MiFIR encomienda a ESMA realizar un seguimiento de los desarrollos normativos y de supervisión, las prácticas de cumplimiento (*enforcement*) y la evolución de los mercados de los terceros países que hayan recibido la equivalencia, con el fin de facilitar que la CE pueda valorar, a lo largo del tiempo, que los regímenes de dichos países continúan resultando equivalentes.

Además, se impone a esta autoridad la obligación de informar a la CE, con periodicidad anual y de manera confidencial, sobre sus hallazgos. La CE, por su parte, también deberá mantener informados al Consejo y al PE, al menos anualmente, sobre todas las medidas adoptadas en este ámbito, así como sobre la evolución de los regímenes de terceros países que hayan recibido la equivalencia.

En cuanto a las modificaciones introducidas en MiFID II, la primera de ellas obliga a las autoridades nacionales competentes a notificar a ESMA cada año qué sucursales de entidades de terceros países están activas en su territorio. Esa autoridad europea, por su parte, publicará en su web un listado con todas las sucursales de terceros países activas en la UE.

Asimismo, las sucursales de terceros países deberán reportar anualmente a las respectivas autoridades nacionales competentes la siguiente información: i) escala y ámbito de los servicios y las actividades de la sucursal de la entidad en dicho Estado miembro; ii) volumen de facturación y valor agregado de los activos; iii) acuerdos alcanzados para proteger a los inversores (incluidos los derechos de los clientes de los fondos de garantía de inversores); y iv) políticas y procedimientos para la gestión del riesgo, en particular de la sucursal, y sobre gobernanza. Todo ello sin perjuicio de la información que puntualmente puedan recabar las autoridades nacionales competentes.

Por último, se propone fomentar una estrecha cooperación entre todas las autoridades que resulten competentes, incluidas ESMA y EBA, para llevar a cabo la supervisión de entidades que formen parte de un grupo y cuenten en la Unión con sucursales de terceros países.

## 4 Conclusión

Se ha descrito en este artículo el régimen de terceros países aplicable a las empresas de servicios de inversión de terceros países que deseen acceder a la UE.

Sin perjuicio de las vías de acceso alternativas mencionadas, los legisladores decidieron en su día regular de manera diferente la prestación de servicios de inversión a clientes minoristas o a los que, teniendo esta consideración, hayan optado voluntariamente por formar parte de la categoría de clientes profesionales, de la que se dirige a clientes profesionales o de contrapartes elegibles.

Así, mientras que en el primer caso la competencia corresponde a las autoridades nacionales pertinentes, que pueden imponer el establecimiento de una sucursal para prestar servicios exclusivamente en su territorio nacional y a las que se deberá exigir el cumplimiento de una serie de requisitos mínimos armonizados, el segundo requiere una previa declaración de equivalencia del régimen aplicable en el tercer país en cuestión por parte de la CE, así como el registro en ESMA de las entidades que lo soliciten, las cuales podrán ejercer el derecho al pasaporte en toda la UE a partir de ese momento.

Aunque el régimen europeo para acceder a los mercados mayoristas no se ha llevado aún a la práctica, recientemente los legisladores han decidido introducir una serie de modificaciones normativas en el régimen de terceros países con la intención de corregir algunas de las debilidades detectadas en el ámbito financiero.

Su principal objetivo ha sido el de garantizar la correcta protección de los inversores y un adecuado funcionamiento de los mercados cuando las entidades de terceros países que accedan a los mercados de la UE tengan un tamaño relevante y su actividad provoque un mayor impacto, situación que ciertamente alcanzará mayor importancia en el contexto del *brexit*, es decir, una vez tenga lugar la retirada del Reino Unido de la Unión.

Para ello los legisladores han decidido atribuir a las autoridades competentes un mayor control de la actividad que las entidades de terceros países realizan en la UE, en particular si esta alcanza carácter sistémico, así como asignar a ESMA una función de seguimiento de las decisiones de equivalencia adoptadas por la CE con el fin de asegurarse de que las condiciones exigidas en estas se cumplen a lo largo del tiempo.

## Recompras y operativa de acciones propias

Maribel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urtiaga (\*)

(\*) Maribel Sáez Lacave y María Gutiérrez Urtiaga pertenecen, respectivamente, a la Universidad Autónoma de Madrid y a la Universidad Carlos III de Madrid.



# 1 Introducción

Las recompras de acciones propias son operaciones que suscitan interés y polémica, ya que pueden servir tanto para reducir como para exacerbar conflictos de intereses entre distintos grupos de interés de las empresas.

En este informe se presentan los datos relativos a la operativa realizada por las empresas del mercado continuo español con sus acciones propias durante los años 2016, 2017 y 2018, analizándolos en el marco de los diferentes debates alrededor de estas operaciones y relacionándolos con la evidencia empírica existente —que en su gran mayoría se refiere a EE. UU.—.

La literatura al respecto se ha centrado en dos debates. El primero se refiere al uso (y posible abuso) de las recompras como retribución a los accionistas. Las principales conclusiones de la literatura a este respecto son las siguientes: i) los accionistas premian la distribución de beneficios como mecanismo para reducir la discrecionalidad de los directivos y los problemas de agencia y sobreinversión; ii) los directivos y accionistas de control prefieren distribuir beneficios a través de recompras de acciones que de pago de dividendos, ya que, a pesar de que ambos mecanismos limitan su discrecionalidad, las recompras les ofrecen ventajas específicas que tienen que ver tanto con pequeñas ineficiencias existentes en los contratos de remuneración como con el diferente tratamiento que las recompras suponen para distintos tipos de accionistas; y iii) las recompras netas durante los últimos años, una vez tenidas en cuenta las emisiones directas e indirectas de acciones, no suponen porcentajes anormalmente altos de distribución de beneficios ni se las puede considerar la causa del cortoplacismo. Estudiando los datos españoles se verá que este primer debate es poco relevante en la actualidad de nuestro país, debido al limitado uso que hacen las empresas de las recompras como mecanismo de remuneración al inversor. En concreto, tan solo un 15 % de las empresas del mercado continuo tienen un programa de recompra activo durante algún momento de los 3 años analizados. Además, para estas empresas la media de acciones recompradas por empresa y año ha supuesto solamente el 1,62 % de su capitalización bursátil.

El segundo debate de importancia se refiere al uso de las recompras como mecanismo de manipulación del precio de mercado y la discriminación que esto puede suponer para los accionistas a corto plazo frente a los de largo plazo. Del estudio de esta literatura se puede concluir que: i) el ordenamiento jurídico tanto en EE. UU. como en Europa establece una serie de medidas de puerto seguro (*safe harbour*), de manera que las recompras que se realizan de acuerdo con esas medidas no son sospechosas de manipulación de mercado; y ii) los resultados empíricos de la amplia literatura desarrollada al respecto no permiten confirmar claramente si las recompras se utilizan como mecanismo de manipulación, anticipando los movimientos del mercado, para ofrecer a los accionistas que no venden rentabilidades anormales positivas. Respecto a la relevancia de este segundo debate en el caso español, se discutirá la operativa de puerto seguro utilizada por las empresas y se presentarán los resultados agregados tanto de la operativa que se produce dentro de un puerto seguro como los de la que se realiza fuera. En España las operaciones de puerto seguro se realizan a través de los programas de recompra y de los contratos de liquidez. Estos últimos han estado activos en un 23 % de las empresas del mercado continuo durante algún momento de los 3 años analizados, mientras que un 28 % de las empresas

del mercado continuo realiza operaciones de autocartera fuera de un puerto seguro durante algún momento de ese mismo periodo. Aunque el volumen medio que se mueve en estas operaciones es pequeño, hay una significativa varianza.

En la siguiente sección se resume la historia de estas operaciones, su regulación y su operativa. A continuación, en la sección 3 del trabajo se presenta la evidencia encontrada para las empresas cotizadas en España. La sección 4 discute las posibles razones por las que las empresas distribuyen beneficios y los accionistas premian estas distribuciones, ya sea a través de dividendos o de recompras. Se analizan asimismo en la sección 5 las diferentes ventajas que las recompras suponen para los directivos y accionistas de control frente a los dividendos. En la sección 6 se discute separadamente el uso de las recompras en operaciones puras o discrecionales de autocartera, cuando las acciones se compran con el objetivo de venderlas. Se trata también brevemente en la sección 7 el debate de actualidad sobre el impacto de las recompras en el problema de cortoplacismo de las empresas. Por último, se presentan unas breves conclusiones.

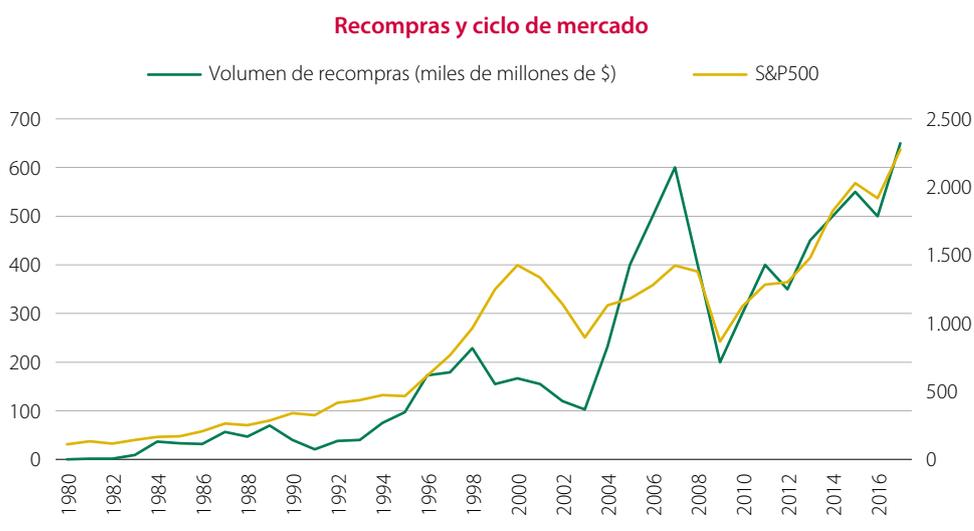
## 2 Evolución, justificación, regulación y operativa de las recompras de acciones

### 2.1 Evolución histórica de las recompras de acciones

Desde su regulación en EE. UU. en 1982, las recompras han crecido rápidamente. En general han seguido el ciclo económico y, en términos de volumen total, se encuentran en la actualidad en máximos históricos, con un volumen neto (compras menos ventas) de más de 600.000 millones de dólares en 2016, como puede verse en el gráfico 1.

Volumen de recompras del S&P500 1980-2016<sup>1</sup>

GRÁFICO 1



Fuente: elaboración propia.

<sup>1</sup> Este gráfico muestra el volumen neto de recompras anunciado por las empresas del índice S&P500 entre 1980 y 2016 en miles de millones de dólares (eje izquierdo) y la evolución del propio índice (eje derecho).

Precisamente, a la vista de que las recompras siguen el ciclo económico, es importante analizar también las recompras en proporción a la capitalización bursátil de las empresas o a sus beneficios netos. Haciéndolo así, Dittmar y Dittmar (2008) y Fried y Wang (2018) observan que la evolución histórica no es creciente ni está en máximos históricos tanto respecto a la proporción sobre valor de mercado (donde el máximo se alcanza a mediados de los años noventa) como respecto a la proporción de beneficios netos (donde el máximo se alcanza en 2007).

## 2.2 Justificación económica de las recompras

La recompra de acciones en el mercado se ha visto tradicionalmente con suspicacia por poder utilizarse como una técnica de manipulación de precios. No obstante, la adquisición de acciones propias sirve en muchos casos a intereses económicos legítimos de las sociedades. Específicamente, la finalidad de las recompras según el uso que se vaya a dar a las acciones recompradas puede ser:

- i) Amortización: se reduce la inversión de los accionistas en la empresa y se distribuye dinero entre ellos.
- ii) Entrega de las acciones para pagos en planes de remuneración a los directivos o planes de remuneración a los empleados: aunque no se reduce la inversión total de los accionistas, sí cambia el perfil del accionista, con un porcentaje mayor en manos de directivos y empleados, lo cual serviría para una mejor alineación de sus incentivos con los de los accionistas.
- iii) Entrega de las acciones para pagos en operaciones de fusión y adquisición: de nuevo cambia el perfil del accionista, al integrar como nuevos accionistas a los de la empresa adquirida o fusionada.
- iv) Venta: operaciones con autocartera en las cuales no solo se compra, sino que también se vende, con la finalidad de obtener beneficios de *trading*, aumentar la liquidez o reducir la volatilidad de las acciones, dando así *soporte* al valor.

Como se discutirá al analizar la regulación, los usos de las acciones para amortización o para distribución a nuevos accionistas son los menos controvertidos, aunque desde el punto de vista regulatorio se plantea el problema de si el momento que se elige para hacer la recompra está influido por problemas de agencia tales como un deseo de maquillar las cuentas o de proteger el valor de las opciones sobre acciones de los directivos. A lo largo de la mayor parte del artículo se discutirá este tipo de recompras. Sin embargo, el caso de las operaciones de autocartera, donde las acciones se compran para volver a venderlas, es el más cuestionable. Estas operaciones son puramente especulativas, de liquidez o de soporte del precio y, por lo tanto, pueden ser consideradas manipulación de mercado, al menos en un sentido económico. Por ello, en la sección 6 del artículo se tratan por separado estas operaciones de compraventa de acciones propias, que pueden causar desigualdad entre los accionistas y distorsionar la percepción del riesgo de las acciones para potenciales inversores.

### 2.3 Regulación de las recompras dentro de un puerto seguro

En general puede decirse que los ordenamientos han primado los intereses económicos legítimos de las recompras sobre el riesgo de manipulación. En consecuencia, se permiten las recompras dentro de ciertos límites. Hay dos avenidas para hacerlo: i) a través de programas de recompra o prácticas de mercado aceptadas que suponen un puerto seguro, al reducir o eliminar el riesgo de que las operaciones de recompra puedan ser consideradas manipulación de mercado; y ii) de manera discrecional, quedando la operación sujeta al riesgo de ser considerada manipulación de mercado.

Comenzando por el caso de EE. UU., hasta 1982 las recompras de acciones eran muy poco frecuentes, pues la redacción de la Securities Exchange Act de 1934 permitía considerarlas como actuaciones de manipulación del mercado. En 1982 la Securities Exchange Commission (SEC) introdujo la regla 10b-18 y creó un puerto seguro que exime a las operaciones de recompra de la consideración de actividades manipulativas (pero no de consideraciones relativas al potencial uso de información privilegiada), siempre que formen parte de una reducción de capital mediante oferta pública o se realicen con un mandato del consejo de administración —con un anuncio público y un plazo determinado—. Además, las operaciones de recompra realizadas anónimamente en el mercado en un día concreto deben cumplir con una serie de requerimientos técnicos, entre los que figuran el de no exceder el 25 % del volumen medio diario de las 4 semanas anteriores y el de no realizarlas durante los 10 últimos minutos de cotización del día ni a un precio superior al de la última transacción efectuada.

Estudiando el cumplimiento de esta norma, Cook, Krigman y Leach (2003), para una muestra de las empresas estadounidenses en 1993-94, indicaron que en EE. UU. alrededor de las tres cuartas partes de las recompras se hacían a través de este puerto seguro, pero solo un 3,7 % cumplía de manera congruente con los requisitos de la norma. Además, mostraron que las violaciones de la normativa eran más frecuentes cuando el precio bajaba. Todo esto puso en evidencia que para hacer un seguimiento del cumplimiento de la norma se precisa más transparencia. De hecho, en 2004 la SEC modificó la regla 10b-18 al imponer una mayor transparencia en las operaciones de recompra. En concreto, en el informe trimestral 10-Q y el anual 10-K se debe incluir una tabla que indique, para cada mes: el número total de acciones recompradas, el precio medio pagado y, si corresponden a un programa de recompra, el número o importe total que ya se ha comprado dentro del programa preestablecido de recompra y el número o el volumen que todavía puede comprarse. Esto debe hacerse para todas las operaciones, independientemente de si cumplen o no con los requisitos de puerto seguro.

En Europa, la Directiva sobre abuso de mercado (Market Abuse Directive o MAD —ahora Market Abuse Regulation o MAR—) reforzó la protección del mercado frente al uso de información privilegiada y posibles manipulaciones de precios, pero paralelamente se aprobó otra regulación según la cual los programas de recompra pueden beneficiarse de la protección de un puerto seguro, estableciéndose una serie de condiciones.

En concreto, el MAR, en su artículo 5, establece que las recompras se entenderán en puerto seguro si: i) están en un programa de recompra público con la finalidad de reducir capital, ejecutar deuda convertible o remunerar a directivos o empleados con la entrega de acciones; o ii) en el caso de recompras que se hagan con un

objetivo de estabilización de precios o de aumentar la liquidez, si se llevan a cabo según una práctica de mercado aceptada que establezca unos límites y unas condiciones técnicas. En tanto que las empresas compren acciones dentro de los límites del puerto seguro, tales adquisiciones no se considerarán manipulación de precios del mercado. Nótese, sin embargo, que mientras que para los programas de recompra la norma determina ya qué fines son legítimos, para las prácticas de mercado aceptadas el fin no se concreta. Pero el reglamento establece que la consideración de puerto seguro solo se dará para fines legítimos<sup>1</sup>. La nueva normativa armonizó el régimen de la compra de acciones propias en los países de la Unión Europea e incrementó la confianza de las empresas a la hora de realizar adquisiciones de acciones propias. Con anterioridad, las regulaciones diferían mucho de unos países a otros, con diversos grados de flexibilidad.

En cuanto a la evidencia disponible sobre el impacto de esta nueva regulación europea, el estudio de Siems y De Cesari (2012) muestra que su entrada en vigor ha supuesto un incremento del número de recompras por parte de los emisores en todos los países, y no solo en aquellos que tenían un panorama previo más incierto—desde el punto de vista de la normativa interna— a la hora de adquirir acciones propias en el mercado. Sin embargo, hay muy pocos estudios sobre el cumplimiento de las exigencias del puerto seguro. Respecto a Francia, Ginglinger y Hamon (2009) señalan una falta de cumplimiento de las restricciones del puerto seguro por parte de una amplia mayoría de las empresas francesas. En particular, estiman que el 79 % violó—al menos 1 día— la restricción de que las recompras no deben exceder el 25 % del volumen de referencia para cada día de negociación, lo que indicaría una amplia permisividad sobre la utilización nominal de estos instrumentos para que las empresas compren libremente en el mercado.

## 2.4 Recompras fuera de puerto seguro y diferentes tipos de operativa

Las compras realizadas fuera de los límites del puerto seguro no se consideran de manera automática manipulación de mercado o uso indebido de información privilegiada. Si una recompra no se ajusta a un puerto seguro, la transacción debería simplemente ser examinada, como cualquier otro comportamiento, a la luz del Reglamento sobre abuso de mercado (en Europa) o de la Securities Exchange Act (en EE. UU.). En este caso, el tipo de operativa que se realice puede reforzar o disminuir las sospechas de un mal uso de las recompras.

En EE. UU. las operaciones de recompra (con puerto seguro o sin él) se pueden realizar de las siguientes maneras:

- i) Ofertas públicas de compra a precio fijo.
- ii) Ofertas públicas de compra mediante subasta de tipo holandés (a la baja).
- iii) Distribución de derechos negociables para la compra de opciones de venta.

---

1 En consecuencia, cabría una sanción por manipulación en un contrato de liquidez del que se demostrase una finalidad no legítima, pero no cabría nunca en un programa de recompra conforme al MAR.

- iv) Recompras negociadas privadamente y dirigidas a un grupo particular de inversores (*greenmail*).
- v) Compras anónimas en el mercado secundario, que son, con mucho, las más populares y representan alrededor del 91 % del volumen total de operaciones (Grullon e Ikenberry, 2000).

