



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre II
2020



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre II
2020**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	La evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales	11
II	Informes y análisis	23
	Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión Javier Ojea Ferreiro	25
III	Anexo legislativo	49
IV	Anexo estadístico	65

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 / <i>Financial Technology</i>
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FOMC	Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal / Federal Open Market Committee
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / <i>Forward Rate Agreement</i>
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
GAFI	Grupo de Acción Financiera
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
GRV	Garantizados de renta variable
HFT	Negociación de alta frecuencia / <i>High Frequency Trading</i>
IAASB	Consejo de Normas Internacionales de Auditoría y Aseguramiento / International Auditing and Assurance Standards Board
IAESB	Consejo de Normas Internacionales de Educación Contable / International Accounting Education Board
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IAIS	Asociación Internacional de Supervisores de Seguros / International Association of Insurance Supervisors
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / <i>Initial Coin Offerings</i>
IESBA	Consejo de Normas Internacionales de Ética para Contadores / International Ethics Standards Board for Accountants
IFAC	Federación Internacional de Contadores / International Federation of Accountants
IFIAR	Fórum Internacional de Reguladores de Auditores Independientes / International Forum of Independent Audit Regulators
IIC	Institución de inversión colectiva

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

SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SAV	Sociedades y agencias de valores
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SEC	Securities Exchange Commission
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
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 La evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales

Mercados financieros internacionales

La mejora de la situación sanitaria provocada por la pandemia de coronavirus en Europa y Asia, con la reapertura progresiva de sus economías, así como la reactivación de la actividad económica en EE. UU., que alentó la posibilidad de una recuperación más rápida aunque no exenta de riesgos por la aparición de nuevos rebrotes, permitieron que los mercados internacionales de valores presentaran alzas destacables en el segundo trimestre del año¹, que en algunos casos los llevaron a recuperar una parte significativa de las pérdidas del trimestre anterior, cuando las bolsas mostraron el peor comportamiento de su historia en un trimestre².

Este periodo alcista, que se prolongó hasta la primera semana de junio —momento en el que la Reserva Federal vaticinó una contracción económica más intensa de lo previsto al inicio de la crisis³—, se moderó tras conocerse que las expectativas iniciales más positivas tendían a deteriorarse. Los pronósticos confirmaban un periodo de crisis económica con una recesión de magnitud no conocida desde la II Guerra Mundial y alejaban las expectativas de recuperación en V. Asimismo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la actualización de su informe *Perspectivas de la economía mundial*⁴, que confirmó también una recuperación más débil de la esperada por el impacto económico de las medidas de distanciamiento y aislamiento, a las que se unieron las amenazas de establecimiento de nuevos aranceles por parte de EE. UU. a Francia, Alemania, España y el Reino Unido, así como el temor a un nuevo rebrote del virus en otoño que pudiera paralizar la reactivación económica. En el lado positivo, se mantiene el efecto expansivo de los enormes programas de estímulos monetarios y fiscales puestos en marcha por los principales bancos centrales⁵ y

-
- 1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de junio, excepto para algunas informaciones específicas.
 - 2 Los principales índices bursátiles mundiales presentaron caídas en el primer trimestre del año, que oscilaron entre el 14,2 % y el 23,2 % en los mercados de EE. UU., fueron superiores al 25 % en los principales mercados de la zona euro y cercanas al 20 % en Japón.
 - 3 La Reserva Federal estimó una contracción del 6,5 % para EE. UU. en 2021, a la vez que señaló que mantendrá sus tipos cercanos a cero durante todo 2021 y 2022.
 - 4 Las previsiones del FMI (informe *WEO*) recogen una contracción mundial mayor de la esperada (-4,9 % frente al -3 % en abril) y una recuperación más moderada en 2021 (5,4 % frente al 5,8 % en abril), lo que implica que a finales del próximo ejercicio el PIB mundial será 6,5 puntos porcentuales inferior al correspondiente a las previsiones publicadas en enero de 2020. Las economías avanzadas sufrirán el mayor impacto (-8 % frente al -6 % de abril), destacando los retrocesos de España, Italia y Francia (-12,8 %, -12,8 % y -12,5 %, respectivamente). La recesión de otras economías avanzadas sería menos intensa —EE. UU. (-8 %), Alemania (-7,8 %) y Japón (-5,8 %)—. Asimismo, las economías emergentes se contraerán un 3 % (frente al -1 % de abril), destacando las caídas de Brasil y México, frente al ligero crecimiento del 1 % de China, que es la única economía grande que crecerá. En cuanto a la deuda pública, el FMI pronostica que a nivel global crecerá 19 puntos porcentuales hasta alcanzar el 101 % del PIB.
 - 5 El Banco Central Europeo (BCE) aprobó en junio una ampliación de su programa de compras PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) por importe de 600.000 millones de euros (hasta un total de 1,35 billones) y anunció que mantendrá el programa hasta junio de 2021 o más allá si fuese necesario. Asimismo, adjudicó 1,308 billones de euros a 742 entidades financieras en la cuarta subasta de liquidez TLTRO-III (Targeted Longer-Term Refinancing Operations-III), celebrada a mediados de junio, el mayor importe adjudicado de la historia en las operaciones de refinanciación. La liquidez otorgada a 3 años tiene un coste del -0,5 % anual, que puede alcanzar el -1 % para aquellas entidades que cumplen ciertos requisitos de mantenimiento de los volúmenes de crédito. Además, anunció una línea de liquidez dirigida a los bancos centrales fuera de la zona euro denominada EUREP para facilitar la correcta transmisión de la política monetaria. Por otro lado, el BCE estima que la zona euro registrará una caída del 8,4 % en 2020 y que la recuperación será lenta, hasta alcanzar el 6 % en 2021. A pesar de la liquidez del mercado,

gobiernos del mundo, junto con la publicación de algunos datos de actividad económica y de confianza de los consumidores mejores de lo esperado.