Claramente las compras anónimas en el mercado secundario son las que darían lugar a operaciones sospechosas de manipulación o uso de información privilegiada. Sin embargo, un porcentaje creciente de estas transacciones se lleva a cabo mediante un intermediario financiero que no recibe instrucciones específicas por parte del emisor para evitar posibles consideraciones de uso indebido. En concreto, pueden usarse:

- i) Operaciones acordadas al amparo de la regla 10b5-1 de la SEC del año 2000 (similares a los contratos de liquidez en cuanto a que hay una entidad interpuesta, pero que sí permiten compras o ventas netas), según la cual la empresa establece de antemano un programa de compras (*trading plan*) en el mercado, fijándose las fechas y los precios o delegando la operativa en un intermediario financiero sobre el cual no se tenga ninguna influencia. Además, el programa debe acordarse en una *ventana abierta* (*open window period*), es decir, en un periodo de tiempo durante el cual la empresa no esté en posesión de información relevante no pública<sup>2</sup>.
- ii) ASR (*Accelerated Share Repurchases*), en las cuales la empresa compra con efectivo y por un precio determinado las acciones a un banco de inversión que, en la mayoría de los casos, las toma prestadas y cierra su posición corta a lo largo de los siguientes meses, incluyendo una compensación de una parte a otra si el precio de compra medio fuera superior o inferior al acordado inicialmente.

Bonaimé, Harford y Moore (2018) muestran que existe una tendencia creciente a realizar las recompras dentro de estas modalidades, que en 2014 superaron el 40 % de la operativa en EE. UU.

---

2 A trading plan must meet the following conditions to comply with Rule 10b5-1:

- Trading Must be Pre-Established: the binding contract, trading instruction or written plan must be established at a time when the company is not in possession of material non-public information (it usually is established in a company's "window period");
- Plan Must Set (or Set Formula for) Trading Criteria: the binding contract, trading instruction or written plan either sets, or sets a formula for, the amount, price and date of purchases (a Rule 10b5-1 plan typically is not adopted in connection with a single purchase) or delegates those decisions to a broker or dealer (provided the company has no further discretion over those decisions);
- No Subsequent Discretion as to Amount, Price or Dates of Trades: the binding contract, trading instruction or written plan does not allow the company, and the company does not have, further influence over how, when or whether to effect purchases. The company does, however, retain the discretion to terminate a Rule 10b5-1 plan;
- Good Faith: the plan is entered into, and all instructions thereunder are given, in good faith and not to evade the prohibitions of Rule 10b-5; and
- Purchase Made Pursuant to Trading Plan: purchases occur pursuant to the trading plan, such that the company does not alter or deviate from the trading plan or enter into or alter a corresponding or hedging transaction with respect to the securities.

Si se opera fuera de un *trading plan*, la empresa debe limitar sus transacciones en el mercado a la ventana abierta que permite a los administradores comprar y vender acciones de la sociedad. La sociedad también puede optar por publicar toda la información relevante no pública antes de realizar las recompras en el mercado.

La ventaja de utilizar un programa dentro de la regla 10b5-1 es que permite a una compañía continuar comprando sus acciones en el mercado abierto de acuerdo con el programa aunque esté en posesión de información material no pública. La desventaja de estos programas prefijados o de *piloto automático* es que la compañía pierde discrecionalidad sobre sus recompras y estará expuesta a vaivenes y cambios en el mercado que pueden hacer que el programa se convierta en indeseable. Una empresa puede minimizar el riesgo y la desventaja del programa prefijado limitando la duración, la cantidad de acciones o la cantidad de dinero sujeto a él y estableciendo fórmulas específicas para recompras que varíen según el desempeño del mercado u otros factores. Además, también es posible implementar dos programas de manera conjunta. En este caso, un programa dentro de la regla 10b5-1 se lleva a cabo junto con otro totalmente discrecional, lo que le permite a la compañía aprovechar la posibilidad de comprar durante los periodos de suspensión de disponibilidad (*blackout period*) establecidos por la regla 10b5-1, siempre que estos periodos caigan dentro de una ventana abierta.

En Europa, han emitido guías o recomendaciones sobre las mejores prácticas de recompras cuando no se realizan dentro de un puerto seguro. Tal es el caso de Francia, donde en febrero de 2017 la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF) emitió una guía en relación con las operaciones de las empresas con acciones propias, y de las recomendaciones de la CNMV del año 2013 para la operativa discrecional de autocartera en España, que está siendo reconsiderada dentro de una reflexión general sobre la operativa de autocartera. Por lo demás, no se han encontrado estudios sobre esta operativa ni sobre la imposición de sanciones en tales casos.

### 3 Las recompras en España

A continuación se presentan los resultados del estudio empírico sobre las recompras de acciones realizadas por las empresas españolas cotizadas durante el periodo 2016-2018.

El estudio se realizó con la información pública disponible en la página web de la CNMV. Por lo tanto, para comprender el origen de los datos empleados y antes de analizar las operaciones dentro y fuera de un puerto seguro, es necesario explicar primero las diferentes operativas de autocartera y las obligaciones de información sobre recompras que tienen las empresas cotizadas españolas.

#### 3.1 Regulación de las recompras y obligaciones de información en España

En España las empresas pueden recomprar acciones dentro de un puerto seguro de dos maneras diferentes:

- i) Cuando el objetivo de la recompra sea reducir capital, ejecutar deuda convertible o remunerar a directivos o empleados, el puerto seguro se establece

mediante la aprobación por el consejo de la entidad de un programa de recompra público que cumpla con las condiciones del MAR.

- ii) Cuando las recompras se hacen con un objetivo de estabilización de precios o de aumentar la liquidez, el puerto seguro se logra utilizando los contratos de liquidez recogidos en la Circular 1/2017, de 26 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los contratos de liquidez, que son la única práctica de mercado aceptada en el sentido del Reglamento (UE) n.º 596/2014 (más conocido por sus siglas como MAR) como puerto seguro. De hecho, los contratos de liquidez no permiten al emisor recomprar acciones, ya que debe depositar las acciones propias con las que se iniciará la operativa y solo puede retirar ese mismo número al finalizar el contrato de liquidez. Otras recompras (operaciones discrecionales de autocartera) no gozan en España de la consideración de puerto seguro, aunque tampoco se consideran automáticamente manipulación. Para estas operaciones discrecionales, la única normativa aplicable en España es el artículo 509 de la Ley de Sociedades de Capital, que establece un límite máximo del 10 % para la autocartera de las sociedades cotizadas.

Por lo que respecta a las obligaciones de información sobre las operaciones en puerto seguro, en España las empresas deben informar tanto de la aprobación de los programas de recompra como de la firma o suspensión de los contratos de liquidez. Asimismo, siempre que con cualquier operativa se supere el límite del 1 % de acciones brutas recompradas, debe informarse del detalle de todas y cada una de las transacciones realizadas (tanto de compra como de venta). Aunque el detalle de si una compra en concreto corresponde a un programa o a una operación discrecional solo aparece en ocasiones en notas a pie de página.

Dadas las obligaciones de información en España sobre las operaciones de puerto seguro, es posible seguir las transacciones realizadas por las empresas del mercado continuo utilizando la información pública que deben comunicar respecto a tres tipos de hechos relevantes: i) firma, modificación, suspensión o cancelación de contratos de liquidez y contrapartida; ii) adopción, modificación, suspensión o cancelación de programas de recompra de acciones, estabilización y autocartera; y iii) aumentos y reducciones del capital social.

Adicionalmente, todas las operaciones de autocartera que la empresa haya realizado deben comunicarse cuando se supere el umbral del 1 % de las compras brutas desde la última comunicación. Sin embargo, en la comunicación que realizan las empresas no se distingue la casuística, por lo que la principal dificultad que se presenta para realizar el estudio es identificar cada una de las operaciones comunicadas en los informes de autocartera dentro de una de las tres categorías posibles:

- i) Operación dentro de un contrato de liquidez.
- ii) Operación dentro de un programa de recompra.
- iii) Operación de autocartera fuera de puerto seguro.

Para hacer esto, se identifican las fechas en las que estaba vigente un contrato de liquidez o un programa de recompra y, por descarte, se asignan las demás fechas a operaciones de autocartera fuera de puerto seguro<sup>3</sup>.

Al realizar el cruce ha sido preciso descartar algunas operaciones. En primer lugar, en ciertos momentos algunas empresas tienen abiertos y operativos simultáneamente contratos de liquidez y programas de recompra, algo que en principio no puede ocurrir y, por tanto, se achaca a errores en los datos<sup>4</sup>. En estos casos hubo que buscar en las anotaciones del modelo M4 las explicaciones dadas para las diferentes operaciones<sup>5</sup>. En segundo lugar, se limpian los datos de pequeños errores en la información comunicada; por ejemplo, algunas empresas indican el precio por acción, mientras que otras indican el precio total pagado o recibido. Por último, en el caso de las operaciones de autocartera fuera de puerto seguro, fue necesario leer los informes para recuperar la casuística tan variada que se presenta —como se comentará más adelante—. El cuadro 1 muestra la distribución final de observaciones diarias utilizadas.

**Distribución de operaciones diarias en la muestra final (2016-2018<sup>1</sup>)**

CUADRO 1

	Total	Adquisiciones	Transmisiones
Contratos de liquidez	28.415	14.360	14.055
Programas de recompra	2.165	2.068	98
Otras operaciones de autocartera	5.392	3.490	1.902

Fuente: Elaboración propia.

1 El cuadro muestra el número total de operaciones diarias de autocartera que realizaron las empresas del Ibex en España durante los años 2016, 2017 y 2018 dentro de la categoría de puerto seguro (contratos de liquidez y programas de recompra) y fuera de puerto seguro (otras operaciones de autocartera).

Llama la atención, dentro de los programas de recompra, la diferencia entre el número de operaciones de adquisición y de transmisión. En este caso las operaciones de transmisión identifican el momento en el que se amortizan las acciones recompradas o se entregan las acciones a empleados. Puede haber dos motivos para esta discrepancia. Por un lado, el desfase temporal entre compras y usos, por lo que

3 El estudio incluye todos los programas de recompra declarados que cumplen con las informaciones de comunicación del MAR. Podría darse el caso de que una empresa tenga un programa de recompra que cumpla con estos requisitos formales y, sin embargo, no sea un programa de puerto seguro por usarse para finalidades diferentes de las establecidas en el MAR. Pero no se considera que, de existir, esto sea un problema importante en la muestra ya que: i) revisando las observaciones detalladas para cada operación en el modelo M4 no se han detectado casos en los que se declarase una finalidad diferente a las establecidas en el MAR en las operaciones dentro de programas de recompra y ii) en cambio, sí se han observado algunas operaciones fuera de programas de recompra y contratos de liquidez que se utilizan para fines que sí están contemplados como legítimos para los programas de recompra en el MAR, pero que en algunos casos las empresas realizan fuera de ellos.

4 Algunas empresas —como Ence y Axiare Patrimonio— comunican esta coincidencia como hecho relevante, mientras que otras empresas —como Acciona, Inmobiliaria Colonial e Indra— no lo comunican formalmente, pero se observa coincidencia en las fechas de ambos tipos de planes. Asumiendo que el problema se debe a errores en los datos y no a la operativa concreta, se eliminaron de la muestra todas aquellas observaciones para las que no fue posible determinar a qué plan correspondían.

5 Se pudieron recuperar casi todas las operaciones salvo 35 operaciones correspondientes a Indra, en las que no se pudo identificar el tipo de la operación.

operaciones de compra en 2018 darían lugar a entregas en 2019 que no están incluidas dentro de la muestra. Por otro lado, algunas empresas comunican estas operaciones como transmisiones dentro de programas de recompra, mientras que otras las clasifican como operaciones de autocartera fuera de ellos, lo que dificulta realizar un buen seguimiento del grado de cumplimiento de los programas y genera ruido en el análisis de operaciones puras de autocartera.

### 3.2 Programas de recompra en España

En el cuadro 2 se muestran los datos relativos a los programas de recompra iniciados y vivos durante el periodo de estudio. Para este análisis se tiene en cuenta que el MAR entró en vigor en España el 3 de julio de 2016, por lo que se dividen los resultados de ese año en dos semestres separados para identificar el posible impacto de esta normativa. Sin embargo, no se observa que la aprobación del MAR haya aumentado el número de programas, que es pequeño. Además, se da la circunstancia de que algunas de las empresas con programas aprobados no realizaron ninguna operación dentro del periodo analizado. Tan solo 19 empresas de las 137 del mercado continuo efectuaron alguna operación en al menos uno de los 3 años estudiados, siendo 12 de ellas empresas del Ibex 35<sup>6</sup>.

**Programas de recompra en España 2016-2018<sup>1</sup>**

CUADRO 2

	Programas de recompra aprobados			
	2016		2017	2018
	Sem. I	Sem. II		
Ibex 35	5	2	4	6
Ibex M Cap	0	0	0	1
Ibex S Cap	0	2	2	6
Otros	1	3	3	2
<b>Total</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>15</b>
	Programas de recompra vivos			
	2016		2017	2018
	Sem. I	Sem. II		
Ibex 35	6	5	5	8
Ibex M Cap	1	1	0	1
Ibex S Cap	0	2	4	5
Otros	3	2	6	5
<b>Total</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>19</b>

Fuente: Elaboración propia.

1 El cuadro muestra el número de programas de recompra vigentes en los años 2016, 2017 y 2018 entre las empresas del Ibex 35, el Ibex Medium Capitalization y el Ibex Small Capitalization y el resto de empresas del mercado continuo español. Se muestran tanto los programas aprobados por el consejo de administración como los vivos durante cada periodo. Los programas vivos se calculan como los aprobados y vigentes antes del principio del periodo más los nuevos aprobados durante este.

6 Las 19 empresas que realizan alguna operación dentro de un programa de recompra entre 2016 y 2018 son: Acciona, Acerinox, Amadeus, Axiare Patrimonio, Ence, Ercros, Ferrovial, Fluidra, Iberdrola, Indra, Inmobiliaria Colonial, IAG, Lar España, Mediaset, Naturgy, OHL, Repsol, Talgo y Telepizza.

En el cuadro 3 aparecen los resultados del análisis de las operaciones comunicadas dentro de estos programas de recompra. Se observa una media de acciones recompradas por empresa activa y año de 1,62 %, con un máximo por debajo del 5 % —muy lejos de los volúmenes que se han visto para EE. UU.— (para calcular esta media no se tienen en cuenta las empresas que, teniendo programas activos, no realizan ninguna operación). Las entregas —acciones recompradas amortizadas o entregadas a empleados— son mucho menores (0,52 % de media). Esta gran diferencia entre compras y entregas se debe en parte a problemas en la forma en la que se trata la información. Como ya se ha explicado, algunas empresas incluyen estas operaciones dentro de la información relativa a recompras (estas son las únicas que figuran en la tabla), pero otras las incluyen en autocartera. Claramente sería deseable que las operaciones que muestran el uso final que se da a las recompras aparecieran como operaciones dentro del programa de recompra, de manera que se pudiese comprobar fácilmente el uso dado a las acciones recompradas y el grado de cumplimiento de los programas de recompra.

**Operaciones realizadas dentro de programas de recompra 2016-2018<sup>1</sup>** CUADRO 3

	Obs.	Media	Mín.	5 %	10 %	25 %	50 %	75 %	90 %	95 %	Máx.
% acc. compradas anualmente	32	1,62	0,03	0,14	0,16	0,26	1,25	2,78	3,52	4,11	4,92
Vol. anual recompras (miles de €)	32	125.000	1.906	2.227	3.540	6.507	21.100	196.000	276.000	507.000	1.040.000
% acc. entregadas anualmente	18	0,52	0,00	0,00	0,00	0,01	0,06	0,14	2,80	2,80	2,80
Vol. anual entregas (miles de €)	18	3.723	0,00	0,00	0,00	1.168	1.302	4.979	15.800	16.400	16.400

Fuente: Elaboración propia.

1 Este cuadro muestra las estadísticas de las operaciones de recompra anuales realizadas por las empresas españolas del mercado continuo durante el periodo 2016-2018. Se muestra la distribución de los porcentajes anuales que las acciones recompradas y entregadas suponen respecto al total de acciones de cada empresa y el volumen en miles de euros que representan dichas recompras y entregas.

### 3.3 Contratos de liquidez en España

Las recompras que se hacen con el objetivo de estabilización de precios o provisión de liquidez gozan de estatus de puerto seguro cuando se realizan a través de contratos de liquidez que las empresas firman con agencias de valores, sociedades de valores, entidades de crédito u otros intermediarios financieros habilitados que comprarán y venderán acciones en el mercado para proporcionar liquidez al valor. Para ello, la empresa entrega un número de acciones y una cantidad de efectivo a la agencia de valores, que esta utilizará en su operativa y que le devolverá a aquella al finalizar el contrato<sup>7</sup>.

7 Nótese que, en rigor, esta operativa no es de recompra propiamente dicha, al no alterar el volumen de autocartera de la empresa, pues se realiza con las acciones depositadas por la empresa al inicio del contrato y retiradas a su finalización.

En el cuadro 4 se observa que la entrada en vigor del MAR en julio de 2016 impulsó la firma de contratos de liquidez en las empresas del mercado continuo. También, como cabía esperar, se observa que las empresas que mayor uso hacen de estos planes son las más pequeñas y menos líquidas.

Entrando en el detalle de los contratos firmados, se observa en el cuadro 5 que la media del porcentaje de acciones entregadas por las empresas a las agencias de valores que gestionan los contratos se sitúa en un 0,2 %, mientras que la media del efectivo entregado en relación con el capital social es del 7,6 % —esta última media, que parece muy alta comparada con una mediana del 1,7 %, en realidad está distorsionada por los altos valores que toma la ratio para algunas empresas con muy bajas capitalizaciones durante el periodo de estudio<sup>8</sup>—.

### Contratos de liquidez en España 2016-2018<sup>1</sup>

CUADRO 4

	Contratos de liquidez firmados			
	2016		2017	2018
	Sem. I	Sem. II		
Ibex 35	1	1	9	2
Ibex M Cap	0	3	9	4
Ibex S Cap	2	3	7	5
Otros	2	5	12	6
<b>Total</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>37</b>	<b>17</b>
	Contratos de liquidez vivos			
	2016		2017	2018
	Sem. I	Sem. II		
Ibex 35	6	7	8	9
Ibex M Cap	2	4	7	7
Ibex S Cap	6	6	7	8
Otros	10	15	17	13
<b>Total</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>37</b>

Fuente: Elaboración propia.

1 El cuadro muestra el número de contratos de liquidez vigentes en los años 2016, 2017 y 2018 entre las empresas del Ibex 35, el Ibex Medium Capitalization y el Ibex Small Capitalization y el resto de empresas del mercado continuo español. Se muestran tanto los contratos efectuados como los vivos durante cada periodo. Los contratos vivos se calculan como los existentes antes del principio del periodo más los firmados durante este, menos las renovaciones de los ya existentes.

El detalle de las operaciones realizadas dentro de los contratos de liquidez puede verse en el cuadro 6. En general, el porcentaje de acciones compradas o vendidas en un día dado sobre el total de acciones es muy pequeño, y el importe neto anual que supone esta actividad para las empresas en proporción a su capitalización también es muy reducido, por lo que resulta dudoso que esta operativa pueda tener un impacto importante sobre los precios y distorsionar el mercado.

8 En concreto se trata de las empresas Service Point Solutions, Técnicas Reunidas, Oryzon Genomics y MásMóvil Iberco.

## Características de los contratos de liquidez de las empresas del mercado continuo en España 2016-2018<sup>1</sup>

CUADRO 5

	Obs.	Media	Mín.	1 %	5 %	10 %	25 %	50 %	75 %	90 %	95 %	99 %	Máx.
% acciones en el contrato de liquidez	93	0,2	0,02	0,02	0,03	0,04	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	3,8	3,8
% efectivo en el contrato sobre capital	93	7,6	0,03	0,04	0,10	0,10	0,3	1,7	5,8	35,0	45,0	45,4	45,6

Fuente: Elaboración propia.

1 El cuadro muestra las características de los contratos de liquidez de las empresas del mercado continuo español activos durante el periodo 2016-2018. Se muestra la distribución estadística tanto del porcentaje de acciones (sobre total de acciones de la empresa) como del efectivo (sobre el capital social) que la empresa entrega al iniciarse el contrato a la agencia de valores que lo gestionará.

## Detalle de la operativa de los contratos de liquidez de las empresas del mercado continuo español 2016-2018<sup>1</sup>

CUADRO 6

	Obs.	Media	Mín.	1 %	5 %	10 %	25 %	50 %	75 %	90 %	95 %	99 %	Máx.
% acc. compradas por empresa diariamente	12.969	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,04	0,05	0,08	0,97
% acc. vendidas por empresa diariamente	12.969	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,02	0,04	0,05	0,08	0,61
% acc. neto por empresa diario	12.969	0,00	-0,61	-0,03	-0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,03	0,94
Importe neto diario por empresa (miles de €)	12.969	4	-13.200	-349	-161	-86	-14	0,00	12	85	164	363	10.800
Imp. neto anual (empresa y año) (miles de €)	71	793	-14.400	-14.400	-1.725	-1.069	-467	-5	490	1.761	2.956	33.000	33.000
% imp. neto anual/capitalización (empresa y año)	71	-0,01	-1,49	-1,49	-0,24	-0,12	-0,06	0,00	0,05	0,14	0,18	0,85	0,85

Fuente: Elaboración propia.

1 El cuadro muestra la distribución estadística de las magnitudes referentes a los contratos de liquidez de las empresas del mercado continuo español durante el periodo 2016-2018. Los porcentajes de acciones compradas y vendidas y el neto se calculan sobre el total de acciones de la empresa y el importe neto como la diferencia del volumen total de ventas menos el de compras.

### 3.4 Operaciones de autocartera fuera de puerto seguro en España

Las operaciones de autocartera susceptibles de ser consideradas intentos de manipular los precios de mercado son las que se realizan fuera de los puertos seguros.

En el caso español, al estudiar las operaciones de autocartera fuera de puerto seguro se encuentra una amplia casuística, que puede verse en el cuadro 7. Hay varias cosas que merece la pena destacar respecto a esta clasificación.

En primer lugar, hay que subrayar que la clasificación de estas operaciones implica la lectura de la descripción que hace la empresa para cada una de ellas. Este costoso procedimiento podría evitarse si se facilitase a las empresas una clasificación *a priori* con los diferentes casos agregados en tres o cuatro grandes grupos, que podrían usarse para que la comunicación resultase más clara y homogénea.

En segundo lugar, como ya se ha señalado, algunas de las operaciones que se incluyen aquí se podrían haber comunicado como entregas dentro de un programa de recompra (por ejemplo, las que se clasifican como entregas a empleados o planes de remuneración) y, por lo tanto, considerarse incluidas dentro de un puerto seguro.

También se observan otras categorías frecuentes, que no deberían ser susceptibles de sospechas de manipulación, como por ejemplo las que se realizan en el mercado de bloques o las que corresponden a operaciones de préstamo de valores y a operativa de derivados. Por todo esto se decidió realizar dos análisis: uno inicial, que incluyera todas las operaciones, y otro que excluyera las operaciones que bien no eran voluntarias o bien podrían haberse realizado dentro de un puerto seguro. En el cuadro 7 se marcan con un asterisco únicamente los casos incluidos en el segundo análisis, el de las operaciones más susceptibles de ser consideradas manipulación —que representan aproximadamente el 72 % del total—.

### Casuística de las operaciones de autocartera fuera de puerto seguro<sup>1</sup>

CUADRO 7

	N.º operaciones	% acciones
Operación sin comentarios explicativos (*)	4.256	49,20
Préstamos (*)	231	5,42
Empleados	216	1,46
Derivados (*)	176	4,31
Resoluciones judiciales	153	0,47
Bloques (*)	76	3,74
Planes de adquisición	70	0,18
Sin precio (*)	63	2,96
Derivados en bloques (*)	43	2,85
Ampliaciones liberadas	15	0,11
Equity swap (*)	12	2,78
Recompras y derivados (*)	12	0,39
Recompras de acciones a directivos	10	0,00
Amortizaciones de capital	10	16,90
Reestructuraciones societarias	8	1,70
Operaciones realizadas en otros mercados (*)	6	0,01
Dividendos flexibles	5	0,08
Canjes de derechos por acciones del <i>script</i>	4	0,01
Hechos relevantes	3	3,86
Reinversiones del dividendo	3	0,05
Conversiones de obligaciones	3	0,07
Entregas por bonos convertibles	3	0,04
Fusiones	2	0,19
Ampliaciones	2	0,09
Gestión de autocartera por dividendo flex.	2	0,01
Entregas de acciones	1	0,06
Gestión de autocartera	1	0,92
Operaciones de canje sin precio de mercado	1	0,39
Operaciones societarias	1	0,39
Pagos aplazados operaciones corporativas	1	0,34
Reclasificaciones contables planes de rem.	1	0,08
Vendidas por una filial	1	0,02
Canjes de acciones	1	0,94

Fuente: Elaboración propia.

1 En el estudio del detalle de las operaciones comunicadas del cuadro 8, se puede ver que la media de acciones netas compradas por empresa y año es del -0,46 %, y que el beneficio neto anual medio también es muy pequeño —tanto en valor absoluto como en porcentaje sobre la capitalización—. Sin embargo, la varianza de las tres magnitudes es considerable y en el 10 % superior e inferior de la muestra se encuentran datos que parecen bastante altos. Es interesante constatar que los datos cambian muy poco tanto si se utiliza la muestra total como la restringida.

	Obs.	Media	Mín.	5 %	10 %	25 %	50 %	75 %	90 %	95 %	Máx.
<b>Incluyendo todas</b>											
% acc. netas anuales	75	-0,46	-8,75	-4,11	-2,36	-0,45	0,01	0,24	0,52	1,15	2,76
Importe anual autocartera (miles de €)	75	-29.900	-1.670.000	-427.000	-66.900	-7.709	-222	630	78.200	253.000	771.000
% imp. neto anual/capitalización (empresa y año)	75	0,01	-3,71	-2,78	-1,08	-0,28	-0,02	0,10	0,75	2,17	8,10
<b>Incluyendo solo las marcadas*</b>											
% acc. netas anuales	59	-0,35	-8,75	-4,11	-2,83	-0,03	0,02	0,26	0,86	1,87	2,76
Importe anual neto autocartera (miles de €)	59	-54.700	-1.670.000	-720.000	-109.000	-9.866	-1.045	292	40.400	253.000	948.000
% imp. neto anual/capitalización (empresa y año)	59	-0,16	-3,72	-3,03	-1,77	-0,47	-0,09	0,10	0,33	0,95	8,10

Fuente: Elaboración propia.

1 El cuadro muestra las estadísticas por empresa y año de las operaciones de autocartera realizadas por las empresas del mercado continuo español durante el periodo 2016-2018. En un primer análisis se incluyen todas las operaciones, mientras que en el segundo se incluyen solo las marcadas con un asterisco en el cuadro 7, consideradas más susceptibles de ser operaciones de manipulación de precios.

## 4 Razones para distribuir beneficios y la elección entre dividendos y recompras

En un marco carente de imperfecciones de mercado y conflictos de intereses, las recompras serían equivalentes a los dividendos y de hecho no habría motivos para distribuir estos últimos. La literatura sobre la distribución de beneficios puede entenderse como un análisis gradual de este fenómeno cuando se introducen secuencialmente las diferentes imperfecciones de mercado y los conflictos de intereses. Como se verá, aunque inicialmente se prestó más atención a los efectos impositivos y de señalización, los estudios más recientes apuntan a que la verdadera razón de fuerza de las distribuciones de beneficios (bien a través de dividendos o bien de recompras) es la reducción de los conflictos de agencia mediante el control de los fondos en manos de los directivos.

### 4.1 Efecto de los impuestos

La introducción de costes de emisión, costes de transacción e impuestos puede suponer una preferencia por distribuir beneficios a través de recompras frente a los dividendos. A este respecto, en EE. UU. el tipo impositivo máximo al que tributan las rentas ordinarias anuales (que incluirían los dividendos) ha sido tradicionalmente superior al tipo impositivo máximo para las ganancias de capital (que afectaría a las recompras), cuya tributación además solo se produciría en el momento de la venta. Esto crearía una ventaja fiscal para que los accionistas prefieran recibir dinero de la empresa a través de recompras de acciones en vez de dividendos.

Sin embargo, en 2003 la Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act igualó el tipo máximo al 15 %, tanto para dividendos como para recompras (aunque sigue habiendo una ventaja para las recompras, porque en el caso de estas el pago del impuesto se difiere hasta la venta y porque el máximo del 15 % solo se aplica —en el caso de las recompras— para las que excedan la media histórica de activos

vendidos por el inversor) y esto no cambió la tendencia de sustituir los dividendos por las recompras (el volumen de las segundas es superior al de los primeros desde 2006). Además, las diferencias impositivas entre dividendos y ganancias de capital tampoco pueden explicar por qué, en el mismo año, algunas empresas solo pagan dividendos, otras solo recompran y otras realizan ambas acciones. Por lo tanto, los impuestos no explican por sí solos ni el propio reparto de efectivo ni la tendencia a llevarlo a cabo mediante recompras en lugar de mediante dividendos.

El impacto limitado de los impuestos en las decisiones de distribución también es coherente con la opinión de los directivos, que no citan las consideraciones impositivas como uno de los factores más relevantes para tomar sus decisiones sobre dividendos, pero sí mencionan la flexibilidad como la ventaja más importante de las recompras (Brav, Graham, Harvey y Michaely, 2005). Además, Skinner (2008) aporta otras evidencias al mostrar que la decisión respecto a los dividendos —pagarlos o no y con qué importe— es previa a la decisión sobre recompras, y que los primeros se utilizan para distribuir ganancias permanentes (que se reflejarían en la tendencia a largo plazo del PIB), mientras que las segundas se usan para distribuir ganancias transitorias (que seguirían el ciclo económico).

Por último, es importante destacar que la Tax Cuts and Jobs Act de diciembre de 2017 ha reducido el impuesto de sociedades en EE. UU. y ha facilitado las condiciones para la repatriación de beneficios obtenidos en el extranjero por las empresas estadounidenses, y que esto está ya incrementando sustancialmente la distribución de beneficios a los accionistas, gran parte de ellos a través de recompras.

En todo caso, como ponen de manifiesto DeAngelo, DeAngelo y Skinner (2009), en un entorno como el actual, donde los costes de transacción para los inversores son bajos y los inversores que deseen liquidez pueden construir sus propios dividendos vendiendo las acciones que elijan en el mercado, ninguna teoría impositiva —salvo las que justifican los dividendos cuando hay racionalidad limitada y sesgos de comportamiento— puede explicar cuál es la razón por la que las empresas distribuyen beneficios y el mercado reacciona positivamente.

#### **4.2 Reacción del mercado a las distribuciones de dividendos y recompras y posibles explicaciones**

Numerosos estudios han mostrado que el mercado reacciona con beneficios anormales positivos (negativos) tanto a los anuncios de iniciación (supresión) y aumento (reducción) de dividendos como a los anuncios de recompras (emisiones) de acciones. Además, parece haber una infrarreacción; es decir, de media el mercado tarda en reaccionar a la información contenida en los anuncios de las recompras, sea esta la que sea (como se explica en los epígrafes 3.3. y 3.4, hay dos teorías sobre cuál es el contenido informativo de estos anuncios). Esto implica que, además de la reacción a corto plazo tras los anuncios, hay beneficios anormales a largo plazo durante los dos o tres años siguientes a estos. La existencia de estos beneficios anormales es una clara anomalía en el comportamiento de los mercados de capitales, ya que permitiría hacer arbitraje formando una cartera larga en empresas que anuncian recompras y corta en las que no lo hacen. Una cartera como esta, que invirtiese durante tres años en empresas que anunciaran una recompra, habría obtenido durante el

periodo 1981-2001 una rentabilidad anormal por encima del mercado de alrededor del 17 % (Peyer y Vermaelen, 2009; Obernberger, 2014). Por lo tanto, debe de haber algún impedimento (costes de transacción, prohibiciones o costes de la venta en corto, reducida liquidez, etc.) para que este arbitraje no sea posible y que no haya hecho desaparecer estas rentabilidades anormales (véase el epígrafe 4.4 más adelante). Por último, la reacción frente a los dividendos suele ser más fuerte que frente a las recompras. En concreto, la reacción media ante un anuncio de recompra se sitúa entre el 2 % y el 3 % (Vermaelen, 2005; Peyer y Vermaelen, 2009; Obernberger, 2014), mientras que ante un aumento (disminución) del dividendo respecto al anterior ejercicio la reacción media es del 1,5 % (-3 %) y ante un inicio (omisión) de pago de dividendos en un ejercicio determinado es del 3 % (-7 %) (DeAngelo et al., 2009).

Gran parte de la literatura sobre los dividendos y las recompras se ha centrado en intentar determinar las razones de esta reacción y explicar por qué es mayor en el caso de los dividendos que en de las recompras.

### 4.3 Información asimétrica y señalización

La primera explicación que se dio a la cuestión citada anteriormente es la señalización por parte de los directivos en un entorno de información asimétrica. Cuando hay información asimétrica entre los directivos y los accionistas significativos por un lado y los inversores por otro, aparece la posibilidad de que, en un momento dado, el valor de las acciones en bolsa sea superior (sobrevaloración) o inferior (infravaloración) al valor asignado por los directivos.

En este contexto, el mercado interpretará las acciones de los directivos como señales respecto al verdadero valor que estos creen que tienen las acciones. Cuando el hecho de conseguir financiación es costoso para las empresas, la distribución de efectivo entre los accionistas se considera una señal que indica que los directivos tienen confianza en el futuro de la empresa. Esto es coherente con la reacción positiva del mercado frente a las distribuciones. Pero esta teoría presenta importantes problemas que hacen que el deseo de señalar una infravaloración no pueda ser una razón importante para explicar la distribución de beneficios en la mayoría de las empresas. Así, la señalización no puede justificar por qué las distribuciones de beneficios son mucho más importantes en empresas grandes, maduras y estables, con pocas probabilidades de estar mal valoradas. Además, el hecho de que exista un periodo largo de hasta dos o tres años durante el cual las empresas que distribuyen beneficios obtienen rentabilidades anormales indicaría que la distribución de beneficios no es una señal muy efectiva.

### 4.4 Flujos libres de caja y costes de agencia

Frente a la idea de que la distribución de beneficios intenta transmitir buenas noticias al mercado, está la de que las distribuciones son buenas noticias en sí mismas, pues reducen la discrecionalidad de los gestores y los conflictos de intereses entre accionistas y directivos. Es decir, las distribuciones de beneficios son costosas para los accionistas (que deben pagar impuestos cuando se producen), pero el beneficio de reducir la discrecionalidad de los directivos y evitar que inviertan en proyectos de poca rentabilidad supera con creces esos costes.

Esta teoría es la dominante en la actualidad para explicar por qué las empresas con flujos de caja libres —por ejemplo, con beneficios que superan sus necesidades de inversión— distribuyen gran parte de sus beneficios entre sus accionistas. El uso de las distribuciones para reducir costes de agencia explica perfectamente el hecho de que la mayoría de las distribuciones provenga de las empresas más grandes y maduras, más susceptibles de sufrir problemas de agencia. Además, la existencia de costes de agencia también justifica la reacción positiva del mercado y es coherente con las mejoras operativas que se ven después de las distribuciones en ratios de eficiencia y rentabilidad (Lie, 2005) que, a su vez, podrían explicar las rentabilidades anormales observadas durante los años siguientes. La evidencia empírica parece confirmar todo esto en los estudios de La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer y Vishny (2000); Farinha (2003) y, especialmente, Lang y Litzenberger (1989), que concluyen que el mercado reacciona mucho más positivamente a las distribuciones de empresas con bajos niveles de ratios valor de mercado sobre valor en libros. Esta es la llamada *ratio q*, que es una aproximación a las oportunidades de crecimiento que tiene la empresa. Por lo tanto, las empresas con un valor bajo de esta ratio son las que pueden sufrir más problemas de sobreinversión.

Adicionalmente, esta teoría también permite entender la diferente reacción del mercado respecto a los dividendos y las recompras; aunque en ambos casos la reacción es positiva y significativa, ante los primeros esta es mayor que ante las segundas. Esto resulta lógico, pues las recompras tienen menor valor de compromiso, ya que se llevan a cabo a lo largo de un periodo más o menos largo y, en ocasiones, tras su anuncio el programa de recompra no se completa o incluso se cancela. Eso implica que una de las ventajas frecuentemente citadas por los directivos para preferir las recompras a los dividendos, la flexibilidad, sea un arma de doble filo, pues resta credibilidad a las primeras. De hecho, la reacción ante las recompras depende de la política seguida en el pasado y del mecanismo que se utilice para realizarlas. La reacción es mayor para las empresas que recompran a través de ofertas públicas o que, en caso de recomprar en el mercado secundario, lo hacen utilizando recompras aceleradas de acciones (ASR) o mediante un programa preacordado con un intermediario financiero (Chemmanur, Cheng y Zhang, 2010).

Sin embargo, si las recompras son menos valoradas como mecanismo de disciplina que los dividendos porque constituyen un compromiso menos firme de devolver el dinero a los accionistas, ¿cómo se explica su éxito y aumento frente a los dividendos como mecanismo preferido para las distribuciones? Una explicación interesante a esta aparente contradicción sería que con las recompras tanto los accionistas como los directivos tienen algo que ganar, mientras que con los dividendos solo ganarían los accionistas (Oded, 2017). Como se explica a continuación, las recompras conllevan algunas ventajas para los directivos y los accionistas de control que pueden vencer más fácilmente su reticencia a devolver los beneficios retenidos.

Tal como se verá más adelante, este incentivo a aceptar las distribuciones de efectivo está generalmente relacionado bien con pequeñas ineficiencias en los contratos de remuneración de los directivos o bien con el hecho de que —a diferencia de los dividendos, que tratan de igual manera a todos los accionistas— las recompras repercuten de distinta manera en los diferentes accionistas.

## 5 Beneficios de las recompras frente a los dividendos para los directivos y los accionistas de control

En esta sección se presentan las diferentes ventajas de las recompras frente a los dividendos para los directivos y los accionistas de control. Estas ventajas pueden considerarse como un incentivo para realizar la *dolorosa* tarea de distribuir beneficios a los accionistas.

### 5.1 Aumento artificial de los beneficios por acción en el corto plazo

Al reducir el número de acciones, las recompras tienen el efecto mecánico de aumentar a corto plazo los beneficios por acción (BPA) —aunque no alteren el beneficio sobre el capital invertido— y, de igual manera, pueden mejorar artificialmente los ratios de rentabilidad por acción. En la medida en que muchos contratos de remuneración hagan pagos que estén ligados a estas medidas, los directivos tienen un incentivo para llevar a cabo las recompras de acciones antes de que se evalúe su desempeño. Almeida, Fos y Kronlund (2016) concluyen que, antes del anuncio de resultados anuales, es mucho más probable que lleven a cabo una recompra aquellas empresas que, de no hacerla, se habrían quedado ligeramente por debajo de la expectativa del mercado respecto a los BPA que las empresas que habrían estado ligeramente por encima.

### 5.2 Mantenimiento del valor de las opciones sobre acciones

Normalmente, las opciones sobre acciones que reciben los directivos no tienen la protección frente a las caídas mecánicas de precio que supondrían los dividendos. Las recompras no producen ese tipo de caída y, además —de manera similar a los dividendos—, permiten a los directivos con opciones próximas al precio de ejercicio aprovecharse de las reacciones positivas que suponen las recompras. Moore (2018) encuentra que hay una alta probabilidad de que las recompras se realicen justo en los meses anteriores a aquellos en los que se pueden ejercer las opciones sobre acciones de los directivos.

### 5.3 Protección frente a los accionistas descontentos: impacto sobre los derechos de voto y el riesgo de adquisiciones

Las recompras reducen la probabilidad de una adquisición hostil por tres razones diferentes: i) mecánicamente retiran del mercado acciones en manos de los accionistas con las valoraciones relativamente más bajas —que serán los primeros en vender a un precio dado—, lo que incrementa el coste de una potencial adquisición; ii) si se financian con deuda, las recompras aumentan el endeudamiento, lo cual también dificulta la adquisición; y iii) las recompras reducen los flujos de caja libres y los costes de agencia, con lo que disminuye la necesidad o el atractivo de las adquisiciones que pudieran hacerse con el fin de alinear los objetivos de los directivos con los de los accionistas.