A pesar de este difícil entorno, las principales bolsas internacionales presentaron avances destacados en el segundo trimestre, que fueron más moderados en el caso de los mercados europeos, en los que los incrementos más débiles se observaron en el caso del mercado español y, en menor medida, en el francés y el italiano, economías en las que se espera que la caída de la actividad sea más intensa. De esta forma, todos los índices estadounidenses presentaron una revalorización significativa en el segundo trimestre —que osciló entre el 17,8 % del Dow Jones y el 30,6 % del tecnológico Nasdaq, que alcanzó nuevos máximos históricos—. Este último acumulaba, a 30 de junio, una revalorización anual superior al 12 % gracias a los fuertes avances de las cotizaciones de las compañías tecnológicas⁶, que se han visto beneficiadas por las nuevas formas de consumo impulsadas por las medidas de confinamiento. Además, el índice de carácter más general S&P 500⁷ experimentaba una revalorización del 20 %, su mayor avance en un trimestre desde 1998 en plena era de las *puntocom*, mientras que el Dow Jones recogía las mayores alzas en el mismo periodo desde el año 1987. En el caso de los principales mercados europeos, los avances de las cotizaciones fueron más moderados y las revalorizaciones de los índices oscilaron entre el 6,6 % del índice español Ibex 35 y el 23,9 % del índice alemán Dax 30. A pesar de las medidas de estímulo adoptadas por el BCE y los Gobiernos, los mercados europeos se vieron condicionados por su mayor dependencia de las compañías ligadas a la economía tradicional, la menor flexibilidad de sus economías y la mayor intensidad de las caídas del PIB, todo ello en un contexto en el que se están constatando ciertas dificultades para adoptar decisiones a nivel europeo para combatir con medidas económicas la situación derivada de la crisis sanitaria⁸.

la inflación se situará en el 0,3 % este año, mientras que los tipos permanecerán anclados en el 0 % por un periodo de tiempo largo. Por su parte, la Reserva Federal comenzó la compra de bonos corporativos en los mercados secundarios al amparo de su programa SMCCF (Secondary Market Corporate Credit Facility), que posteriormente extendió al primario (programa PMCCF, Primary Market Corporate Credit Facility), a la vez que lanzó su programa de préstamos Main Street, destinado a apoyar a las empresas más grandes.

6 Las acciones de las principales compañías tecnológicas de EE. UU., conocidas como FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix y Google), acumulan una revalorización en el segundo trimestre del 36 %, el 43 %, el 41 %, el 21 % y el 22 %, respectivamente, que se extiende al 11 %, 24 %, 49 %, 41 % y 6 % en el primer semestre del año.

7 Las FAANG representan casi una quinta parte de la capitalización de este índice, su mayor proporción de la historia.

8 Se espera que en el Consejo Europeo del día 17 de julio se alcance un acuerdo sobre el formato, el alcance y las condiciones del Fondo de Recuperación Europeo.

	%							% s/ dic.-19
	2017	2018	2019	III 19	IV 19	I 20	II 20	
Zona euro								
Eurostoxx 50	6,5	-14,3	24,8	2,8	4,9	-25,6	16,0	-13,6
Dax 30	12,5	-18,3	25,5	0,2	6,6	-25,0	23,9	-7,1
Cac 40	9,3	-11,0	26,4	2,5	5,3	-26,5	12,3	-17,4
Mib 30	13,6	-16,1	28,3	4,1	6,3	-27,5	13,6	-17,6
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	0,5	3,3	-28,9	6,6	-24,3
Estados Unidos								
Dow Jones	25,1	-5,6	22,3	1,2	6,0	-23,2	17,8	-9,6
S&P 500	19,4	-6,2	28,9	1,2	8,5	-20,0	20,0	-4,0
Nasdaq-Composite	28,2	-3,9	35,2	-0,1	12,2	-14,2	30,6	12,1
Japón								
Nikkei 225	19,1	-12,1	18,2	2,3	8,7	-20,0	17,8	-5,8

Fuente: Thomson Datastream.

A su vez, los mercados internacionales de deuda, que en marzo sufrieron tensiones transitorias por las incertidumbres sobre el impacto de la crisis tanto en las finanzas públicas como en las corporativas, vieron cómo los tipos de la deuda pública y, en menor medida, de parte de la corporativa volvían a los niveles anteriores a los de la expansión de la pandemia, principalmente como consecuencia de las excepcionales medidas de relajación monetaria adoptadas por los bancos centrales, que incluyen abundantes compras de deuda tanto pública como privada en los mercados secundarios y operaciones de financiación a los bancos en condiciones favorables, así como una perspectiva de estabilidad de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos por un periodo de tiempo prolongado. De este modo, los tipos de interés de la deuda pública se situaron a finales del segundo trimestre en niveles similares e incluso inferiores a los del comienzo del año, reduciéndose significativamente su volatilidad. Las referencias a 10 años del bono alemán y del estadounidense redujeron su rendimiento 27 puntos básicos (p.b.) y 126 p.b., respectivamente, desde el inicio del año, hasta situarse al cierre del primer semestre en el -0,46 % y el 0,65 %, ambos ligeramente por encima de sus mínimos históricos alcanzados a lo largo del trimestre.

En la Unión Europea, tanto la deuda soberana como la corporativa con mejor calificación crediticia se han visto favorecidas por estas compras⁹, así como por la expectativa de que estas se extenderán en el tiempo. Además, la previsible aprobación del Fondo de Recuperación contribuirá a atenuar las incertidumbres sobre las finanzas públicas de los Estados miembros, lo que a su vez ayudará a reducir la volatilidad de los tipos de interés. Los tipos de los bonos de deuda pública a 10 años de la mayoría de las grandes economías europeas cerraron junio en zona de mínimos históricos,

9 El programa de compras de deuda del BCE (el denominado APP, Asset Purchase Programme) acumulaba a finales de junio activos por importe de 2,77 billones de euros, que incluían deuda pública (2,24 billones de euros), deuda corporativa (220.000 millones de euros), cédulas hipotecarias (283.000 millones de euros) y titulaciones (30.000 millones de euros). A este importe hay que añadir los 345.000 millones que acumulaba en la misma fecha el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), correspondientes tanto a deuda pública como privada, de los cuales más de 110.000 millones fueron adquiridos el último año.

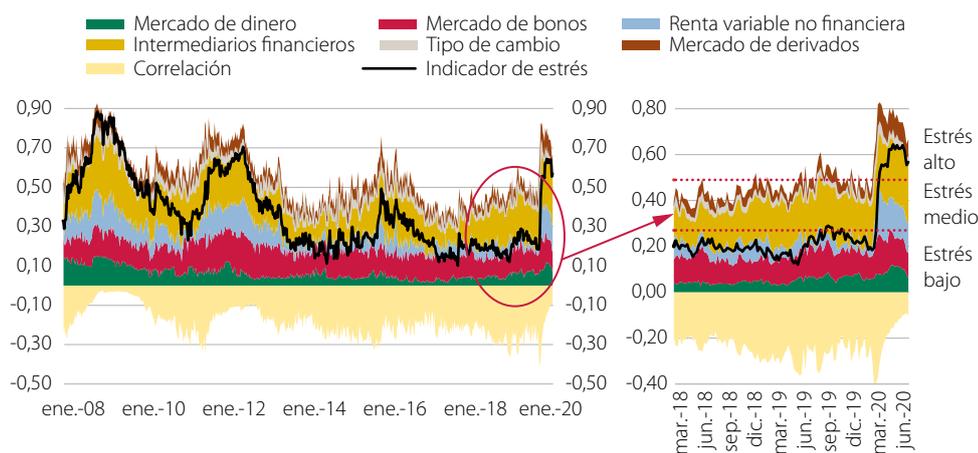
observándose descensos en lo que va de año que oscilaron entre los ya comentados 27 p.b. del bono alemán y las ligeras alzas de 5 p.b. del bono portugués (el bono español no presentó cambios). Los rendimientos de la deuda a 10 años se situaban en terreno negativo en Alemania (-0,46 %), Francia (-0,12 %), Bélgica (-0,13 %) y Holanda (-0,31 %), muy cerca de cero en Irlanda (0,07 %) y por debajo de medio punto porcentual en España (0,47 %) y Portugal (0,49 %). Solo Italia (1,32 %) y Grecia (1,22 %) presentaban un nivel superior al punto porcentual. Por otra parte, las primas de crédito soberano y corporativo se mantuvieron estables en la mayoría de los tramos de la curva y de los activos de grado de inversión, aunque se observaron repuntes significativos en aquellos activos con mayor riesgo o que sufrieron rebajas en su calificación crediticia¹⁰.

Mercados financieros españoles

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles, que experimentó un fuerte repunte en marzo como consecuencia de la crisis y pasó de un nivel bajo de estrés (por debajo de 0,27) a un nivel alto (superior a 0,49), continuó incrementándose, aunque a un ritmo menor, durante el mes de abril. Así, a finales de ese mes se situaba por encima de 0,60, con lo que alcanzaba su tercer máximo histórico después del registrado en la crisis financiera de 2008 (0,88) y en la de la deuda soberana de 2012 (0,70). Estos valores elevados, que se mantuvieron en el mes de mayo, fueron consecuencia tanto de los altos niveles de estrés de los indicadores individuales (el segmento de deuda, por ejemplo, alcanzó un nivel de 0,85 en abril) como del aumento de la correlación en el sistema en su conjunto. A partir de mediados de junio, una leve tendencia a la baja de los diferentes segmentos individuales (excepto el de intermediarios financieros, castigado por los bajos niveles de sus cotizaciones¹¹ y la volatilidad de estas) hizo que el indicador general se redujera ligeramente hasta situarse en 0,56 (véase gráfico 1), valor que continúa, no obstante, correspondiendo a un nivel de estrés alto.

10 A lo largo del trimestre diferentes empresas tanto en Europa como en EE. UU. han recibido rebajas en su calificación crediticia, que en algún caso las han situado por debajo del grado de inversión.

11 La ratio precio sobre el valor en libros (conocida como *price-to-book ratio*) del sector financiero en su conjunto está en 0,42, valor que no se había alcanzado ni en los peores momentos de la crisis financiera global (a principios de 2009), cuando esta ratio se situó en 0,56, ni en los momentos próximos a solicitar asistencia financiera para el sistema bancario español en 2012, con valores alrededor de 0,54. En condiciones normales, cabría esperar que la cotización de las compañías se aproximara a su valor contable.



Fuente: Thomson Datastream.

Los mercados de renta variable españoles también presentaron alzas en el segundo trimestre siguiendo una tendencia paralela a la de los principales mercados de valores internacionales, aunque su intensidad fue menor. Esta evolución estuvo condicionada fundamentalmente por las negativas perspectivas sobre la economía —para la que tanto el FMI como los principales organismos y bancos internacionales anticipan una caída del PIB¹² superior a la de las grandes economías europeas— y un escenario de notables incertidumbres para los próximos ejercicios. También cabe señalar la repercusión derivada de las significativas inversiones de las compañías españolas en Latinoamérica, donde el virus se está extendiendo con mucha intensidad.