Además, al retirar acciones del mercado, las recompras también aumentan los derechos de voto de los accionistas significativos. Aunque el efecto no puede ser muy grande (recomprar el 10 % de las acciones incrementaría los derechos de voto de un accionista que tuviese inicialmente un 5 % de los votos hasta un 5,5 %), este aumento puede ser importante cuando se realice antes de una votación comprometida.

#### 5.4 *Market timing* y ganancias para los accionistas a largo plazo frente a los accionistas a corto plazo

Al repasar la historia de las recompras se observa que hasta 1982 estas operaciones podían ser consideradas operaciones de manipulación de mercado. Además, en el epígrafe 3.2 se mencionó que, además de la reacción positiva ante los anuncios de recompras, hay una infrarreacción del mercado que supone beneficios anormales positivos durante los años siguientes.

Esta reacción del mercado podría explicarse por el efecto de las recompras en la reducción de los problemas de agencia, pero también se interpreta como una evidencia de que los directivos usan su información superior para comprar las acciones cuando están infravaloradas y beneficiar así a los accionistas a largo plazo a costa de los de corto.

Esto implicaría que los directivos tienen capacidad para hacer *market timing* —es decir, que saben cuándo el valor es demasiado bajo y debería subir— y que la posibilidad de hacer recompras en el mercado secundario les permite explotar esta habilidad para beneficiar a los accionistas que deciden no vender —entre los que se encontrarán los accionistas de control y los propios directivos, que normalmente se ven forzados por su remuneración a mantener acciones de sus empresas a largo plazo—. Esto podría interpretarse como explotación de información privilegiada y manipulación de mercado.

Existen muchos artículos que han intentado medir esta capacidad. En uno de los más recientes (Manconi, Peyer y Vermealen, 2018), que compara datos de EE. UU. con los de otros países, se observa que las rentabilidades anormales de las recompras son altas tanto a corto como, sobre todo, a largo plazo y esto ocurre en todas las áreas geográficas.

Sin embargo, Fu y Huang (2015) y Obernberger (2014) argumentan que estas rentabilidades anormales a largo plazo son simplemente una anomalía de los mercados de capitales y que, al igual que otras muchas, pueden deberse a un problema de *data mining* o sencillamente a una casualidad de los datos. A favor de esta interpretación estaría la evidencia de los autores arriba mencionados, que encuentran que para el periodo 2004-2010 las rentabilidades anormales parecen haberse reducido de forma importante en EE. UU. al aumentar la eficiencia de los mercados de capitales (en términos de liquidez y facilidades para las posiciones cortas). De hecho, esto es lo que se esperaría si los inversores informados explotasen estas anomalías. Además, el aumento de valor a largo plazo también ocurre en el caso de los dividendos (Michaely, Thaler y Womack, 1995), lo que no es coherente con la teoría del *market timing*.

Por último, Boehme y Sorescu (2002) argumentan de forma muy convincente que estos efectos a largo plazo se deben a un cambio en los factores de riesgo de las empresas: las que pueden distribuir más beneficios son las que —por cualquier razón, posiblemente fortuita— están volviéndose menos arriesgadas. En este caso, los inversores racionales se verán sorprendidos durante un periodo más o menos largo con rentabilidades anormales positivas, al irse ajustando y reduciendo poco a poco los factores de riesgo y el coste de capital (Grullon, Michaely y Swaminathan, 2002).

En todo caso, de existir el problema del *market timing*, se daría solo en las recompras efectuadas en el mercado secundario sin la interposición de un intermediario y sin un programa prefijado de recompras. Esto también es cierto para la mayoría de las demás ventajas que se han discutido en este apartado. Si se obligase a las empresas a hacer las recompras con un programa predeterminado o a través de un intermediario, podrían eliminarse fácilmente estos efectos que favorecen a los directivos y accionistas de control y que hacen polémicas las recompras. Pero, sin estas ventajas, es posible que se reduzca tanto el volumen de recompras como el total de las distribuciones a los accionistas.

## 6 Comprar para vender: operativa discrecional de autocartera

Hasta ahora se ha abordado la teoría sobre las recompras que se realizan para amortizar las acciones o redistribuirlas entre directivos, empleados o nuevos accionistas en casos de fusión o adquisición en los que las acciones solo permanecen en la autocartera temporalmente y no se revenden. Como se ha expuesto en el punto anterior, los problemas que pueden presentar estas operaciones provienen de la elección del momento en el que se hace la recompra, que puede estar motivado por los conflictos de agencia ya analizados.

Un caso diferente es el de las operaciones de autocartera puras o discrecionales en las cuales la motivación para comprar las acciones sea la de venderlas más adelante. Estas operaciones pueden realizarse para aportar liquidez, para *soportar* el valor de las acciones dentro de un rango de precios o, incluso, para alterar los precios del mercado. Ya de entrada, un primer problema que plantean es la realización de una actividad financiera de *trading* por parte de empresas no financieras.

Es interesante destacar que, en el caso de empresas grandes que cuentan con mercados líquidos de opciones para sus acciones, no es probable que estas operaciones de compraventa de autocartera representen una gran proporción de las recompras, ya que se esperaría que la mayor parte de las operaciones especulativas sobre el valor de sus acciones se realizase en el mercado de opciones, donde es posible mover los precios con menor inversión total. Sin embargo, la compraventa directa de acciones es la única vía para aquellas empresas que no cuentan con mercados líquidos para sus opciones.

Respecto a su impacto —tanto si se llevan a cabo en el mercado de acciones como en el de opciones—, se deben distinguir sus efectos sobre la equidad entre accionistas y sobre la eficiencia de los precios de mercado. Además, los efectos son

diferentes dependiendo de si se está usando información privilegiada para obtener un beneficio con la actividad de *trading* (comprando cuando se espera una subida y vendiendo cuando se espera una bajada) o si sencillamente se sigue una política automática de estabilización del valor.

### 6.1 Efectos sobre la equidad entre accionistas

Si se está utilizando la información superior disponible dentro de la empresa para obtener un beneficio de *trading*, aunque luego se refleje en ganancias para los accionistas, se está generando una desigualdad y aumentando los beneficios de los accionistas a largo plazo frente los de corto (tal como se explica en Barclay y Smith, 1988; Brennan y Thakor, 1990). El análisis de este problema es semejante al que se ha hecho en el epígrafe 4.7 sobre el *market timing* en el caso de recompras destinadas a otros usos.

Este problema se dará incluso aunque no se esté usando información privilegiada y la autocartera se maneje de forma automática (comprando cuando el valor baja y vendiendo cuando sube dentro de un rango). A pesar de que esta política puede suponer pérdidas a corto plazo, a largo plazo debería reflejar beneficios, por lo que de nuevo beneficiaría a los accionistas con horizontes de inversión largos frente a los de plazos cortos. Por otra parte, esta política de *soportar* o *estabilizar* el valor podría tener algunos beneficios para el pequeño inversor, menos informado, al evitarse caídas o subidas rápidas y fuertes —tal como ocurre cuando, por circunstancias extraordinarias, se suspende la cotización o las ventas en corto ante noticias inesperadas—.

### 6.2 Efectos sobre la eficiencia en la formación de precios

El impacto de las operaciones de autocartera pura es muy diferente si se piensa que estas se realizan utilizando la información superior existente dentro de la empresa o si se cree que son operaciones mecánicas o pasivas realizadas para estabilizar el valor o aportar liquidez.

El caso en el cual los *insiders* usan su información superior para operar con sus propias acciones, aunque desde un punto de vista jurídico se considera más negativo, desde el económico mejora la formación de precios en el mercado. En efecto, cuando se opera usando la mejor información disponible dentro de la empresa la eficiencia en la formación de precios —entendida como la información incorporada a los precios— será mayor. Es decir, los precios reflejarán mejor toda la información existente sobre la compañía. De hecho, esta sería la manera de lograr que los precios de mercado sean eficientes en sentido fuerte, pues cuando no se puede incorporar información privilegiada los mercados solo son eficientes en sentido semifuerte (Fama, 1970 y 1991).

Por el contrario, si la operativa de autocartera es mecánica y se realiza para soportar el valor en un rango y reducir la volatilidad, la eficiencia de mercado se reducirá. El soporte hará que la información se incorpore más lentamente a los precios y además se *maquillará* la volatilidad del valor dando una impresión de menor variabilidad y menor riesgo que el verdadero.

Por lo tanto, como resumen, se puede decir que la operativa de autocartera, con independencia de que se realice usando información superior o no, genera un reparto de beneficios desigual entre los accionistas a largo plazo (entre los que se encuentran los grandes accionistas y los directivos) y los accionistas a corto. Además, si esa operativa es puramente mecánica, con el objetivo de estabilizar el valor en un rango de precios, sin necesidad de usar información superior, se estará ofreciendo al mercado una imagen falsa de la volatilidad del valor, que hará que el riesgo de la inversión parezca menor que el real.

### 6.3 Recompra discrecional de acciones y regulación de la manipulación de mercado

Naturalmente, el hecho de regular las operaciones de autocartera y sus efectos en los precios del mercado es más complicado de lo que parecería a simple vista. De hecho, la definición de la manipulación del mercado como concepto operativo pasaría por capturar aquellas actuaciones que pueden impedir la formación de precios y la eficiencia de los mercados, pero sin comprometer otras actuaciones que mueven los precios de manera eficiente (por ejemplo, la estabilización de precios en caso de salida a bolsa). Tanto en EE. UU. como en Europa se contempla una prohibición general a la manipulación del mercado. En Europa, la regulación (artículo 12) recoge todo un abanico de infracciones, incluida la de afectar a las transacciones que dan o pueden dar una impresión falsa o equivocada de la oferta, la demanda o el precio de los valores al emplear mecanismos ficticios en ellas y difundir información que probablemente va a producir una impresión equivocada sobre el precio del valor. En EE. UU., además de la regla 10b-5, que es una regla general antifraude, está prohibido llevar a cabo transacciones concatenadas para crear la apariencia de que hay *trading* activo de esos valores, o para aumentar o disminuir el precio de tales valores.

Pero una cosa es imponer reglas que prohíban la manipulación de los mercados —que no necesitan mayor justificación— y otra bien distinta es precisar sus límites y su ámbito normativo. Distinguir qué es y qué no es manipulación del mercado no resulta tarea fácil. Por un lado, se trata de comportamientos muy complejos y difíciles de identificar en la práctica como conductas prohibidas. Por otro lado, las prácticas manipuladoras del mercado son muy dinámicas y están en constante evolución en tanto que se generan nuevos productos, entran nuevos participantes y se aumenta la interconectividad de los mercados. En consecuencia, las descripciones formales y detalladas de las conductas no van a conseguir abarcar toda la gama de actuaciones manipulativas y, además, van a quedarse desfasadas muy pronto.

Por otra parte, si se atiende a definiciones más generales, la situación no mejora porque, aunque hay conductas que claramente son manipulativas (como, por ejemplo, que un administrador o un socio de control comunique información falsa de manera deliberada), la mayoría son difíciles de catalogar como tales. En otras palabras, es complicado establecer criterios objetivos que permitan tipificar la conducta como manipulativa por los efectos que produce (pues dado que las señales son imperfectas, pueden también evidenciar comportamientos adecuados), y el caso de la recompra de acciones proporciona un ejemplo paradigmático, por ejemplo si una empresa procede a comprar sus propias acciones para sostener el valor o subir el precio. Tal y como ya se ha mencionado, esta manera de manipular el precio puede

deberse a que los *insiders*, que cuentan con información privada, piensan de buena fe que el precio no refleja el valor y que el *trading* hace que se mueva en la buena dirección. En otras palabras, como es prácticamente imposible saber cuál es el nivel de precios correcto de las acciones y, en consecuencia, determinar cuándo un precio es artificial como indicador de una conducta manipulativa, algunos académicos (Fischel y Ross, 1991) sugieren que ciertos aspectos de la manipulación del mercado deberían ser claramente reprimidos —cuando hay evidencias de fraude—, mientras que otros no —los controles sobre los efectos en el nivel de precios—. Con todo, mientras que la aproximación estadounidense a la manipulación del mercado incorpora un criterio subjetivo, para centrarse en la intención o el propósito del *trading*, la perspectiva europea no requiere tal intencionalidad y basta con un estándar de negligencia —que la persona supiera o debiera haber sabido que la información era falsa o engañosa (artículo 12.1, letras c) y d))—. En consecuencia, esta perspectiva refleja la visión de que, aun sin intención de manipular, si los mecanismos de formación de precios se ven alterados, se afecta la eficiencia del mercado.

Cuestión distinta es el grado de aplicación efectiva de la normativa o *enforcement*. La regulación puede tener efectos positivos si se cuenta con mecanismos para hacerla cumplir y estos se aplican. Y aquí la disponibilidad de recursos públicos es clave y se localiza a nivel de los Estados miembros (artículos 30 y 31-34). Lo relevante entonces es fijar un criterio y unos mecanismos de control por parte del regulador del mercado. Se podría, por ejemplo, prohibir el *trading* de autocartera y solo posibilitar las recompras dentro de los programas —con una clara justificación finalista—. Naturalmente, la conducta lesiva podría producirse en otros mercados, como el de derivados, y entonces quedarían fuera del ámbito de las recompras y, en cierta medida, fuera del ámbito de la regulación sobre el abuso del mercado (aunque el artículo 2.2) incluye también los instrumentos financieros OTC, que tienen efectos en el precio o en el valor de los instrumentos financieros sujetos a la regulación).

En todo caso, un campo que resultaría más sencillo de tratar es el de la información y transparencia, al menos en lo referente a las operaciones en el mercado de contado. Sería deseable que las empresas informasen trimestralmente del volumen de autocartera vivo al inicio y al fin, así como de las recompras realizadas durante el periodo, indicando: i) el volumen dentro de un puerto seguro y fuera de él, ii) el volumen dentro de cada modalidad de recompra (según los tipos tratados en el epígrafe 2.3) y iii) el destino y la justificación económica (en porcentajes) que se dará a la autocartera disponible al final del periodo (según lo indicado en el epígrafe 2.4). Además, cuando se supere el umbral del 1 % y se comunique cada transacción, debería indicarse individualmente —y no solo como nota a pie de página— si se trata de una operación discrecional o si está dentro de un puerto seguro. Esto, como mínimo, facilitaría y favorecería la disciplina de mercado sobre las operaciones sospechosas de ser manipulativas.

## 7 Las recompras de acciones y el cortoplacismo

El debate más candente sobre las recompras se refiere a la relación que puede haber entre las recompras (y la distribución total de beneficios, incluidas las recompras y los dividendos) y la percepción bastante generalizada del problema del cortoplacismo.

El cortoplacismo se considera un conflicto entre los accionistas y los directivos con intereses en los beneficios a corto plazo frente a otros grupos con intereses más a largo plazo (trabajadores, accionistas de control, inversores institucionales, etc.). El cortoplacismo existe cuando se dan tres condiciones:

- i) Los mercados de capitales son ineficientes y no predicen bien los beneficios a largo plazo, al tener mayor peso del debido en la formación de precios las expectativas a corto plazo.
- ii) Determinados esquemas de remuneración de los directivos, basados en acciones y opciones sobre acciones, y su preocupación por su carrera y su reputación incentivan a estos directivos a mantener alto el precio de mercado.
- ii) Como el precio de mercado es ineficiente y no recoge bien el largo plazo, los directivos que quieren mantenerlo alto recortan las inversiones que no dan beneficios a corto plazo —I+D, formación de los trabajadores, imagen de marca, etc.— con el objetivo de comunicar y distribuir mayores beneficios.

Es decir, la acusación de cortoplacismo afirma que los accionistas son miopes en su empeño de no dejar flujos de caja libres en la empresa que puedan causar sobreinversión y fuerzan excesivas distribuciones que terminan produciendo infrainversión. Nótese que el cortoplacismo es muy difícil de medir empíricamente, ya que implica que los directivos recortarán gastos que no son fáciles de identificar para los inversores (ni los investigadores), y además es difícil determinar qué supone infra o sobreinversión, ya que no hay una forma clara de saber cuál es el nivel óptimo de inversión.

Centrándonos específicamente en la relación entre el cortoplacismo y las recompras de acciones, la opinión más extendida queda muy bien resumida en la siguiente cita de un artículo al respecto de William Lazonick (2014) en *Harvard Business Review* que ha tenido amplio eco:

*La rentabilidad de las empresas no se está traduciendo en prosperidad económica generalizada. La culpa de ello se debe en gran parte a la dedicación de beneficios de las empresas a recompras de acciones. Considérense las 449 compañías en el índice S&P500 que salieron a cotización desde 2003 hasta 2012. Durante este periodo estas compañías dedicaron el 54 % de su renta neta —un total de 2,4 billones de dólares— a recomprar sus acciones, en el mercado abierto en su práctica totalidad. Los dividendos absorbieron un 37 % adicional de su renta neta. Todo ello dejó muy poco para inversiones productivas o en rentas más altas para los empleados.*

A pesar de estar generalizada, esta percepción no se ajusta a los datos, por lo menos en lo que se refiere a las distribuciones de beneficios, tal como explican Fried y Wang (2018) y Roe (2018), también de Harvard. Esto se debe a las dificultades para calcular correctamente tanto las recompras netas como la inversión y a un foco demasiado centrado en las empresas más grandes y maduras de la economía.

Las recompras netas de acciones deben restar de la cifra de recompras las emisiones directas y las indirectas. Las emisiones indirectas se refieren a las acciones

recompradas que no se amortizan ni se mantienen en autocartera, sino que se utilizan para pagos en acciones por fusiones y adquisiciones, planes de acciones para los empleados y planes de remuneración de los directivos. Cuando se tienen en cuenta estas emisiones, las distribuciones netas bajan del 91 % que plantea Lazonick a menos del 50 % de los beneficios netos.

Por lo que se refiere a la inversión, es posible que las empresas hayan reducido inversiones que contablemente se tratan como gastos a corto plazo, tales como formación, publicidad o I+D, pero cualquiera de estos gastos ya se ha descontado al llegar a la cifra de beneficio neto que se puede distribuir entre los accionistas. Además, Fried y Wang (2018) observan que, para las empresas cotizadas estadounidenses, las cifras de inversión basadas en CAPEX e I+D no muestran un descenso, sino un incremento respecto a la media histórica.

Por último, hay que tener en cuenta que el dinero que las empresas distribuyen a sus accionistas debe ser reinvertido por estos en otros activos. El hecho de que las empresas grandes y maduras, con menores oportunidades de crecimiento, distribuyan sus beneficios y estos se reinviertan en empresas jóvenes y en crecimiento es natural y deseable. Comparando las distribuciones netas de las empresas del S&P500 con las de empresas cotizadas que no forman parte de ese índice, Fried y Wang (2018) observan que entre 2007 y 2016 estas últimas realizaron en todos los años emisiones netas de acciones, absorbiendo el 11 % de las distribuciones realizadas por las empresas del S&P500.

## 8 Conclusiones e implicaciones de regulación

Desde el punto de vista regulatorio, a la vista de lo expuesto en este trabajo, es importante distinguir los problemas de tres tipos de operativa de recompra de acciones diferentes según la finalidad con la que se realizan:

- i) Operaciones de compra de acciones propias dentro de un programa de recompra con el propósito de amortización, remuneración o pago en adquisiciones. Esta operativa está amparada como puerto seguro. Como se ha visto, se han identificado cuatro casos diferentes en los que los directivos y accionistas de control pueden modificar el momento en el que se realizan estas recompras para favorecer sus intereses particulares: la búsqueda de un aumento artificial de los beneficios por acción a corto plazo, el mantenimiento del valor de las opciones sobre acciones, el deseo de deshacerse de los accionistas descontentos y la obtención de un beneficio económico para los accionistas a largo plazo frente a los de corto. Con todo, estos problemas solo aparecerán si las recompras se realizan mediante operaciones directas de la empresa en el mercado y podrían eliminarse exigiendo a las empresas que realicen esas compras a través de parte interpuesta. En el caso español, hay pocas empresas que utilicen los programas de recompra y, cuando lo hacen, los volúmenes son poco significativos.
- ii) Operaciones que tienen por objeto aumentar la liquidez del mercado. En España estas operaciones se realizan a través del puerto seguro que proporcionan

los contratos de liquidez, que gestiona una agencia de valores independiente del emisor u otras entidades habilitadas. Como se ha visto, aunque muchas empresas españolas hacen uso de estos contratos de liquidez, el volumen de las compraventas es pequeño y no parece suponer un problema para la correcta formación de precios en el mercado.

- iii) Operaciones discrecionales de autocartera fuera de puerto seguro que, en el caso español, son numerosas y que, aunque muestran volúmenes generalmente reducidos, presentan una varianza considerable. A pesar de que estas operaciones podrían tener como finalidad cualquiera de las mencionadas en los dos casos anteriores, las empresas podrían, en caso de ser así, realizarlas a través de un puerto seguro. De hecho, sorprende comprobar que en España las empresas parecen incluir en la operativa discrecional algunas actuaciones que podrían haberse realizado dentro de programas de recompra.

En todo caso, es la operativa discrecional de autocartera la que concentra las sospechas de que se realiza para estabilizar o manipular los precios. Es importante notar que la estabilización está permitida y que el hecho de actuar fuera de un puerto seguro no implica necesariamente que haya manipulación de precios. Pero, en todo caso, las operaciones de estabilización —que buscan mantener el valor en un rango de precios— reducen la volatilidad de manera artificial. En consecuencia, se daña la eficiencia del mercado, al dar una impresión de menor variabilidad y menor riesgo del que existe.

A la vista de lo anterior, se plantean dos reflexiones sobre la normativa existente.

- i) Respecto a los programas de recompra que ofrecen un puerto seguro. En este sentido, habría que considerar si deberían ejecutarse estos programas a través de parte interpuesta. Además, a efectos de información, resultaría importante que las entregas de acciones relativas a las recompras dentro de un programa se notificasen siempre dentro de ese programa y no apareciesen nunca como autocartera discrecional. Esto ayudaría a reducir el volumen de operativa discrecional y además permitiría conocer el grado de cumplimiento de los objetivos del programa de recompra.
- ii) Respecto a la oportunidad de permitir las operaciones discrecionales de autocartera realizadas sin una parte interpuesta y la manera en la cual las empresas deberían informar sobre estas operaciones.

En particular, parece aconsejable un cambio en las obligaciones de información al mercado para las operaciones discrecionales de autocartera sin parte interpuesta. Tal como está planteada en la actualidad, la información que deben dar las empresas sobre su operativa de autocartera es muy detallada en algunos aspectos y está orientada a una supervisión *a posteriori* que resulta muy costosa, para la comprobación de que no se han manipulado los precios. Sería deseable que las empresas informasen trimestralmente del volumen de autocartera vivo al inicio y al fin y de las recompras realizadas durante el periodo, indicando: i) el volumen dentro de puerto seguro y fuera de él; ii) para las operaciones fuera de puerto seguro, el fin de cada una, siguiendo una clasificación que resumiese la amplia casuística; y iii) el destino y la justificación económica (en porcentajes) que se dará a la autocartera disponible al

final del periodo. Además, cuando se supere el umbral del 1 % y se comunique cada transacción, debería indicarse individualmente, y no solo como nota a pie de página, si se trata de una operación discrecional o si está dentro de un puerto seguro. Esto facilitaría la disciplina de mercado sobre las operaciones sospechosas de ser manipulativas.

## Referencias

Almeida, H., Fos, V. y Kronlund, M. (2016). «The real effects of share repurchases». *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, n.º 1, pp. 168-185.

Barclay, M.J. y Smith Jr., C.W. (1988). «Corporate payout policy: Cash dividends versus open-market repurchases». *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, n.º 1, pp. 61-82.

Boehme, R.D. y Sorescu, S.M. (2002). «The long-run performance following dividend initiations and resumptions: Underreaction or product of chance?». *Journal of Finance*, Vol. 57, n.º 2, pp. 871-900.

Bonaimé, A., Harford, J. y Moore, D. (2018). *Payout Policy Tradeoffs and the Rise of 10b5-1 Preset Repurchase Plans*. Working paper.

Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. y Michaely, R. (2005). «Payout policy in the 21<sup>st</sup> century». *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 483-527.

Brennan, M. y Thakor, A. (1990). «Shareholder preferences and dividend policy». *Journal of Finance*, Vol. 45, n.º 4, pp. 993-1.018.

Chemmanur, T.J., Cheng, Y. y Zhang, T. (2010). *Why Do Firms Undertake Accelerated Share Repurchase Programs?* Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1570842> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1570842>

Cook, D., Krigman, L. y Leach, J.C. (2003). «An analysis of SEC guidelines for executing open market repurchases». *Journal of Business*, Vol. 76, pp. 289-315.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. y Skinner, D.J. (2009). «Corporate payout policy». *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 3, n.ºs 2-3, pp. 95-287.

Dittmar, A. y Dittmar, R. (2008). «The timing of financing decisions: An examination of the correlation in financing waves». *Journal of Financial Economics*, Vol. 90, pp. 59-83.

Fama, E.F. (1991). «Efficient capital markets: II». *Journal of Finance*, Vol. 46, n.º 5, pp. 1.575-1.617.

— (1970). «Efficient capital markets: A review of theory and empirical work». *Journal of Finance*, Vol. 25, n.º 2, pp. 383-417.

- Farinha, J. (2003). «Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: An empirical analysis». *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 30, n.º 9-10, pp. 1.173-1.209.
- Fischel, D.R. y Ross, D.J. (1991). «Should the law prohibit “manipulation” in financial markets?». *Harvard Law Review*, Vol. 105, n.º 2, pp. 503-553.
- Fried, J. y Wang, C.C.Y. (2018). *Short-Termism and Capital Flows*. Law Working Paper n.º 342/2017.
- Fu, F. y Huang, S. (2015). «The persistence of long-run abnormal returns following stock repurchases and offerings». *Management Science*, Vol. 62, n.º 4 [Publicación en línea].
- Gilinger, E. y Hamon, J. (2009). «Share repurchase regulation: Do firms play by the rules?». *International Review of Law and Economics*, Vol. 29, pp. 81-96.
- Grullon, G. e Ikenberry, D.L. (2000). «What do we know about stock repurchases?». *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 13, n.º 1, pp. 31-51.
- Grullon, G., Michaely, R. y Swaminathan, B. (2002). «Are dividend changes a sign of firm maturity?». *Journal of Business*, Vol. 75, n.º 3, pp. 387-424.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (2000). «Agency problems and dividend policy around the world». *Journal of Finance*, Vol. 55, n.º 1, pp. 1-33.
- Lang, L.H.P. y Litzenger, R.H. (1989). «Dividend announcements: Cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?». *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, n.º 1, pp. 181-191.
- Lazonick, W. (2014). «Profits without prosperity». *Harvard Business Review*, septiembre, pp. 47-55.
- Lie, E. (2005). «Operating performance following open market share repurchase announcements». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, n.º 3, pp. 411-436.
- Manconi, A., Peyser, U. y Vermealen, T. (2018). «Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 54, n.º 5, pp. 1.899-1.935.
- Michaely, R., Thaler, R. y Womack, K. (1995). «Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?». *Journal of Finance*, Vol. 50, n.º 2, pp. 573-608
- Moore, D. (2018). *Managerial Self-Interest and Strategic Repurchases: Evidence from Equity Vesting Schedules*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3014462>.
- Obernberger, S. (2014). *The Timing of Actual Share Repurchases*. Working paper.

Oded, J. (2017). *Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=1344556>.

Peyer, U. y Vermaelen, T. (2009). «The nature and persistence of buyback anomalies». *Review of Financial Studies*, Vol. 22, n.º 4, pp. 1.693-1.745.

Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.

Roe, M. J. (2018). *Stock Market Short-Termism's Impact*. ECGI, Working Paper n.º 426/2018.

Skinner, D.J. (2008). «The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchase». *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, n.º 3, pp. 582-609.

Siems, M. y De Cesari, A. (2012). «The law and finance of share repurchases in Europe». *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 12, pp. 33-57.

Vermaelen, T. (2005). «Share repurchases». *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1, n.º 3, pp. 171-268.

### **III Anexo legislativo**



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

## Normativa nacional

- **Resolución de 27 de junio de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, sobre medidas de intervención de producto relativas a opciones binarias y contratos financieros por diferencias.

El 22 de mayo de 2018, ESMA adoptó la decisión de prohibir la comercialización, distribución o venta de opciones binarias a los inversores minoristas en la Unión Europea desde el 2 de julio de 2018 y la decisión de restringir la comercialización, distribución o venta de contratos por diferencias a los inversores minoristas en la Unión Europea a partir del 1 de agosto de 2018.

La CNMV ha considerado conveniente adoptar una resolución que permita la implementación de estas medidas en España de manera indefinida y que clarifique su forma de aplicación en el contexto de nuestro marco normativo, especialmente su interacción con la Circular 1/2018, de 12 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre advertencias relativas a instrumentos financieros.

La resolución entró en vigor al día siguiente al vencimiento de las medidas de intervención establecidas en las Decisiones de ESMA sobre opciones binarias y contratos financieros por diferencias, respectivamente. En consecuencia, el capítulo I, referente a opciones binarias, entró en vigor el 2 de julio de 2019 y el capítulo II, referente a contratos financieros por diferencias, entró en vigor el 1 de agosto de 2019.

Las medidas contenidas en esta resolución seguirán aplicándose en la jurisdicción española mientras no se aprecien cambios en las condiciones de mercado que permitan su derogación.

- **Resolución de 11 de julio de 2019, de la Secretaría General Técnica**, por la que se publica el Convenio con la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la persecución del fraude financiero por personas o entidades no autorizadas.

Este convenio tiene por objeto fijar el marco de colaboración entre la Dirección General de la Guardia Civil, a través de la Jefatura de Policía Judicial, y la CNMV en materia de persecución del fraude financiero y de las personas que operan al margen de los cauces legales previstos en la normativa del mercado de valores (personas o entidades no autorizadas).

- **Resolución de 17 de julio de 2019, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se publica la Adenda para prorrogar la encomienda de gestión al Banco de España, para la realización de labores de apoyo en la supervisión de modelos internos de solvencia de empresas de servicios de inversión.

Con fecha 12 de julio de 2019 se suscribió la Adenda por la que se prorroga la encomienda de gestión de la CNMV al Banco de España para la realización de labores de apoyo en la supervisión de modelos internos de solvencia de empresas de servicios de inversión.

## Normativa europea

- **Directiva (UE) 2019/1153 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019**, por la que se establecen normas destinadas a facilitar el uso de información financiera y de otro tipo para la prevención, detección, investigación o enjuiciamiento de infracciones penales y por la que se deroga la Decisión 2000/642/JAI del Consejo. Publicada en el *DOUE* n.º 186, de 11/07/2019.
- **Corrección de errores del Reglamento Delegado (UE) n.º 153/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos que deben cumplir las entidades de contrapartida central. Publicada en el *DOUE* n.º 185, de 11/07/2019.
- **Directiva (UE) 2019/1160 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019**, por la que se modifican las Directivas 2009/65/CE y 2011/61/UE en lo que respecta a la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva. Publicada en el *DOUE* n.º 188, de 12/07/2019.
- **Reglamento (UE) 2019/1156 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019**, por el que se facilita la distribución transfronteriza de organismos de inversión colectiva y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 345/2013, (UE) n.º 346/2013 y (UE) n.º 1286/2014. Publicado en el *DOUE* n.º 188, de 12/07/2019.

## Otros

- **Resolución de 5 de julio de 2019, del Banco de España**, por la que se publica la relación de participantes directos en TARGET2-Banco de España, así como la relación de entidades participantes (asociadas y representadas) y las modificaciones de participación en el Sistema Nacional de Compensación Electrónica.

**IV Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

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

CUADRO 1.1

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	45	46	46	19	24	14	11	9
Ampliaciones de capital	45	44	45	19	24	14	11	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	0	2	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	18	12	12	5	5	5	4	4
De las cuales dividendo elección	12	9	10	5	3	5	4	4
Ampliaciones de capital por conversión	8	5	6	2	2	2	0	1
De contrapartida no monetaria	3	8	7	3	3	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	11	8	10	2	3	3	1	2
Sin negociación de derechos de suscripción	11	15	16	7	10	3	6	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	0	0	0	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	81	89	81	19	26	14	13	9
Ampliaciones de capital	79	82	80	19	26	14	13	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	0	2	1	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	25	16	17	5	5	5	4	4
De las cuales dividendo elección	19	13	15	5	3	5	4	4
Ampliaciones de capital por conversión	17	6	10	2	2	2	0	1
De contrapartida no monetaria	4	12	9	3	3	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	11	8	10	2	3	3	1	2
Sin negociación de derechos de suscripción	18	36	32	7	11	3	7	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	7	1	0	0	0	0	0
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	20.251,7	32.538,1	12.063,2	3.897,0	3.611,7	1.733,7	1.113,7	1.140,5
Ampliaciones de capital	19.745,1	29.593,6	11.329,5	3.897,0	3.611,7	1.733,7	1.113,7	1.140,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	807,6	956,2	200,1	0,0	200,1	10,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	5.898,3	3.807,3	3.939,7	2.120,3	323,5	347,5	140,4	1.074,9
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	2.120,3	299,0	347,5	140,4	1.074,9
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	153,3	9,9	13,0	0,0	0,7
De contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	1.791,7	8.469,3	2.999,7	1.263,4	557,3	0,0	351,6	0,0
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	888,4	109,2	141,5	1.352,7	199,8	44,6
Sin negociación de derechos de suscripción	2.390,2	6.880,5	2.912,9	250,7	2.379,5	10,5	421,9	20,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	506,6	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	4.206,1	3.165,1	2.092,4	388,5	479,7	230,9	414,9	194,5
Ampliaciones de capital	4.189,8	2.662,8	1.810,6	388,5	479,7	230,9	414,9	194,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	28,2	749,2	104,9	0,0	104,9	0,5	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	877,8	324,3	381,6	170,8	76,7	140,9	15,2	148,8
De las cuales dividendo elección	708,0	299,1	357,1	170,8	52,2	140,9	15,2	148,8
Ampliaciones de capital por conversión	648,0	182,8	90,0	2,7	1,0	12,4	0,0	0,7
De contrapartida no monetaria	248,9	181,9	557,6	132,7	204,1	0,0	210,2	0,0
Con derecho de suscripción preferente	1.403,0	882,0	611,1	76,6	68,3	76,9	141,2	44,6
Sin negociación de derechos de suscripción	983,9	342,6	65,5	5,6	24,7	0,2	48,2	0,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	16,3	502,3	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>4</sup></b>								
Número de emisores	15	13	8	3	2	5	2	4
Número de emisiones	21	15	12	4	2	5	2	5
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	52,3	3,4	20,3	3,4	69,1
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	52,3	3,4	20,3	3,4	69,1
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: agosto de 2019.

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

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

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

CUADRO 1.2

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	130	134	133	131	133	132	132	129
Empresas extranjeras	7	7	8	8	8	8	8	7
Segundo mercado	5	4	4	4	4	4	4	4
Madrid	2	1	1	1	1	1	1	1
Barcelona	3	3	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	14	12	11	11	11	11	10	9
Madrid	5	4	4	4	4	4	3	3
Barcelona	8	6	6	6	6	6	5	5
Bilbao	5	4	3	3	3	3	3	2
Valencia	3	3	3	3	3	3	2	2
MAB	3.336	2.965	2.842	2.856	2.842	2.816	2.774	2.757
Latibex	20	20	19	19	19	19	19	19

1 Datos al final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto de 2019.

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

## Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	779.123,8	877.867,6	733.656,4	833.728,9	733.656,4	812.919,7	813.664,3	750.229,7
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	151.043,2	178.620,3	143.598,7	183.387,7	143.598,7	170.909,4	177.526,6	137.166,5
Ibex 35	484.059,2	534.250,1	444.178,3	482.579,5	444.178,3	483.168,5	478.002,5	458.095,7
Segundo mercado	114,1	49,9	37,4	39,3	37,4	45,3	45,4	45,3
Madrid	72,0	8,7	1,9	3,3	1,9	1,7	1,9	1,9
Barcelona	42,1	41,2	35,4	36,0	35,4	43,7	43,5	43,3
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.291,6	1.288,5	1.459,1	1.532,3	1.459,1	1.446,0	1.240,4	1.183,0
Madrid	289,9	165,9	219,4	234,2	219,4	226,6	66,3	68,1
Barcelona	1.136,6	1.134,3	1.318,4	1.399,3	1.318,4	1.305,8	1.082,6	1.069,5
Bilbao	54,0	211,3	56,5	263,3	56,5	56,5	79,8	32,9
Valencia	349,2	54,0	257,0	54,1	257,0	264,7	77,8	77,8
MAB <sup>5</sup>	38.580,8	43.804,8	40.020,7	43.032,7	40.020,7	42.358,3	42.822,3	42.844,1
Latibex	198.529,6	215.277,7	223.491,3	239.781,3	223.491,3	231.334,0	239.265,8	183.995,5

1 Datos al final de periodo.

2 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	635.797,8	640.293,7	583.327,6	116.892,9	132.062,2	106.970,0	129.816,2	66.747,4
Empresas extranjeras	6.018,0	6.908,0	3.517,1	841,5	717,0	901,5	918,9	414,0
Segundo mercado	3,1	0,7	0,8	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0
Madrid	2,7	0,5	0,6	0,4	0,0	0,1	0,1	0,0
Barcelona	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	7,4	8,1	8,2	2,0	2,1	0,9	3,2	1,2
Madrid	3,2	2,3	0,7	0,1	0,7	0,0	0,6	0,1
Barcelona	4,2	6,2	7,4	1,9	1,4	0,9	0,5	0,9
Bilbao	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	0,1
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
MAB	5.055,1	4.985,6	4.216,3	762,0	1.032,3	932,6	1.018,9	482,7
Latibex	156,4	130,8	151,6	31,6	43,0	38,8	26,0	20,0

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

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

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

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
En sesión	619.351,6	619.108,6	552.716,8	113.345,0	126.786,8	103.130,8	127.429,1	64.818,1
Órdenes	346.980,8	335.917,3	300.107,8	70.956,2	71.170,0	64.703,7	66.302,8	39.771,0
Aplicaciones	68.990,5	51.315,9	48.644,1	10.691,5	10.917,4	9.481,2	8.715,0	6.873,5
Bloques	203.380,2	231.875,3	203.965,0	31.697,3	44.699,3	28.946,0	52.411,3	18.173,6
Fuera de hora	1.996,2	2.373,8	1.667,2	154,0	345,5	609,3	617,0	624,7
Autorizadas	12.667,0	9.265,3	2.597,0	720,9	772,9	406,1	279,8	653,8
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	1.474,8	1.294,8	1.720,1	337,6	156,3
OPV	777,5	2.288,1	1.333,2	89,0	534,0	0,0	39,5	20,0
Toma de razón	37,3	0,0	200,0	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	5.408,3	4.462,2	3.793,9	627,2	1.640,5	692,2	722,1	233,4
Operaciones de cobertura	1.833,8	2.405,7	2.037,8	482,0	487,6	411,4	391,1	241,1

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

2 Datos disponibles: agosto de 2019.

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	51	48	43	16	20	15	17	11
Cédulas hipotecarias	13	9	12	4	7	5	7	2
Cédulas territoriales	3	1	2	0	2	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	12	7	7	9	8	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	20	21	14	2	6	1	3	3
Pagarés de empresa	14	13	13	6	4	2	3	4
De titulización	1	1	1	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	13	12	12	6	4	2	3	4
Otras emisiones de renta fija	1	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	4	1	1	1	0	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	399	378	303	69	76	70	66	38
Cédulas hipotecarias	41	28	28	4	13	9	7	2
Cédulas territoriales	4	1	2	0	2	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	277	276	215	53	40	56	50	21
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	61	58	41	5	16	2	6	11
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	15	13	13	6	4	2	3	4
De titulización	1	1	1	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	14	12	12	6	4	2	3	4
Otras emisiones de renta fija	1	1	0	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	1	4	1	1	1	0	0
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	139.028,2	109.487,4	101.295,6	11.793,1	58.433,0	20.850,0	14.325,0	11.135,2
Cédulas hipotecarias	31.642,5	29.823,7	26.575,0	5.050,0	14.700,0	2.745,0	5.930,0	4.500,0
Cédulas territoriales	7.250,0	350,0	2.800,0	0,0	2.800,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170,4	30.006,2	35.836,4	1.430,7	28.245,7	13.620,0	2.364,6	937,2
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	35.504,9	29.415,4	18.145,2	1.048,0	7.912,5	1.270,0	2.881,4	2.822,0
Pagarés de empresa <sup>3</sup>	22.960,4	17.911,2	15.089,1	3.264,4	4.524,8	2.215,0	3.149,0	2.876,0
De titulización	1.880,0	1.800,0	240,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	21.080,4	16.111,2	14.849,1	3.264,4	4.524,8	2.215,0	3.149,0	2.876,0
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	1.000,0	250,0	1.000,0	0,0	0,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	4.278,7	6.504,6	4.923,0	933,2	1.301,3	350,0	0,0	0,0
Emisiones aseguradas	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

2 Programas registrados.

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

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

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total	130.141,0	121.556,6	76.751,3	10.932,3	25.017,2	52.557,5	14.236,2	14.329,3
Pagarés	22.770,6	18.388,9	15.007,0	2.797,8	5.073,5	1.963,7	3.364,4	3.089,7
Bonos y obligaciones	31.723,0	43.182,3	19.234,2	852,5	2.301,2	38.038,8	2.790,4	2.087,6
Cédulas hipotecarias	31.392,5	30.000,0	19.935,0	5.050,0	8.060,0	9.285,0	6.030,0	4.500,0
Cédulas territoriales	7.250,0	350,0	800,0	0,0	800,0	2.000,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	35.504,9	28.635,4	18.925,2	1.232,0	8.532,5	1.270,0	1.051,4	4.652,0
Participaciones preferentes	0,0	1.000,0	2.850,0	1.000,0	250,0	0,0	1.000,0	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: agosto de 2019.