En este contexto, el Ibex 35 —con un retroceso del 28,9 % en el primer trimestre, su mayor caída de la historia en este periodo— avanzó un discreto 6,6 % en el segundo, acumulando unas pérdidas del 24,3 % en el primer semestre del año. Esta revalorización fue sensiblemente inferior¹³ a la del resto de índices de referencia europeos, que se revalorizaron como mínimo el doble que el índice español, llegando a más del triple en el caso del Dax 30 alemán. Los sectores que tienen una importancia mayor en el índice español (el financiero (bancos) y el de servicios de consumo (que incluye ocio, turismo y hostelería)) —como reflejo de la estructura económica del país— están experimentando, en general, un comportamiento relativo peor que el registrado por otros índices sectoriales europeos. Así, los sectores financiero y de servicios de consumo, que a 30 de junio de 2020¹⁴ tenían un peso en el Ibex 35 del 19,1 % y el 17,1 % respectivamente y que han sufrido unas pérdidas del 40,3 % y del 31,7 % desde el 1 de enero hasta junio, representan en el índice Dax 30 unos valores del 16,4 % y un 0 % respectivamente, con una ganancia en el mismo periodo del 2,4 % en el primer caso. En el índice francés Cac 40, estos sectores representan un 11,5 %

12 El Instituto Nacional de Estadística (INE) confirmó que el PIB de España cayó un 5,2 % en el primer trimestre del año, su mayor retroceso de la serie histórica que comenzó en 1970.

13 La CNMV levantó el 18 de mayo la limitación a las ventas en corto sobre determinadas acciones, pero los análisis realizados por la propia CNMV sobre la repercusión de esta medida no han identificado más que un leve deterioro de la liquidez de los valores afectados, pero ningún efecto destacable sobre los precios.

14 Los pesos que se comentan en este párrafo se han aproximado tomando como referencia la capitalización de los sectores de referencia a 30 de junio.

y un 8,8 % respectivamente, habiendo registrado en el mismo periodo unas pérdidas del 22,6 % en el primer caso y del 18,7 % en el segundo (la conjunción de mayor peso en el índice y peor comportamiento para los sectores de mayor peso ha dado como resultado un comportamiento global del índice Ibex 35 sensiblemente peor).

Cabe señalar también el mejor comportamiento relativo de las empresas de menor capitalización (representadas por el índice Ibex Small Caps), cuya revalorización en el segundo trimestre casi triplicó la del Ibex 35, lo que se explica fundamentalmente por la ausencia en aquel de empresas del sector financiero y por la presencia de algunas empresas del sector farmacéutico y de las energías renovables cuyo comportamiento ha sido superior a la media.

La evolución de las cotizaciones en el segundo trimestre no fue homogénea entre sectores ni entre valores (véase cuadro 2), concentrándose las mayores recuperaciones en las compañías de los sectores de la energía, la industria, la construcción y las telecomunicaciones, que se han visto menos perjudicadas por el confinamiento, así como en algunas empresas de los sectores de la alimentación y del transporte como Aena, favorecida por la vuelta gradual de la actividad en los aeropuertos. En el lado contrario, destacaron los valores del sector de bienes de consumo, afectados por el cierre de la actividad comercial y la caída del consumo, y el avance testimonial de los valores del sector financiero, cuya evolución está condicionada por las perspectivas de un escenario de reducción de sus márgenes aún más intenso y extendido en el tiempo, en un entorno de morosidad y riesgos al alza.

El retroceso esperado de los beneficios empresariales para los próximos meses junto con el ligero avance de las cotizaciones provocaron que la ratio PER del Ibex 35 aumentase significativamente, hasta situarse en 17,2 veces en junio¹⁵ —su nivel más elevado desde el año 2002—. Asimismo, la volatilidad, que había alcanzado en el primer trimestre sus niveles más altos desde la crisis financiera de 2008, disminuyó casi 48 puntos porcentuales hasta cerrar junio por debajo del 34 %¹⁶. Por otro lado, las condiciones de liquidez, que se habían deteriorado de modo significativo en el primer trimestre, acusando la elevada volatilidad de los mercados y, en cierta medida, las restricciones establecidas por la CNMV a la operativa en corto, mejoraron progresivamente hasta situarse en valores cercanos a los existentes antes de la crisis.

15 En el mismo periodo, la ratio PER del índice bursátil estadounidense S&P 500 y del europeo Eurostoxx 50 creció hasta 22,4 y 16,8 veces, sus niveles más altos desde los años 2001 y 2002, respectivamente.

16 La volatilidad media del segundo trimestre se situó en el 39 %, en niveles similares a la del índice europeo Eurostoxx 50 (39,5 %) y por debajo de la del estadounidense Dow Jones (43,2 %).

Índices	2017	2018	2019	% s/				
				III 19	IV 19	I 20	II 20	dic.-19
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	0,5	3,3	-28,9	6,6	-24,3
Madrid	7,6	-15,0	10,2	-0,3	3,0	-29,4	6,4	-24,9
Ibex Medium Cap	4,0	-13,7	8,4	-5,5	11,1	-31,0	7,8	-25,6
Ibex Small Cap	31,4	-7,5	11,9	-1,3	5,0	-24,6	17,5	-11,5
Sectores¹								
Servicios financieros e inmobiliarios	10,5	-27,1	-2,6	-6,3	4,3	-40,7	1,0	-40,1
Petróleo y energía	3,9	6,1	14,4	5,4	-3,2	-13,9	10,6	-4,8
Mat. básicos, industria y construcción	2,6	-8,6	24,9	2,1	4,1	-30,5	11,5	-22,5
Tecnología y telecomunicaciones	7,5	-5,5	4,5	-2,5	-0,3	-30,3	11,0	-22,6
Bienes de consumo	-2,1	-16,7	34,8	5,0	11,3	-19,1	-0,3	-19,3
Servicios de consumo	23,3	-19,7	8,6	-3,9	12,3	-50,2	8,8	-45,8

Fuentes: BME y Thomson Datastream.