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	375	362	353	363	353	347	337	329
Renta fija privada	374	342	320	330	320	314	304	296
Pagarés	14	14	9	11	9	9	9	9
Bonos y obligaciones	52	48	45	46	45	44	42	41
Cédulas hipotecarias	43	41	40	41	40	38	39	37
Cédulas territoriales	9	7	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	276	262	244	253	244	239	229	223
Participaciones preferentes	9	4	7	6	7	6	6	6
Bonos matador	6	6	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	1	20	33	33	33	33	33	33
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	-	11	14	14	14	13	13	13
Deuda pública extranjera	-	-	9	9	9	10	10	10
Otra deuda pública	-	7	8	8	8	8	8	8
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	2.637	2.468	2.851	2.881	2.851	2.841	2.858	2.807
Renta fija privada	2.433	2.084	1.917	1.964	1.917	1.890	1.901	1.854
Pagarés	351	179	106	101	106	89	108	109
Bonos y obligaciones	856	764	737	755	737	749	752	738
Cédulas hipotecarias	231	218	213	211	213	209	207	206
Cédulas territoriales	29	24	20	22	20	21	21	21
Bonos de titulización	948	889	828	863	828	810	785	767
Participaciones preferentes	12	4	8	7	8	7	8	8
Bonos matador	6	6	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	204	384	934	917	934	951	957	953
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	192	226	243	226	243	242	246	241
Deuda autonómica	-	133	164	163	164	167	170	170
Deuda pública extranjera	-	-	502	500	502	517	516	517
Otra deuda pública	-	13	13	16	13	13	13	13
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	1.408.556,6	1.466.964,4	6.663.565,5	6.688.189,9	6.663.565,5	6.691.658,7	6.588.828,9	6.564.106,0
Renta fija privada	531.056,9	493.629,6	448.394,4	477.131,8	448.394,4	472.155,5	463.325,3	469.086,3
Pagarés	16.637,4	11.978,9	9.308,7	7.797,9	9.308,7	8.655,4	8.665,5	9.226,2
Bonos y obligaciones	85.477,8	70.127,7	47.894,0	73.761,6	47.894,0	72.955,9	70.786,7	72.710,1
Cédulas hipotecarias	180.677,5	181.308,7	183.266,8	180.845,1	183.266,8	187.023,7	186.258,2	189.277,6
Cédulas territoriales	29.387,3	23.862,3	18.362,3	20.062,3	18.362,3	19.862,3	19.862,3	19.862,3
Bonos de titulización	217.992,1	204.570,0	185.002,7	190.355,1	185.002,7	179.103,4	172.197,8	172.455,3
Participaciones preferentes	497,8	1.395,0	4.245,0	3.995,0	4.245,0	4.240,0	5.240,0	5.240,0
Bonos matador	386,9	386,9	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	877.499,6	973.334,7	6.215.171,1	6.211.058,2	6.215.171,1	6.219.503,2	6.125.503,6	6.095.019,7
Letras del Tesoro	81.037,1	78.835,2	70.442,2	68.538,1	70.442,2	68.686,8	67.284,4	64.555,4
Bonos y obligaciones del Estado	796.462,5	864.059,7	918.000,0	917.024,0	918.000,0	942.865,7	949.953,2	941.449,5
Deuda autonómica	-	28.620,8	33.100,4	32.484,0	33.100,4	35.497,1	34.989,3	35.028,4
Deuda pública extranjera	-	-	5.192.055,3	5.190.554,7	5.192.055,3	5.170.880,4	5.071.703,5	5.052.413,2
Otra deuda pública	-	1.819,1	1.573,2	2.457,4	1.573,2	1.573,2	1.573,2	1.573,2

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

2 Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	169.658,2	68.422,0	94.241,3	20.172,5	25.543,9	49.240,2	44.245,0	29.699,5
Renta fija privada	169.534,0	68.297,4	435,4	62,9	53,1	81,4	71,5	35,4
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	62,7	52,8	78,5	60,0	35,2
Cédulas hipotecarias	79.115,6	24.936,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	5.329,3	381,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	36.554,9	18.502,5	7,3	0,0	0,3	2,0	11,5	0,1
Participaciones preferentes	43,1	1.482,3	1,2	0,2	0,1	0,9	0,0	0,1
Bonos matador	11,1	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	124,2	124,6	93.805,8	20.109,6	25.490,8	49.158,8	44.173,5	29.664,1
Letras del Tesoro	8,5	4,2	24.766,7	8.792,7	12.355,2	4.301,8	5.501,1	5.636,2
Bonos y obligaciones del Estado	115,8	120,4	56.122,5	6.960,0	6.477,3	33.406,7	26.937,1	18.204,5
Deuda autonómica	-	0,0	3,2	0,0	0,0	26,0	7,6	1,5
Deuda pública extranjera	-	-	12.913,5	4.356,9	6.658,3	11.424,4	11.709,7	5.821,9
Otra deuda pública	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,0	0,0
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	169.658,3	68.422,0	94.241,3	20.172,5	25.543,9	49.240,2	44.245,0	29.699,5
Simple	127.643,7	57.723,9	94.241,3	20.172,5	25.543,9	49.240,2	44.245,0	29.699,5
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: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	117.373,0	49.230,2	92.661,9	20.168,5	24.430,5	49.235,5	44.241,5	29.698,1
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	20.168,5	24.430,5	49.235,5	44.241,5	29.698,1
Entidades de crédito	46.583,9	15.363,2	437,9	51,2	98,4	123,5	107,8	64,5
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	20.117,2	24.332,1	49.111,9	44.133,7	29.633,6
Administraciones públicas	4.969,7	3.196,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH <sup>2</sup>	1.076,0	256,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	41.159,9	20.882,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: mayo 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	17	15	14	14	14	14	13	13
Emisores privados	7	7	6	6	6	6	5	5
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	7	7	6	6	6	6	5	5
Administraciones públicas <sup>2</sup>	10	8	8	8	8	8	8	8
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	75	64	58	60	58	60	59	59
Emisores privados	26	24	19	19	19	19	16	16
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	26	24	19	19	19	19	16	16
Administraciones públicas <sup>2</sup>	49	40	39	41	39	41	43	43
Comunidades autónomas	23	22	21	22	21	21	21	21
<b>SALDO VIVO<sup>3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	10.203,4	9.718,0	8.268,3	8.438,0	8.268,3	8.247,4	8.202,0	8.187,7
Emisores privados	899,4	760,6	589,8	611,9	589,8	567,5	517,8	503,6
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	611,9	589,8	567,5	517,8	503,6
Administraciones públicas <sup>2</sup>	9.304,0	8.957,4	7.678,5	7.826,1	7.678,5	7.679,9	7.684,1	7.684,1
Comunidades autónomas	8.347,6	8.193,1	6.959,7	7.079,7	6.959,7	6.959,7	6.959,7	6.959,7

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	165.472,0	131.475,0	96.708,0	20.309,0	25.505,0	43.454,0	35.920,0	23.649,0
Simples	165.472,0	131.475,0	96.708,0	20.309,0	25.505,0	43.454,0	35.920,0	23.649,0
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: agosto de 2019.

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEF

#### Negociación en MEF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Sobre deuda	360	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono notional <sup>2</sup>	360	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 <sup>3,4</sup>	7.468.299	6.911.671	6.983.287	1.552.198	1.833.729	1.926.515	1.952.837	1.402.113
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.836.500	6.268.290	6.342.478	1.430.789	1.611.803	1.473.355	1.463.601	1.067.822
Futuro mini sobre Ibex 35	249.897	161.886	149.023	30.556	36.175	349.688	351.831	264.026
Futuro micro sobre Ibex 35	-	-	-	-	-	27	5	1
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	58.044	43.372	70.725	7.218	34.672	24.017	51.710	9.800
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	1.619	7.753	2.745	690	490	0	4	0
Opción call mini	169.871	206.843	193.480	41.750	64.297	36.917	33.841	23.552
Opción put mini	152.368	223.527	224.835	41.195	86.292	42.511	51.846	36.913
Sobre acciones <sup>5</sup>	32.736.458	32.335.004	31.412.879	6.542.076	8.641.796	8.703.690	9.672.088	2.794.644
Futuros	9.467.294	11.671.215	10.703.192	2.015.974	2.683.936	4.865.427	5.841.433	665.173
Futuros sobre dividendos de acciones	367.785	346.555	471.614	58.563	127.608	96.355	496.789	27.432
Futuros sobre dividendos de acciones plus	760	880	200	0	200	0	0	0
Opción call	11.239.662	8.848.643	7.761.974	1.786.866	1.917.543	1.812.214	1.555.488	872.216
Opción put	11.660.957	11.467.711	12.475.899	2.680.673	3.912.509	1.929.694	1.778.378	1.229.823

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

2 Nominal del contrato: 100.000 euros.

3 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) y micro (multiplicador de 0,1 euros) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

4 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Importe de las primas (millones de euros)	2.688,6	2.433,6	2.084,9	313,9	320,5	470,5	563,5	147,8
Sobre acciones	1.438,2	939,5	819,0	141,0	169,0	246,0	252,1	87,2
Sobre índices	1.153,1	1.443,0	1.160,5	139,2	145,0	199,5	261,4	58,7
Otros <sup>2</sup>	97,2	51,1	105,5	33,7	6,5	25,0	50,0	1,9
Número de emisiones	7.809	5.730	5.231	1.039	871	1.452	1.631	331
Número de emisores	5	6	5	4	3	5	5	3
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	650,0	1.964,5	953,0	250,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	650,0	1.950,0	950,0	250,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	14,5	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	4	15	11	2	0	0	0	0
Número de emisores	1	2	2	1	0	0	0	0

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

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

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	715,5	462,6	435,2	86,0	152,9	87,3	81,6	43,5
Sobre acciones nacionales	248,4	156,8	93,3	20,7	29,8	19,8	25,6	9,3
Sobre acciones extranjeras	32,6	29,9	31,6	7,0	10,3	3,6	4,5	2,9
Sobre índices	420,4	266,0	305,5	57,5	111,1	63,5	50,3	30,6
Otros <sup>2</sup>	14,2	9,9	4,8	0,8	1,6	0,3	1,1	0,5
Número de emisiones <sup>3</sup>	6.296	5.084	3.986	864	954	972	938	803
Número de emisores <sup>3</sup>	8	7	7	6	7	7	7	8
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1
Número de emisiones <sup>3</sup>	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores <sup>3</sup>	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	6.045,2	4.464,1	2.806,4	456,6	632,7	467,1	375,9	317,9
Número de fondos	33	8	6	6	6	6	6	5
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	349,3	359,3	288,9	334,1	288,9	301,3	296,5	260,5

1 Datos disponibles: agosto 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		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	40	41	39	40	39	39	39	40
Sucursales	27	24	25	26	25	23	22	18
Representantes	5.761	5.747	2.027	2.165	2.027	1.974	1.954	1.949
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	41	48	52	53	52	54	55	55
Sucursales	22	23	21	24	21	21	22	25
Representantes	492	461	414	423	414	356	374	378
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
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
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	160	171	158	162	158	152	146	146
Sucursales	15	19	21	23	21	21	23	23
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>2</sup></b>								
Entidades nacionales	126	122	114	120	114	113	113	113

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

2 Fuente: Banco de España.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total	3.310	3.339	3.474	3.435	3.474	3.535	3.596	3.611
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	2.840	2.869	2.999	2.964	2.999	3.065	3.114	3.130
Con sucursal	46	53	61	55	61	61	64	62
En libre prestación de servicios	2.794	2.816	2.938	2.909	2.938	3.004	3.050	3.068
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito <sup>2</sup>								
Comunitarias	467	467	472	468	472	467	479	478
Con sucursal	460	461	466	463	466	461	473	472
En libre prestación de servicios	55	52	53	53	53	50	54	53
Filiales en libre prestación de servicios	405	409	413	410	413	411	419	419
Extracomunitarias	0	0	0	0	0	0	0	0
Con sucursal	7	6	6	5	6	6	6	6
En libre prestación de servicios	5	4	3	3	3	3	3	3
Extracomunitarias	2	2	3	2	3	3	3	3
En libre prestación de servicios								

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

2 Fuente: Banco de España y CNMV.

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

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	4.625.411,6	3.727.687,0	3.082.789,5	888.233,8	644.508,3	684.049,0	883.235,8	812.562,2
Sociedades de valores	3.171.599,2	2.347.959,0	2.184.921,9	629.121,5	463.909,0	487.804,5	615.169,4	575.936,8
Mercados organizados nacionales	1.350.483,4	836.831,1	855.948,9	230.333,3	222.782,1	205.986,0	247.928,9	220.796,9
Otros mercados nacionales	1.570.540,0	1.255.087,2	1.111.231,9	338.333,8	205.198,5	231.533,7	296.146,3	265.019,0
Mercados extranjeros	250.575,8	256.040,7	217.741,1	60.454,4	35.928,4	50.284,8	71.094,2	90.120,9
Agencias de valores	1.453.812,4	1.379.728,0	897.867,6	259.112,3	180.599,3	196.244,5	268.066,4	236.625,4
Mercados organizados nacionales	25.247,8	6.067,6	6.237,8	1.231,9	944,6	2.393,6	6.567,9	5.131,7
Otros mercados nacionales	1.222.925,7	1.175.387,4	702.731,7	206.672,4	148.974,5	140.269,1	219.215,9	195.568,6
Mercados extranjeros	205.638,9	198.273,0	188.898,1	51.208,0	30.680,2	53.581,8	42.282,6	35.925,1
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	798.564,7	804.328,3	630.896,1	213.323,2	118.831,1	137.264,0	137.077,5	358.803,5
Sociedades de valores	636.727,0	660.312,8	600.442,4	204.926,8	114.083,1	131.497,7	131.816,5	354.079,3
Mercados organizados nacionales	583.283,9	610.682,8	525.648,7	173.871,0	105.785,0	110.589,9	78.179,0	92.697,9
Otros mercados nacionales	2.313,1	3.178,2	839,1	290,6	143,7	203,7	148,3	235,0
Mercados extranjeros	51.130,0	46.451,8	73.954,6	30.765,2	8.154,4	20.704,1	53.489,2	261.146,4
Agencias de valores	161.837,7	144.015,5	30.453,7	8.396,4	4.748,0	5.766,3	5.261,0	4.724,2
Mercados organizados nacionales	11.090,1	7.037,7	6.462,5	1.625,2	1.176,9	1.788,5	1.922,8	1.694,7
Otros mercados nacionales	8.902,9	12.052,0	1.328,5	319,2	217,1	329,2	250,4	252,7
Mercados extranjeros	141.844,7	124.925,8	22.662,7	6.452,0	3.354,0	3.648,6	3.087,8	2.776,8

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

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

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
Total	10.985.305,6	10.708.583,9	10.308.915,0	2.659.541,6	2.257.783,7	2.578.868,8	2.524.895,6	2.594.223,7
Sociedades de valores	10.698.379,2	10.528.524,3	10.065.090,4	2.595.678,8	2.212.452,0	2.506.350,8	2.449.278,4	2.526.680,4
Mercados organizados nacionales	4.842.990,7	5.330.761,9	5.457.270,1	1.384.442,9	1.250.515,7	1.423.241,9	1.253.396,9	1.139.191,0
Mercados organizados extranjeros	5.204.785,7	4.676.156,7	3.927.718,5	1.036.058,2	863.611,6	849.883,8	952.954,8	1.008.116,6
Mercados no organizados	650.602,8	521.605,7	680.101,8	175.177,7	98.324,7	233.225,1	242.926,7	379.372,8
Agencias de valores	286.926,4	180.059,6	243.824,6	63.862,8	45.331,7	72.518,0	75.617,2	67.543,3
Mercados organizados nacionales	20.935,4	17.171,0	30.836,1	9.147,5	5.236,5	11.703,7	3.795,6	14.570,6
Mercados organizados extranjeros	59.427,1	48.043,8	105.915,8	27.491,9	21.002,9	27.394,7	34.491,2	24.127,6
Mercados no organizados	206.563,9	114.844,8	107.072,7	27.223,4	19.092,3	33.419,6	37.330,4	28.845,1

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

**Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total <sup>2</sup>	15.818	12.601	16.170	13.968	14.928	16.170	17.466	19.522
Sociedades de valores. Total	5.743	3.769	3.805	3.903	3.900	3.805	3.710	3.662
IIC <sup>3</sup>	34	18	37	28	32	37	35	37
Otras <sup>4</sup>	5.709	3.751	3.768	3.875	3.868	3.768	3.675	3.625
Agencias de valores. Total	6.512	8.831	12.364	10.065	11.028	12.364	13.756	15.860
IIC <sup>3</sup>	90	89	83	93	91	83	83	80
Otras <sup>4</sup>	6.422	8.742	12.281	9.972	10.937	12.281	13.673	15.780
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	3.563	1	1	-	-	1	-	-
IIC <sup>3</sup>	1	1	1	-	-	1	-	-
Otras <sup>4</sup>	3.562	0	0	-	-	0	-	-
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total <sup>2</sup>	13.298.318	36.923.861	4.843.460	6.029.150	5.554.205	4.843.460	4.765.183	4.928.332
Sociedades de valores. Total	5.534.052	33.958.038	2.205.697	2.793.817	2.417.154	2.205.697	2.327.995	2.394.805
IIC <sup>3</sup>	890.371	344.474	838.379	641.621	834.096	838.379	860.229	921.876
Otras <sup>4</sup>	4.643.682	33.613.564	1.367.318	2.152.195	1.583.058	1.367.318	1.467.766	1.472.929
Agencias de valores. Total	2.557.207	2.949.741	2.619.297	3.235.333	3.137.051	2.619.297	2.437.188	2.533.527
IIC <sup>3</sup>	1.352.653	1.595.851	1.295.580	1.728.140	1.662.052	1.295.580	1.107.640	974.538
Otras <sup>4</sup>	1.204.553	1.353.890	1.323.717	1.507.193	1.474.999	1.323.717	1.329.548	1.558.989
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	5.207.059	16.082	18.466	-	-	18.466	-	-
IIC <sup>3</sup>	15.916	16.082	18.466	-	-	18.466	-	-
Otras <sup>4</sup>	5.191.143	0	0	-	-	0	-	-

1 Datos al final de periodo.

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

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

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

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

CUADRO 2.6

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total ESI (excepto EAF <sup>3</sup> )	21.341	20.170	23.149	22.721	24.116	23.149	23.947	24.478
Sociedades de valores. Total	4.678	5.125	5.241	5.523	5.825	5.241	5.605	5.852
Clientes minoristas	4.669	5.108	5.211	5.497	5.795	5.211	5.574	5.820
Clientes profesionales	3	6	21	17	21	21	23	24
Contrapartes elegibles	6	11	9	9	9	9	8	8
Agencias de valores. Total	14.358	15.045	17.908	17.198	18.291	17.908	18.342	18.626
Clientes minoristas	14.170	14.881	17.654	17.016	18.108	17.654	18.093	18.363
Clientes profesionales	154	132	199	134	134	199	202	210
Contrapartes elegibles	34	32	55	48	49	55	47	53
Sociedades gestoras de cartera <sup>3</sup> . Total	2.305	0	0	-	-	0	-	-
Clientes minoristas	2.303	0	0	-	-	0	-	-
Clientes profesionales	2	0	0	-	-	0	-	-
Contrapartes elegibles	0	0	0	-	-	0	-	-
<b>Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero<sup>4</sup> (miles de euros)</b>								
Total ESI (excepto EAF <sup>4</sup> )	11.515	16.473	35.287	6.626	11.411	35.287	3.878	14.337
Sociedades de valores	2.547	5.555	9.562	2.352	4.945	9.562	1.152	7.599
Agencias de valores	8.614	10.918	25.725	4.274	6.466	25.725	2.726	6.738
Sociedades gestoras de cartera <sup>4</sup>	354	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 I-2016 solo se muestra la información pública de final de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

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

Miles de euros<sup>1</sup>

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	53.930	21.377	73.969	50.418	73.969	1.537	12.446	27.042
II. Comisiones netas	373.552	402.154	296.037	224.194	296.037	54.965	118.404	145.995
Comisiones percibidas	538.586	549.298	414.595	314.030	414.595	81.242	184.559	225.074
Tramitación y ejecución de órdenes	245.700	217.601	160.320	125.574	160.320	28.307	65.962	83.397
Colocación y aseguramiento de emisiones	5.955	17.553	11.090	7.732	11.090	155	2.153	3.702
Depósito y anotación de valores	47.843	38.200	42.958	31.676	42.958	11.013	22.946	26.066
Gestión de carteras	23.738	49.720	13.505	10.298	13.505	2.995	6.163	7.159
Diseño y asesoramiento	14.648	16.406	21.135	12.663	21.135	3.445	12.469	14.185
Búsqueda y colocación de paquetes	2.155	1.500	543	275	543	0	16	1.038
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	75.505	83.354	55.483	42.614	55.483	13.368	27.276	31.695
Otras	123.042	124.964	109.561	83.198	109.561	21.958	47.574	57.832
Comisiones satisfechas	165.034	147.144	118.558	89.836	118.558	26.277	66.155	79.079
III. Resultado de inversiones financieras	104.292	43.725	27.088	23.262	27.088	8.595	17.277	19.481
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.177	28.507	16.614	17.830	16.614	7.985	15.491	18.450
V. Margen bruto	530.597	495.763	413.708	315.704	413.708	73.082	163.618	210.967
VI. Resultado de explotación	169.499	145.364	85.837	71.194	85.837	-316	16.219	38.792
VII. Resultado de actividades continuadas	140.521	120.683	91.771	73.535	91.771	1.412	18.179	39.478
VIII. Resultado neto del ejercicio	140.521	157.065	91.771	73.535	91.771	1.412	18.179	39.478

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

2 Datos disponibles: julio de 2019.

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

CUADRO 2.8

 Miles de euros<sup>1</sup>

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL</b>								
Total	152.893	92.832	114.751	74.932	91.929	114.751	18.860	46.603
Activos monetarios y deuda pública	8.332	3.909	11.193	4.042	4.996	11.193	1.277	1.816
Otros valores de renta fija	35.415	34.369	11.842	9.231	13.858	11.842	6.852	14.210
Cartera interior	19.863	20.941	8.304	2.371	4.898	8.304	3.149	5.680
Cartera exterior	15.552	13.428	3.538	6.860	8.960	3.538	3.703	8.530
Renta variable	135.587	53.601	10.844	5.531	8.216	10.844	1.344	6.250
Cartera interior	14.010	11.494	9.901	5.105	7.504	9.901	971	3.542
Cartera exterior	121.577	42.107	943	426	712	943	373	2.708
Derivados	-52.325	-40.286	-1.167	-159	-112	-1.167	-1.026	-1.236
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-471	-288	-107	-20	-46	-107	-99	-934
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-1.030	114	3.884	1.223	2.732	3.884	524	255
Diferencias de cambio netas	-29.730	4.353	283	194	73	283	41	-78
Otros productos y cargas de explotación	28.555	24.154	16.330	12.257	17.757	16.330	7.943	15.571
Otras operaciones	28.560	12.906	61.649	42.633	44.455	61.649	2.004	10.749
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	53.930	21.377	73.968	46.032	50.419	73.968	1.536	12.445
Activos monetarios y deuda pública	1.708	1.576	2.036	1.019	1.446	2.036	482	648
Otros valores de renta fija	1.742	1.285	1.300	655	946	1.300	620	1.432
Cartera interior	809	415	124	51	72	124	36	67
Cartera exterior	933	870	1.176	604	874	1.176	584	1.365
Renta variable	24.619	6.140	3.673	1.777	2.479	3.673	54	1.824
Cartera interior	3.298	3.047	2.892	1.291	1.956	2.892	42	924
Cartera exterior	21.321	3.093	781	486	523	781	12	900
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-471	-288	-107	-20	-46	-107	-99	-934
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	-1.030	114	3.884	1.223	2.732	3.884	524	255
Otras operaciones	27.362	12.550	63.182	41.378	42.862	63.182	-45	9.220
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	104.291	43.725	27.088	16.137	23.262	27.088	8.593	17.278
Activos monetarios y deuda pública	6.624	2.333	9.157	3.023	3.550	9.157	795	1.168
Otros valores de renta fija	33.673	33.084	10.542	8.576	12.912	10.542	6.232	12.778
Cartera interior	19.054	20.526	8.180	2.320	4.826	8.180	3.113	5.613
Cartera exterior	14.619	12.558	2.362	6.256	8.086	2.362	3.119	7.165
Renta variable	110.968	47.461	7.171	3.754	5.737	7.171	1.290	4.426
Cartera interior	10.712	8.447	7.009	3.814	5.548	7.009	929	2.618
Cartera exterior	100.256	39.014	162	-60	189	162	361	1.808
Derivados	-52.325	-40.286	-1.167	-159	-112	-1.167	-1.026	-1.236
Otras operaciones	5.351	1.133	1.385	943	1.175	1.385	1.302	142
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	-5.328	27.730	13.695	12.763	18.248	13.695	8.731	16.880
Diferencias de cambio netas	-29.730	4.353	283	194	73	283	41	-78
Otros productos y cargas de explotación	28.555	24.154	16.330	12.257	17.757	16.330	7.943	15.571
Otras operaciones	-4.153	-777	-2.918	312	418	-2.918	747	1.387

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros<sup>1</sup>

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	903	3.127	1.583	1.278	1.583	56	609	623
II. Comisiones netas	108.111	120.674	135.782	87.192	135.782	28.211	58.008	71.661
Comisiones percibidas	129.682	142.771	156.624	102.975	156.624	32.691	66.889	82.289
Tramitación y ejecución de órdenes	24.181	20.449	20.018	14.486	20.018	5.880	11.788	13.680
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.193	3.427	1.120	949	1.120	74	208	577
Depósito y anotación de valores	603	903	824	633	824	204	421	493
Gestión de carteras	11.054	12.470	15.412	11.143	15.412	3.295	6.462	7.594
Diseño y asesoramiento	8.980	11.263	26.446	6.765	26.446	2.832	6.873	7.597
Búsqueda y colocación de paquetes	40	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	50.504	60.571	63.821	47.810	63.821	14.132	29.171	33.996
Otras	31.128	33.689	28.983	21.189	28.983	6.273	11.967	18.352
Comisiones satisfechas	21.571	22.097	20.842	15.783	20.842	4.480	8.881	10.628
III. Resultado de inversiones financieras	245	1.133	-51	220	-51	613	738	809
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.030	-1.680	-279	-1.194	-279	-18	291	348
V. Margen bruto	108.229	123.254	137.035	87.496	137.035	28.862	59.646	73.441
VI. Resultado de explotación	10.140	17.024	12.031	8.725	12.031	3.198	7.071	9.933
VII. Resultado de actividades continuadas	6.982	11.620	7.459	7.767	7.459	2.819	6.404	9.130
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.982	11.620	7.459	7.767	7.459	2.819	6.404	9.130

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

2 Datos disponibles: julio de 2019.

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

CUADRO 2.10

Miles de euros<sup>2</sup>

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

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

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

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	44,13	33,40	42,36	35,23	34,20	42,36	39,00	36,68
Exceso de recursos propios (miles de euros)	965.833	803.793	915.383	836.468	825.626	915.383	919.676	919.358
% exceso <sup>4</sup>	451,60	317,54	429,49	340,35	327,45	429,49	387,56	358,54
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	15	18	20	18	20	20	23	21
> 100-≤ 300 %	25	23	29	20	22	29	28	29
> 300-≤ 500 %	13	14	10	18	18	10	9	8
> 500 %	18	18	15	19	15	15	16	19
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	45,97	34,28	45,16	36,48	35,54	45,16	41,02	38,01
Exceso de recursos propios (miles de euros)	912.248	755.143	874.235	789.353	780.992	874.235	875.732	870.187
% exceso <sup>4</sup>	474,60	328,55	464,51	356,01	344,24	464,51	412,79	375,07
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	8	8	7	7	9	7	7	5
> 100-≤ 300 %	11	10	10	8	7	10	12	15
> 300-≤ 500 %	9	8	7	9	10	7	5	3
> 500 %	12	13	14	15	13	14	14	15
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	26,35	24,69	21,17	23,68	22,13	21,17	21,98	24,11
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.620	48.452	40.952	47.115	44.634	40.952	43.944	49.171
% exceso <sup>4</sup>	229,33	208,66	164,84	195,97	176,67	164,84	174,71	201,44
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	7	10	13	11	11	13	16	16
> 100-≤ 300 %	13	12	18	12	15	18	16	14
> 300-≤ 500 %	4	6	3	9	8	3	4	5
> 500 %	5	5	1	4	2	1	2	4
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Ratio de capital total <sup>3</sup>	61,64	30,70	29,68	-	-	29,68	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	5.965	198	196	-	-	196	-	-
% exceso <sup>4</sup>	670,22	282,86	272,22	-	-	272,22	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	0	0	0	-	-	0	-	-
> 100-≤ 300%	1	1	1	-	-	1	-	-
> 300-≤ 500%	0	0	0	-	-	0	-	-
> 500%	1	0	0	-	-	0	-	-

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios. Desde esa fecha solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 2 Desde I-2016 solo se muestra la información pública de cierre de ejercicio de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector. Para el resto de periodos solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.
- 3 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.
- 4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

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

CUADRO 2.12

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	15,74	17,73	12,27	11,78	9,83	12,27	1,42	4,93
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	20	40	34	35	40	41	36
0-≤ 15 %	31	28	22	22	23	22	24	24
> 15-≤ 45 %	17	22	10	18	17	10	16	20
> 45-≤ 75 %	6	4	6	4	6	6	2	3
> 75 %	11	15	14	14	12	14	10	11
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	15,93	17,84	12,16	11,72	9,52	12,16	0,08	3,92
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	7	18	14	16	18	19	18
0-≤ 15 %	20	17	12	12	13	12	13	12
> 15-≤ 45 %	6	11	5	10	9	5	6	8
> 45-≤ 75 %	2	1	2	2	1	2	0	1
> 75 %	5	4	2	2	1	2	1	0
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	11,30	16,49	13,24	12,49	13,43	13,24	13,40	14,55
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	11	13	21	20	19	21	22	18
0-≤ 15 %	10	11	10	10	10	10	11	12
> 15-≤ 45 %	11	10	5	8	8	5	10	12
> 45-≤ 75 %	3	3	4	2	5	4	2	2
> 75 %	6	11	12	12	11	12	9	11
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	46,28	20,65	-0,84	-	-	-0,84	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	1	-	-	1	-	-
0-≤ 15 %	1	0	0	-	-	0	-	-
> 15-≤ 45 %	0	1	0	-	-	0	-	-
> 45-≤ 75 %	1	0	0	-	-	0	-	-
> 75 %	0	0	0	-	-	0	-	-

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

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

CUADRO 2.13

Miles de euros

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

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

2 Datos al final del periodo.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

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

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

CUADRO 3.1

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	5.035	4.564	4.386	4.420	4.386	4.351	4.324	4.322
Fondos de inversión	1.748	1.676	1.617	1.630	1.617	1.612	1.620	1.632
Sociedades de inversión	3.239	2.833	2.713	2.734	2.713	2.682	2.643	2.627
IIC de IIC de inversión libre	7	8	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	41	47	49	49	49	50	54	56
Total IIC inmobiliarias	9	7	7	7	7	6	6	6
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	4	4	4	4	4	4	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	941	1.013	1.024	1.031	1.024	1.000	1.020	1.020
Fondos extranjeros comercializados en España	441	455	429	445	429	396	403	403
Sociedades extranjeras comercializadas en España	500	558	595	586	595	604	617	617
SGIIC	101	109	119	117	119	119	121	123
Depositarias IIC	56	54	37	41	37	36	36	36

1 Datos disponibles: agosto de 2019.

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

CUADRO 3.2

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
Total IIC de carácter financiero	8.704.329	10.704.585	11.627.118	11.744.182	11.627.118	11.615.863	11.748.951	11.693.149
Fondos de inversión	8.248.249	10.283.312	11.213.482	11.327.950	11.213.482	11.208.135	11.347.628	11.293.639
Sociedades de inversión	456.080	421.273	413.636	416.232	413.636	407.728	401.323	399.510
Total IIC inmobiliarias	4.601	1.424	905	906	905	905	909	909
Fondos de inversión inmobiliaria	3.927	1.097	483	483	483	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	674	327	422	423	422	422	426	426
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4,5</sup>	1.748.604	1.984.474	3.172.682	3.036.154	3.172.682	3.233.984	3.147.153	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	372.872	431.295	547.517	593.081	547.517	546.485	500.154	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.375.732	1.553.179	2.625.165	2.443.073	2.625.165	2.687.499	2.646.999	n.d.

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

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

3 Datos disponibles: julio de 2019.

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

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

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

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

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total IIC de carácter financiero	269.953,8	296.619,5	286.930,9	305.404,2	286.930,9	297.624,2	300.021,8	300.927,6
Fondos de inversión <sup>3</sup>	237.862,2	265.194,8	259.095,0	274.645,4	259.095,0	268.363,8	270.916,0	272.360,7
Sociedades de inversión	32.091,6	31.424,7	27.835,9	30.758,8	27.835,9	29.260,4	29.105,8	28.566,9
Total IIC inmobiliarias	1.077,4	991,4	1.058,2	877,9	1.058,2	1.061,6	1.070,2	1.068,2
Fondos de inversión inmobiliaria	370,1	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	707,3	631,4	748,8	568,5	748,8	752,3	760,8	758,9
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>4,5</sup>	114.990,2	150.420,6	162.701,9	176.791,3	162.701,9	177.916,0	180.975,8	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	21.337,5	26.133,9	34.237,0	34.852,9	34.237,0	36.028,6	36.796,2	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	93.652,8	124.286,7	128.464,8	141.938,4	128.464,8	141.887,4	144.179,6	n.d.

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

2 Datos disponibles: julio de 2019.

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

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

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

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	237.862,2	265.194,8	259.095,0	273.774,0	274.645,4	259.095,0	268.363,8	270.916,0
Cartera de inversiones financieras	219.141,1	244.598,0	241.016,2	250.815,1	253.303,6	241.016,2	247.325,5	251.189,1
Cartera interior	95.799,1	83.032,1	74.486,1	78.221,9	75.622,0	74.486,1	74.823,9	73.843,0
Valores representativos de deuda	63.471,1	55.389,1	50.537,5	51.096,6	48.998,8	50.537,5	50.908,9	51.611,7
Instrumentos de patrimonio	8.529,9	10.911,7	10.868,4	12.419,1	12.330,6	10.868,4	10.718,9	9.788,0
Instituciones de inversión colectiva	6.249,5	7.625,9	6.984,9	7.666,1	7.982,1	6.984,9	7.591,5	7.690,2
Depósitos en EE. CC.	17.134,3	8.657,1	5.854,8	6.696,5	5.973,5	5.854,8	5.358,8	4.493,0
Derivados	405,7	441,4	235,4	337,8	331,8	235,4	240,1	254,7
Otros	8,5	6,8	5,2	5,9	5,3	5,2	5,7	5,4
Cartera exterior	123.336,0	161.556,6	166.522,5	172.586,0	177.674,3	166.522,5	172.494,1	177.336,6
Valores representativos de deuda	56.307,9	67.794,0	74.079,1	73.945,3	76.175,4	74.079,1	74.020,9	77.987,5
Instrumentos de patrimonio	20.035,3	27.081,8	26.660,8	29.236,3	30.409,3	26.660,8	27.351,1	26.943,6
Instituciones de inversión colectiva	46.435,1	66.099,9	65.624,3	68.981,4	70.839,7	65.624,3	70.906,7	72.134,2
Depósitos en EE. CC.	81,2	74,7	21,1	38,4	38,4	21,1	24,2	29,9
Derivados	474,3	504,7	136,0	383,3	210,0	136,0	190,0	240,4
Otros	2,3	1,4	1,2	1,3	1,4	1,2	1,1	1,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,1	9,3	7,6	7,2	7,3	7,6	7,5	9,5
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	22.157,5	20.668,7	16.897,1	19.929,6	18.625,3
Neto deudores/acreedores	328,5	608,3	1.181,7	801,4	673,1	1.181,7	1.108,7	1.101,6

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	32.091,6	31.424,7	27.835,9	30.831,7	30.758,8	27.835,9	29.260,4	29.105,8
Cartera de inversiones financieras	28.127,7	28.804,9	24.840,8	27.989,2	27.919,3	24.840,8	25.815,5	25.773,8
Cartera interior	7.707,1	6.229,4	5.031,5	5.640,4	5.390,3	5.031,5	5.027,8	4.828,1
Valores representativos de deuda	2.395,4	1.653,8	1.433,8	1.334,2	1.237,0	1.433,8	1.369,5	1.346,1
Instrumentos de patrimonio	2.871,9	2.674,5	2.193,7	2.586,4	2.543,9	2.193,7	2.224,3	2.077,3
Instituciones de inversión colectiva	1.485,3	1.625,9	1.193,8	1.487,0	1.400,3	1.193,8	1.239,3	1.217,6
Depósitos en EE. CC.	925,3	236,2	164,3	192,3	170,4	164,3	148,2	152,7
Derivados	-5,2	-0,6	-0,2	-1,3	-5,5	-0,2	-1,1	-16,9
Otros	34,4	39,7	46,2	41,8	44,2	46,2	47,5	51,2
Cartera exterior	20.412,7	22.566,2	19.803,8	22.343,8	22.524,0	19.803,8	20.782,3	20.940,9
Valores representativos de deuda	4.263,3	4.396,6	4.241,6	4.367,0	4.298,8	4.241,6	4.430,9	4.495,4
Instrumentos de patrimonio	6.465,5	6.987,8	5.979,1	6.832,5	7.169,8	5.979,1	6.297,4	6.188,7
Instituciones de inversión colectiva	9.653,0	11.153,5	9.540,9	11.114,0	11.048,2	9.540,9	10.010,0	10.205,1
Depósitos en EE. CC.	6,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1
Derivados	15,7	19,3	27,6	16,8	-5,6	27,6	27,2	36,6
Otros	8,4	8,9	14,5	13,6	12,8	14,5	15,7	14,1
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,9	9,3	5,6	5,0	4,9	5,6	5,4	4,8
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	0,5	0,5	0,5
Tesorería	3.791,7	2.421,7	2.731,9	2.521,4	2.576,1	2.731,9	3.235,0	3.121,1
Neto deudores/acreedores	172,2	197,5	262,6	320,5	262,9	262,6	209,4	210,3