1 Sectores pertenecientes al IGBM.

La contratación de renta variable española disminuyó un 23,5 % en el segundo trimestre respecto al primero, así como un 15,6 % en términos interanuales, hasta alcanzar los 187.000 millones de euros¹⁷. El acumulado en el primer semestre del año (431.000 millones de euros) muestra un crecimiento del 4 % interanual. De esta cifra, 233.000 millones se contrataron en Bolsas y Mercados Españoles (BME), un 1 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior. Así, la negociación de acciones españolas en BME representó el 57,5 % del total en el segundo trimestre, lo que supone una notable recuperación de su cuota de mercado —que había alcanzado su mínimo histórico del 52,2 % en el trimestre anterior— frente a otros centros de negociación y mercados competidores. La contratación en los centros competidores de BME fue de 198.000 millones en el semestre, lo que representa un crecimiento del 9,6 % interanual, destacando el crecimiento de los operadores más pequeños.

Por otro lado, la actividad en la mayoría de las bolsas europeas¹⁸ fue desigual puesto que, aunque la mejora de la situación desincentiva la presión vendedora asociada a las caídas de precios, la cancelación de las restricciones a la operativa en corto y el mantenimiento de la volatilidad en niveles relativamente elevados incentivan la contratación. Esta alta volatilidad favorece algunas modalidades de contratación caracterizadas por sus volúmenes elevados, como son la negociación algorítmica y la de alta frecuencia (estas tienen lugar en mayor medida en centros de contratación competidores de los mercados regulados).

La actividad emisora se concentró en sendas ampliaciones de capital de Amadeus y ArcelorMittal, la primera de ellas bajo el formato de colocación acelerada. Finalmente, no se registró ninguna OPV ni OPS en el mercado continuo, mientras que en el

17 La contratación media diaria en el mercado continuo se situó en 1.745 millones de euros en el segundo trimestre, un 20 % menos que en el mismo periodo de 2019 y un 12,5 % menos que en el primer trimestre.

18 Según los datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación hasta mayo aumentó en términos interanuales un 10,9 % en Deutsche Borse (10,9 %), pero retrocedió un 3,6 % en Euronext, un 10,2 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia) y un 19,4 % en Cboe Europe.

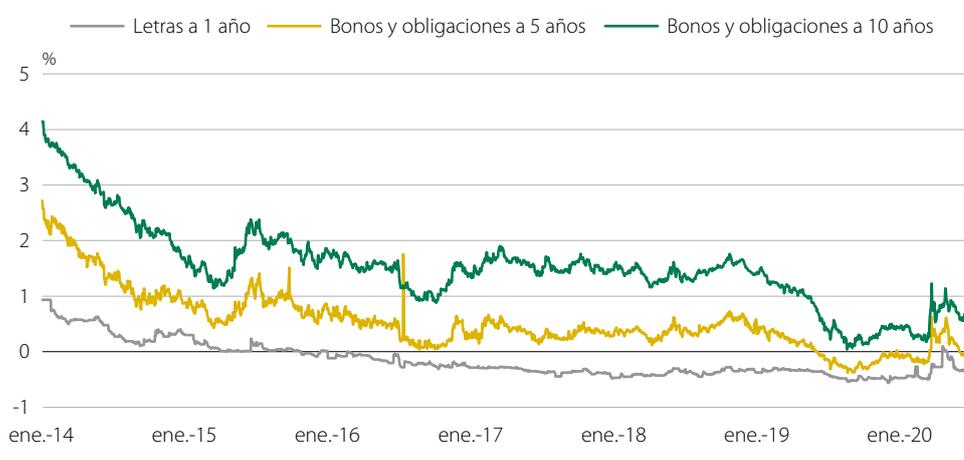
Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se registraron 4 admisiones por valor total de unos 30 millones de euros.

En los mercados de renta fija los tipos se fueron moderando progresivamente conforme se extendieron las compras tanto de deuda pública como privada por parte del BCE y este confirmaba que mantendría los estímulos extraordinarios durante un plazo de tiempo prolongado. Así, las rentabilidades de la deuda pública a corto plazo (véase gráfico 2) disminuyeron respecto a las del trimestre anterior, en el que se habían producido aumentos significativos, hasta situarse en niveles similares a los de comienzo de año y acercándose de nuevo a la zona de mínimos históricos. En el caso de los tramos más largos, los tipos presentaron también descensos significativos, situándose la rentabilidad del bono a 10 años en el 0,47 %, el mismo nivel que al inicio del año. Los bonos corporativos experimentaron una tendencia similar, puesto que los principales emisores también se beneficiaron de las compras del BCE¹⁹, si bien aquí la dispersión de las rentabilidades fue mayor.

Por su parte, la prima de riesgo de la deuda soberana, que iniciaba abril en 118 p.b. —tras un repunte transitorio a mediados de ese mes, cuando llegó a superar los 150 p.b.—, disminuyó hasta el entorno de los 95 p.b. a finales de junio, situándose por encima de los 65 p.b. en los que inició el año. Así, la mejor evolución relativa de la economía alemana respecto a la mayor parte de economías del resto de la Unión Europea permitió que el rendimiento de su deuda se redujera con más intensidad y originase una leve ampliación de las primas de riesgo (en relación con los niveles de principios de año).

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 2



Fuente: Thomson Datastream.

19 El BCE mantiene un programa específico de compras de deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme) dentro de su programa de compras de activos APP (Asset Purchase Programme) y el nuevo programa PEPP incluye también compras de deuda privada.

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	sep.-19	dic.-19	mar.-20	jun.-20
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,62	-0,50	-0,58	-0,54	-0,58	-0,28	-0,48
6 meses	-0,45	-0,41	-0,47	-0,53	-0,47	-0,24	-0,45
12 meses	-0,42	-0,33	-0,48	-0,49	-0,48	-0,28	-0,45
Bonos del Tesoro							
3 meses	-0,09	-0,04	-0,29	-0,44	-0,29	0,02	-0,28
6 meses	0,31	0,43	-0,06	-0,27	-0,06	0,26	-0,11
12 meses	1,46	1,43	0,45	0,20	0,45	0,68	0,47

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía también siguieron una evolución descendente, pero sus recortes fueron ligeramente inferiores a los de los activos de deuda pública. Aun así, tanto las primas de riesgo de las entidades financieras como las de las sociedades no financieras presentaron descensos moderados, favorecidos por el apoyo del BCE. En el caso de las primeras, aunque la extensión en el tiempo de los bajos tipos de interés erosiona el margen de intermediación de los bancos, estos pueden contar con abundante liquidez y financiación a un coste muy reducido, a la vez que los bajos tipos de interés también contribuyen a moderar el previsible aumento de la morosidad en un contexto de fuerte descenso de la actividad económica. Por su parte, las sociedades no financieras se ven beneficiadas por la mayor facilidad para acceder a financiación y el mantenimiento de sus gastos financieros en niveles reducidos, en un entorno de mayores incertidumbres sobre la evolución futura de sus negocios.

En esta situación de abundante liquidez y mayor facilidad para colocar deuda gracias a las compras del BCE, las emisiones de renta fija de los emisores españoles registradas en la CNMV en el segundo trimestre crecieron un 72 % respecto al trimestre anterior y un 150 % en términos interanuales, hasta alcanzar los 35.792 millones de euros. Destacaron las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales²⁰, que representaron más del 40 % del total, así como 6.266 millones de euros en cédulas de internacionalización²¹. Asimismo, las emisiones en el conjunto del primer semestre se situaron en 56.554 millones de euros, lo que representa un crecimiento interanual del 61 %, que, en gran medida, es atribuible al crecimiento de las emisiones de pagarés de empresa y de cédulas hipotecarias. Por otro lado, la actividad emisora de las compañías españolas en el exterior también creció, aunque lo hizo a un ritmo mucho más discreto, del 3,8 %, hasta alcanzar los 46.280 millones en los 5 primeros meses del año. Así, considerando tanto las emisiones registradas por las compañías

20 Las emisiones de cédulas territoriales alcanzaron los 4.750 millones de euros en el segundo trimestre, su valor más alto en un trimestre de los últimos años y la cifra más alta desde el año 2016.

21 Las emisiones de cédulas de internacionalización correspondieron a 4 emisiones de 2 emisores diferentes y suponen el volumen más alto de la serie histórica. Las emisiones de valores de este tipo alcanzaron únicamente 1.500 millones de euros en 2019.

españolas en la CNMV como las realizadas en el exterior, su volumen supone casi 103.000 millones de euros, cerca de un 29 % más que en el mismo periodo de 2019. Este avance refleja el interés de las grandes empresas por aprovechar el buen momento del mercado para aumentar sus recursos financieros, dotarse de liquidez y, a la vez, refinanciarse a plazos más largos, por si las condiciones financieras empeoran en el futuro.

II Informes y análisis

Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión

Javier Ojea Ferreiro(*)

(*) Javier Ojea Ferreiro pertenece al Departamento de Estudios y Estadística, de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Este estudio presenta un enfoque estadístico para generar escenarios de reembolsos severos pero verosímiles para los fondos de inversión, el cual es el principal desencadenante en los test de estrés de liquidez¹. La metodología de cópulas permite crear escenarios coherentes para los fondos con distintos modelos de negocio, mientras que los cuantiles condicionales ajustan la severidad del escenario. Para realizar la aplicación empírica, se crea una base de datos de fondos de inversión única combinando información de los estados reservados e información sobre la calidad crediticia. Un ejercicio de simulación compara la distribución de las medidas de riesgo empleadas para definir los escenarios de reembolsos. Los resultados muestran que la metodología propuesta genera intervalos de confianza más estrechos para la distribución del *shock* que los obtenidos según el enfoque regulatorio actual. Finalmente, se analiza la respuesta de los fondos de inversión españoles a escenarios de estrés en términos de la ratio de cobertura de reembolsos (RCR). Los resultados muestran que considerar no solo la estimación puntual sino un rango de potenciales escenarios de reembolsos permite reconocer fondos de inversión vulnerables que no se identificarían observando la estimación puntual. Los fondos de inversión españoles responden de manera resiliente a los *shocks* de reembolsos con la excepción de unos pocos fondos que poseen importantes porcentajes de activos ilíquidos, *i. e.* bonos corporativos de alto rendimiento.