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	1.805	1.741	1.725	1.719	1.725	1.704	1.737	1.750
Renta fija <sup>4</sup>	306	290	279	280	279	274	283	285
Renta fija mixta <sup>5</sup>	148	155	168	166	168	166	173	174
Renta variable mixta <sup>6</sup>	168	176	184	179	184	188	191	194
Renta variable euro	112	111	113	111	113	113	114	113
Renta variable internacional	201	211	236	229	236	240	253	254
Garantizado renta fija	122	79	67	67	67	66	66	66
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	198	188	163	167	163	161	164	163
Fondos globales	203	225	242	238	242	238	240	253
De gestión pasiva <sup>8</sup>	220	202	172	181	172	160	161	158
Retorno absoluto	106	104	99	99	99	96	90	88
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.332.911	11.217.569	11.211.400	11.350.779	11.293.639
Renta fija <sup>4</sup>	2.347.984	2.627.547	2.709.547	2.726.028	2.709.547	2.737.450	3.279.530	3.303.735
Renta fija mixta <sup>5</sup>	1.043.798	1.197.523	1.188.157	1.245.007	1.188.157	1.168.810	1.124.303	1.019.865
Renta variable mixta <sup>6</sup>	448.491	584.408	624.290	623.901	624.290	620.258	695.823	697.391
Renta variable euro	395.697	710.928	831.115	833.260	831.115	820.890	564.406	561.878
Renta variable internacional	1.172.287	1.865.367	2.225.366	2.237.176	2.225.366	2.226.793	2.301.171	2.614.137
Garantizado renta fija	307.771	190.075	165.913	166.125	165.913	162.551	164.034	163.819
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	552.445	527.533	494.660	499.529	494.660	493.318	491.969	486.459
Fondos globales	658.722	1.086.937	1.501.730	1.444.064	1.501.730	1.535.831	1.553.357	1.283.995
De gestión pasiva <sup>8</sup>	746.233	638.966	543.192	552.612	543.192	525.194	503.369	493.867
Retorno absoluto	565.325	858.170	930.641	1.002.252	930.641	917.346	669.857	665.533
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	274.645,4	259.095,0	268.363,8	270.916,0	272.361,0
Renta fija <sup>4</sup>	74.226,4	70.563,9	66.889,3	67.936,3	66.889,3	70.391,3	73.202,8	76.125,9
Renta fija mixta <sup>5</sup>	40.065,6	43.407,0	40.471,0	43.640,9	40.471,0	40.980,6	39.643,5	38.380,7
Renta variable mixta <sup>6</sup>	16.310,6	22.386,7	23.256,0	24.782,7	23.256,0	24.465,0	27.350,1	27.629,6
Renta variable euro	8.665,9	12.203,2	12.177,7	13.985,1	12.177,7	11.844,7	10.676,8	10.281,5
Renta variable internacional	17.678,8	24.064,6	24.404,9	27.648,1	24.404,9	27.088,3	27.262,4	30.538,3
Garantizado renta fija	8.679,8	5.456,7	4.887,4	4.779,7	4.887,4	5.065,6	5.197,8	5.224,4
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	15.475,7	15.417,5	14.556,0	14.294,3	14.556,0	14.724,9	14.938,2	14.922,1
Fondos globales	20.916,8	35.511,5	42.137,2	44.676,3	42.137,2	44.221,3	44.669,4	41.720,2
De gestión pasiva <sup>8</sup>	23.601,6	19.477,8	16.138,6	16.580,5	16.138,6	16.396,7	15.983,2	15.691,1
Retorno absoluto	12.215,2	16.705,9	14.172,5	16.307,1	14.172,5	13.181,5	11.988,8	11.844,5

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: julio de 2019.

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

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

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

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial.

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

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

CUADRO 3.7

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	8.253.611	10.287.454	11.217.569	11.332.911	11.217.569	11.211.400	11.350.779	11.293.639
Personas físicas	8.059.916	10.080.255	11.008.977	11.120.683	11.008.977	11.005.326	11.145.137	11.089.706
Residentes	7.985.404	9.994.395	10.917.387	11.029.299	10.917.387	10.913.775	11.051.925	10.996.915
No residentes	74.512	85.860	91.590	91.384	91.590	91.551	93.212	92.791
Personas jurídicas	193.695	207.199	208.592	212.228	208.592	206.074	205.642	203.933
Entidades de crédito	497	515	655	642	655	655	649	638
Otros agentes residentes	192.381	205.804	207.073	210.704	207.073	204.512	204.084	202.390
Entidades no residentes	817	880	864	882	864	907	909	905
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	274.645,4	259.095,0	268.363,8	270.916,0	272.361,0
Personas físicas	195.567,5	218.429,6	215.785,0	227.261,9	215.785,0	223.371,6	225.612,8	226.899,6
Residentes	192.743,0	215.290,8	212.758,3	224.043,9	212.758,3	220.238,6	222.417,1	223.694,7
No residentes	2.824,5	3.138,8	3.026,7	3.218,0	3.026,7	3.132,9	3.195,7	3.204,9
Personas jurídicas	42.294,8	46.765,1	43.310,0	47.383,5	43.310,0	44.992,2	45.303,2	45.461,3
Entidades de crédito	374,3	342,2	384,1	450,5	384,1	402,1	358,0	344,3
Otros agentes residentes	41.212,4	45.518,8	41.967,9	45.887,6	41.967,9	43.629,7	44.069,5	44.261,9
Entidades no residentes	708,1	904,1	957,9	1.045,5	957,9	960,4	875,8	855,1

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

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018		2019		
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	113.274,7	151.586,4	130.577,0	34.408,7	23.005,0	24.709,7	28.564,6	35.971,0
Renta fija	53.163,3	59.088,5	53.165,8	15.737,5	8.699,0	9.957,0	15.237,7	19.188,6
Renta fija mixta	11.065,3	20.513,3	14.823,4	3.908,0	2.410,4	2.181,0	2.760,4	3.396,7
Renta variable mixta	4.250,6	10.452,2	10.406,8	2.295,2	2.037,0	1.722,8	1.454,2	4.411,4
Renta variable euro	3.716,3	9.452,9	7.024,3	1.731,3	1.215,5	1.168,8	1.045,0	672,9
Renta variable internacional	7.167,6	14.866,5	13.265,2	2.891,3	2.768,8	2.698,0	2.263,4	3.305,0
Garantizado renta fija	2.005,3	986,9	796,0	167,1	171,2	346,9	507,6	301,5
Garantizado renta variable	7.942,5	2.413,1	2.116,8	490,0	358,8	921,7	411,8	395,5
Fondos globales	8.914,5	21.571,9	20.455,3	5.118,3	4.014,5	3.820,1	3.373,1	3.416,6
De gestión pasiva	10.195,7	2.374,0	3.014,3	356,9	559,7	1.344,8	1.025,7	383,0
Retorno absoluto	4.853,2	9.867,1	5.493,3	1.713,1	770,1	548,6	485,7	499,9
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	99.492,3	130.248,0	122.669,5	32.389,8	22.161,3	28.594,5	28.990,0	35.660,4
Renta fija	45.549,5	62.087,2	55.823,7	15.838,0	9.449,9	10.707,5	12.244,8	16.719,5
Renta fija mixta	14.242,9	18.011,6	16.685,2	3.962,0	3.002,9	4.122,6	3.285,9	5.360,9
Renta variable mixta	7.280,8	4.942,6	7.344,0	1.749,7	1.298,8	1.812,1	1.629,8	1.792,4
Renta variable euro	4.259,2	6.908,0	5.246,8	1.475,6	1.340,1	1.381,0	2.381,9	1.899,1
Renta variable internacional	6.821,0	10.363,6	9.476,0	2.092,2	1.763,1	2.257,4	2.451,9	3.466,6
Garantizado renta fija	5.208,0	3.876,9	1.202,9	399,8	170,2	323,5	409,2	277,3
Garantizado renta variable	2.464,1	3.001,5	2.582,6	810,1	544,7	619,8	440,1	381,1
Fondos globales	5.334,6	8.587,6	11.301,6	2.414,6	2.268,8	3.951,1	3.173,8	3.124,3
De gestión pasiva	4.405,7	6.954,8	5.776,3	1.737,9	807,1	1.331,6	1.312,0	1.063,1
Retorno absoluto	3.906,8	5.488,2	7.230,5	1.909,9	1.515,7	2.087,8	1.660,6	1.575,9

<sup>1</sup> Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	13.823,2	21.325,0	7.841,8	2.014,0	856,1	-3.941,6	-402,3	326,2
Renta fija	8.243,5	-3.638,0	-2.766,0	30,0	-887,2	-762,9	2.996,7	2.469,2
Renta fija mixta	-4.750,8	2.890,5	-1.063,7	448,9	-295,7	-1.948,2	-543,8	-1.631,4
Renta variable mixta	-5.194,5	5.498,6	2.485,9	40,4	634,5	-67,4	-27,3	2.623,8
Renta variable euro	-538,0	2.549,7	1.848,7	257,4	-124,6	-111,6	-1.331,1	-1.272,8
Renta variable internacional	-32,5	4.514,0	3.864,1	813,6	961,8	450,3	-183,5	-38,9
Garantizado renta fija	-3.699,6	-3.262,6	-575,8	-262,9	-168,1	53,7	98,3	24,2
Garantizado renta variable	5.465,9	-309,5	-667,2	-368,1	-245,6	215,0	-28,5	-4,7
Fondos globales	7.801,3	13.405,9	9.448,9	2.695,5	1.836,9	-139,1	182,9	93,2
De gestión pasiva	5.603,4	-4.585,0	-2.790,4	-1.447,8	-77,2	10,0	-270,6	-680,3
Retorno absoluto	943,5	4.287,3	-1.899,6	-193,1	-794,1	-1.641,4	-1.295,4	-1.256,1
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	1.909,9	6.022,6	-13.919,3	499,0	25,4	-11.605,9	9.677,3	2.229,8
Renta fija	399,3	-24,1	-908,5	-474,0	-57,8	-284,1	505,3	342,6
Renta fija mixta	25,1	451,4	-1.865,1	-233,8	-40,9	-1.219,8	1.055,2	296,2
Renta variable mixta	2,2	577,8	-1.616,6	139,2	108,3	-1.459,3	1.236,3	261,2
Renta variable euro	110,8	987,8	-1.871,2	254,6	-172,4	-1.695,6	998,1	105,4
Renta variable internacional	568,4	1.872,3	-3.522,6	863,3	202,1	-3.693,2	2.867,1	213,7
Garantizado renta fija	3,9	39,4	6,6	-65,6	-35,0	54,0	79,9	107,9
Garantizado renta variable	43,1	251,3	-194,2	-171,4	-124,2	46,8	197,3	218,0
Fondos globales	432,1	1.190,3	-2.602,1	249,0	206,3	-2.399,5	1.901,9	355,3
De gestión pasiva	281,5	472,9	-537,5	36,9	-21,4	-451,9	532,5	266,7
Retorno absoluto	43,7	203,4	-796,6	-99,1	-38,4	-493,2	304,3	63,5

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

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	1,91	3,41	-4,19	0,43	0,25	-4,14	3,92	1,08
Renta fija	1,24	0,59	-0,79	-0,55	0,05	-0,30	0,88	0,61
Renta fija mixta	1,26	2,22	-3,25	-0,26	0,16	-2,66	2,86	1,01
Renta variable mixta	1,45	4,36	-5,46	0,92	0,73	-5,72	5,48	1,33
Renta variable euro	3,38	11,14	-11,98	2,24	-0,75	-12,66	8,42	1,44
Renta variable internacional	5,55	10,80	-11,89	3,75	1,15	-13,73	11,43	1,21
Garantizado renta fija	0,79	1,14	0,56	-1,19	-0,63	1,23	1,77	2,21
Garantizado renta variable	1,09	2,18	-0,80	-1,02	-0,71	0,43	1,50	1,61
Fondos globales	3,95	5,39	-5,11	0,87	0,77	-5,25	4,67	1,09
De gestión pasiva	2,11	2,81	-2,55	0,37	0,02	-2,66	3,44	1,81
Retorno absoluto	1,41	2,32	-4,01	-0,37	-0,02	-3,09	2,42	0,74
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,95	0,91	0,86	0,22	0,22	0,21	0,21	0,21
Renta fija	0,58	0,54	0,45	0,11	0,12	0,11	0,11	0,11
Renta fija mixta	1,12	1,05	0,96	0,24	0,24	0,24	0,23	0,22
Renta variable mixta	1,40	1,34	1,26	0,32	0,32	0,31	0,31	0,32
Renta variable euro	1,75	1,71	1,47	0,37	0,37	0,35	0,37	0,37
Renta variable internacional	1,71	1,69	1,41	0,36	0,36	0,33	0,38	0,35
Garantizado renta fija	0,68	0,48	0,38	0,10	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,70	0,58	0,53	0,14	0,13	0,13	0,12	0,12
Fondos globales	1,26	1,07	0,98	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
De gestión pasiva	0,56	0,52	0,48	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11
Retorno absoluto	0,96	0,91	0,79	0,20	0,20	0,20	0,19	0,20
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
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	0,01	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,12	0,11	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03
Renta variable internacional	0,12	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,10	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,07	0,06	0,02	0,02	0,02	0,01	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 fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.11

En %

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total fondos de inversión	0,98	2,42	-4,89	0,02	-4,13	3,85	0,83	0,48
Renta fija	0,52	-0,13	-1,44	-0,09	-0,42	0,75	0,47	0,33
Renta fija mixta	0,27	1,10	-4,27	-0,10	-2,85	2,65	0,75	0,46
Renta variable mixta	1,19	3,23	-6,45	0,43	-5,83	5,32	1,03	0,70
Renta variable euro	2,61	11,16	-13,01	-1,29	-11,94	8,21	0,82	-1,22
Renta variable internacional	4,15	8,75	-12,34	0,88	-13,06	11,86	0,79	0,95
Garantizado renta fija	-0,03	0,72	0,09	-0,75	1,14	1,51	2,12	0,85
Garantizado renta variable	0,19	1,61	-1,33	-0,86	0,34	1,38	1,42	0,69
Fondos globales	1,99	4,46	-5,69	0,49	-5,27	4,62	0,82	0,80
De gestión pasiva	1,16	2,13	-3,16	-0,15	-2,74	3,37	1,66	0,21
Retorno absoluto	0,38	1,44	-4,81	-0,23	-3,14	2,26	0,54	0,32

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: julio de 2019.

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

CUADRO 3.12

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	2.930	3.656	4.444	4.077	4.350	4.444	5.937	5.930
Patrimonio (millones de euros)	1.889,2	2.298,2	2.262,2	2.335,3	2.397,7	2.262,2	2.395,0	2.412,8
Suscripciones (millones de euros)	425,5	663,9	500,7	85,3	150,2	89,2	107	86,4
Reembolsos (millones de euros)	376,6	607,2	320,4	110,6	74,5	7,2	71	48,6
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	48,9	56,7	180,3	-25,3	75,6	82,0	35	37,8
Rendimientos netos (millones de euros)	75,5	149,4	-153,8	30,9	-13,2	-155,0	97,5	-20,1
Rentabilidad (%)	4,32	7,84	-6,47	1,35	-0,75	-6,16	5,56	-2,52
Rendimientos de gestión <sup>2</sup> (%)	4,68	9,51	-5,46	1,68	-0,40	-6,51	4,42	-0,63
Gastos comisión de gestión <sup>2</sup> (%)	2,25	2,59	1,70	0,38	0,24	0,22	0,48	0,16
Gastos de financiación <sup>2</sup> (%)	0,10	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes	1.237	3.596	2.804	2.797	2.802	2.804	2.847	2.847
Patrimonio (millones de euros)	293,7	468,7	468,8	469,0	472,2	468,8	506,9	508,0
Suscripciones (millones de euros)	0,0	205,4	7,2	0,5	1,5	1,8	29,9	-
Reembolsos (millones de euros)	28,1	22,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,2	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-28,1	183,4	6,6	0,3	1,4	1,8	29,7	-
Rendimientos netos (millones de euros)	2,1	-8,3	-6,5	-1,3	1,8	-5,2	8,6	-
Rentabilidad (%)	0,90	-1,66	-1,28	-0,27	0,42	-1,06	1,86	-0,61
Rendimientos de gestión <sup>3</sup> (%)	-0,95	-0,24	-3,04	0,18	0,99	-0,76	2,20	-
Gastos comisión de gestión <sup>3</sup> (%)	0,82	1,45	1,64	0,40	0,42	0,43	0,48	-
Gastos comisión de depósito <sup>3</sup> (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,01	-

1 Datos disponibles: mayo de 2019. Rentabilidad calculada para el periodo marzo-mayo.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

## SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>2</sup></b>								
Fondos de inversión	1.748	1.676	1.617	1.630	1.617	1.612	1.620	1.632
Sociedades de inversión	3.231	2.824	2.713	2.725	2.713	2.673	2.634	2.618
IIC de IIC de inversión libre	7	8	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	41	47	49	49	49	50	54	56
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	4	4	4	4	4	4	4
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	237.862,2	265.194,8	259.095,0	274.645,4	259.095,0	268.363,8	270.916,0	272.361,0
Sociedades de inversión	31.783,2	31.021,1	27.479,7	30.356,4	27.479,7	28.865,9	28.712,6	28.177,2
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	293,7	468,7	468,8	472,3	468,8	506,9	507,9	-
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	1.889,2	2.298,2	2.262,2	2.397,7	2.262,2	2.389,7	2.407,4	-
Fondos de inversión inmobiliaria	370,1	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	707,3	631,5	748,8	568,5	748,8	752,3	760,8	758,9

1 Datos disponibles: julio de 2019.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles para II-2019: mayo 2019.

IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1, 2, 3</sup>

CUADRO 3.14

	2016	2017	2018	2018			2019	
				II	III	IV	I	II
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>4</sup> (millones de euros)</b>								
Total	114.990,2	150.420,6	162.701,9	175.067,2	176.791,3	162.701,9	177.916,0	180.975,8
Fondos	21.337,5	26.133,9	34.237,1	33.084,3	34.852,9	34.237,1	36.028,6	36.796,2
Sociedades	93.652,8	124.286,7	128.464,8	141.982,9	141.938,4	128.464,8	141.887,4	144.179,6
<b>N.º DE INVERSORES</b>								
Total	1.748.604	1.984.474	3.172.682	3.327.263	3.036.154	3.172.682	3.233.984	3.147.153
Fondos	372.872	431.295	547.517	663.448	593.081	547.517	546.485	500.154
Sociedades	1.375.732	1.553.179	2.625.165	2.663.815	2.443.073	2.625.165	2.687.499	2.646.999
<b>N.º DE INSTITUCIONES</b>								
Total	941	1.013	1.024	1.022	1.031	1.024	1.000	1.020
Fondos	441	455	429	446	445	429	396	403
Sociedades	500	558	595	576	586	595	604	617
<b>ESTADO DE ORIGEN</b>								
Luxemburgo	391	429	447	437	444	447	455	457
Francia	286	292	263	276	270	263	233	234
Irlanda	160	184	200	196	200	200	200	211
Alemania	32	35	42	38	41	42	43	46
Reino Unido	32	33	27	30	31	27	25	25
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	21	24	24	24	24	23	25
Bélgica	4	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	4	8	9	9	9	9	9	10
Liechtenstein	6	3	4	4	4	4	4	4

1 El número de instituciones y su distribución por estado de origen incluye solamente las UCITS (sociedades y fondos) registradas en la CNMV.

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

3 Hasta IV-2017 no se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF. A partir de I-2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con la información recibida hasta el momento.

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2016	2017	2018	2018		2019		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	3	3	2	2	2	2	2	2
Partícipes	3.927	1.097	483	483	483	483	483	483
Patrimonio (millones de euros)	370,1	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,4	309,4
Rentabilidad (%)	-5,35	-2,60	0,24	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	6	4	4	4	4	4	4	4
Accionistas	674	327	422	423	422	422	426	426
Patrimonio (millones de euros)	707,3	631,5	748,8	568,5	748,8	752,3	760,8	758,9

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

2 Datos disponibles: julio de 2019.