1 Introducción y revisión de la literatura

Las vulnerabilidades de los fondos de inversión pueden suponer riesgos potenciales para la estabilidad del sistema financiero. En particular, el desajuste entre los términos de reembolso y la liquidez de los fondos de inversión genera una externalidad que puede desencadenar un evento sistémico. Este problema es generado por los inversores que retiran grandes cantidades de su inversión del fondo. Los grandes reembolsos obligan al gestor del fondo a vender parte de la cartera a un menor precio, para obtener la suficiente liquidez y poder hacer frente a estos reembolsos. Como consecuencia, el coste de dejar el fondo es asumido por los restantes inversores. Esto crea un incentivo para retirar la inversión antes que los demás inversores, *i. e.* la llamada «ventaja del que mueve primero» o *first-mover advantage*, lo que desencadena un comportamiento gregario entre los inversores y dificulta que el gestor del fondo pueda hacer frente a todas las solicitudes de reembolsos. El desajuste de liquidez es identificado por FSB (2017) como una de las principales vulnerabilidades de los fondos abiertos u *open-ended*. Debido a las restricciones de liquidez, los fondos pueden verse forzados a vender sus activos a un precio más bajo, lo que repercute en el precio de mercado y, por tanto, afecta a otros fondos con una exposición común a ese activo (Braverman y Minca, 2018; Cont y Wagalath, 2016; Duarte y Eisenbach, 2015). Las pérdidas pueden generar una espiral de reembolsos, ventas a bajo precio y pérdidas en el sector de los fondos de inversión, que podría afectar a

1 Agradezco a Eudald Canadell el apoyo en la producción de este trabajo. También me gustaría agradecer a José Alberto Toribio y Miryam Santos su ayuda en la construcción de la base de datos, y a Ramiro Losada, Ricardo Crisóstomo y Albert Martínez sus comentarios y sugerencias, que han resultado muy útiles para mejorar la calidad del estudio.

la economía real a través de los vínculos de propiedad, la exposición común a los activos y la financiación mayorista de los fondos a los bancos.

Este potencial canal de transmisión de riesgo sistémico ha sido objeto de interés recientemente por parte de las autoridades financieras (Office of Financial Research, 2013; IMF, 2015), que han impulsado recomendaciones sobre el tema (IOSCO, 2018b; IOSCO, 2018a; ESRB 2018). Siguiendo estas recomendaciones sobre los fondos de inversión, ESMA (2019) ha desarrollado una metodología para llevar a cabo test de estrés de liquidez en el sector de los fondos de inversión. Para ello establece un marco de tres pasos relacionados con el *shock* de reembolso, las ventas a bajo precio o *fire sales* y los efectos de segunda ronda. ESMA considera un amplia clase de enfoques para generar un ejercicio de simulación en su *Informe económico*, pero no explora la robustez de las estimaciones ni otras técnicas que podrían replicar las características empíricas de los flujos netos de los fondos. La existencia de una estructura temporal en la serie de los flujos netos, la presencia de volatilidad cambiante a lo largo del tiempo y la evolución de la relación entre tipos de fondos a lo largo del tiempo, donde la dependencia en las colas aparece en los periodos de estrés, hacen necesario reflejar estas características en el modelo estadístico para los flujos netos. Pequeños cambios en las estimaciones del modelo pueden modificar el resultado de los escenarios de reembolsos, añadiendo un grado de dificultad a la cuantificación de las consecuencias para el sistema financiero una vez que las ventas y los efectos de segunda ronda se han tenido en cuenta.

Este artículo se centra en el proceso de generación de escenarios de reembolsos en los fondos de inversión, en particular en el cálculo de la incertidumbre en estos escenarios y sus implicaciones para los test de estrés. La modelización y la simulación de los *shocks* en los fondos de inversión es un paso clave en el diseño de los test de estrés de liquidez y, en consecuencia, condiciona la magnitud de los ajustes en las carteras de los fondos y sus pérdidas. La base de datos empleada en este trabajo también aporta resultados relevantes desde el punto de vista nacional, al permitir generar categorías de fondos de inversión a medida, sin encontrarse limitadas por las aportadas por bases de datos de proveedores externos, p. ej. Morningstar. Además, la gran granularidad de los datos disponibles por las autoridades nacionales, en combinación con las bases de datos de calificación crediticia enriquece los resultados del *Informe económico* de ESMA(2019).

En concreto este estudio usa datos sobre fondos de inversión para analizar cómo su respuesta en términos de la RCR podría cambiar dependiendo de la definición de escenario de reembolso, su severidad y el riesgo de modelo. En consecuencia, este estudio enlaza con dos ramas de la literatura relacionadas con la generación de escenarios para test de estrés de los fondos de inversión y la incertidumbre en los resultados del modelo empleado para generar el escenario de estrés. En lo referente a la primera rama, Braverman y Minca (2018) estudian la interacción entre posiciones en común en la cartera de distintos fondos de renta variable utilizando medidas de vulnerabilidad similares a las propuestas por Greenwood *et al.* (2015) para el sector bancario, donde el principal *shock* es la liquidación de un fondo concreto. Baranova *et al.* (2017) estudian la relación entre los intermediarios y los fondos abiertos usando un modelo de equilibrio parcial y estableciendo un *shock* predeterminado. Goldstein *et al.* (2017) estudian el comportamiento de los fondos de renta fija y su vinculación a los reembolsos de los inversores y concluyen que esta relación es

diferente de la que se encuentra en los fondos de renta variable. Fricke y Fricke (2020) implementan el modelo propuesto por Greenwood *et al.* (2015) para el sistema bancario a los fondos de renta variable, donde el *shock* del test de estrés se establece de manera predeterminada como una caída del 5 % en el patrimonio de los fondos. Shaw y Dunne (2017) vinculan las características específicas de las categorías de fondos con su respuesta media a escenarios extremos. Para ello utilizan un modelo GARCH-DCC con innovaciones *kernel* para ajustar los rendimientos, ignorando la existencia de una posible dependencia en las colas. Con relación a la segunda rama de la literatura, Gross y Población (2019) utilizan un modelo ponderado bayesiano (BMA) para medir la incertidumbre de los modelos satélite, que traducen los escenarios macroeconómicos en pérdidas en la hoja de balance del banco. Siguiendo el mismo objetivo, Maqui *et al.* (2019) emplean el enfoque BMA para proyectar el impacto de escenarios macroeconómicos en los reembolsos de los fondos de inversión agregados a nivel país. La corta longitud de la base de datos —datos trimestrales para un periodo de 15 años— motiva el uso de modelos bayesianos. El enfoque BMA no tiene en cuenta no linealidades y dependencia en las colas en la relación entre los escenarios macro y los reembolsos de los fondos, lo que puede ser relevante en tiempos de crisis. Bouveret (2017) distingue cuatro enfoques para generar escenarios de reembolsos de los fondos de inversión: el estudio de eventos, el enfoque macroeconómico, el enfoque estadístico y la opinión del experto. Maqui *et al.* (2019) usan un enfoque macroeconómico, mientras que el método propuesto en este artículo se encuentra dentro del grupo de escenarios construidos bajo el enfoque estadístico. Este enfoque es agnóstico, en el sentido de que no se hace ningún supuesto sobre el comportamiento macroeconómico, centrándose el escenario en la variable de interés, *i. e.* las series de flujos netos. Además, aunque Maqui *et al.* consideran el riesgo de modelo potencial al usar el enfoque BMA, los *inputs* macroeconómicos que se toman del escenario macrofinanciero del test de estrés europeo de 2018 deberían ser objeto de un análisis de incertidumbre adicional. En definitiva, observar directamente la serie de flujos netos simplifica la metodología y elimina posibles errores en la estimación de los *inputs* macroeconómicos. Es más, el escenario macrofinanciero para el test de estrés europeo de 2020 para el sector bancario usa un enfoque estadístico para generar las estimaciones de los escenarios financieros². El presente estudio toma en cuenta no linealidades, asimetrías y dependencia en las colas entre reembolsos mediante el uso de cópulas, algo que se ignora en el enfoque de escenarios macroeconómicos. Bassanin *et al.* (2020) suponen la única excepción, ya que usan una cópula no paramétrica para tener en cuenta la dependencia histórica en realizaciones extremas a la hora de generar escenarios macroeconómicos contracíclicos.

En resumen, este estudio propone una metodología que tiene en cuenta las principales características estadísticas presentes en las series temporales financieras. El ajuste del modelo se revisa utilizando procedimientos de *backtesting* y contrastando el ajuste de la distribución. Estos análisis se llevan a cabo tanto en la distribución incondicional como en la condicional. Se muestra que los intervalos de confianza de los *shocks* de reembolsos construidos por *bootstrap* son más estrechos que los obtenidos usando el modelo propuesto por el regulador europeo (STRESS1). Además, este estudio defiende el uso de medidas condicionales, *i. e.* *CoVaR* y *CoES*, para

2 Véase página 37 del documento «Adverse scenario for the EBA 2020 EU-wide banking sector stress test».

generar escenarios severos coherentes en línea con el desarrollo técnico de otras autoridades regulatorias como el Banco Central Europeo (BCE). Asimismo se aporta una descripción detallada del procedimiento a seguir para obtener estas medidas. Los resultados indican que el rango intercuartil de la distribución de la medida de riesgo disminuye entre un 10 % y un 90 % cuando se usa esta metodología. Esta disminución depende de la medida de riesgo, la severidad del escenario y la categoría del fondo. Usando un intervalo de confianza y no solo una estimación puntual, revela fondos vulnerables que podrían ser ignorados en caso contrario. Los fondos de inversión españoles presentan suficiente liquidez en sus carteras para afrontar reembolsos severos. Pocos fondos muestran problemas, los cuales son debidos a posiciones importantes en bonos de alta rentabilidad.

Este trabajo se estructura como sigue: la sección 2 presenta los datos empleados, su transformación y cómo las diferentes bases de datos se combinan para generar la muestra. La sección 3 describe la metodología propuesta por el regulador europeo (STRESSI) y presenta la propuesta en este estudio, que supone un paso adelante con respecto a la anterior metodología. La sección 4 presenta los resultados del análisis en términos de los intervalos de confianza para los *shocks* de reembolsos y la RCR de los fondos españoles. Finalmente, la sección 5 cierra este estudio.

2 Datos

Esta sección presenta primero las diferentes fuentes de datos que han sido combinadas para construir nuestra base de datos. Después, se muestra el proceso de limpieza de la muestra de fondo para finalmente introducir como se miden los flujos netos y la liquidez de los fondos.

2.1 Fuentes de datos y construcción de la muestra

La principal fuente de datos procede de los estados reservados, cuyos códigos identificativos están disponibles en BOE (2008). Los datos referentes al valor liquidativo por participación, el patrimonio y los dividendos se obtienen de los estados MB2 y To1, mientras que la información en el estado Mo4 ofrece la descomposición a nivel compartimento. El estado MB7 ofrece la descomposición del patrimonio del fondo por la cantidad invertida por sus inversores. Este estado resulta útil para clasificar cada fondo como minorista o mayorista³.

3 Este estudio sigue el enfoque de Cambón and Losada (2014) para definir un fondo de inversión como mayorista, *i. e.* aquellos fondos en los que los inversores que poseen más de 150.000 euros representan al menos el 50 % del patrimonio del fondo.

Las bases de datos Bloomberg⁴ y Thomson-Reuters⁵ se utilizan para identificar el país, el sector y el *rating*⁶ de cada posición mantenida por el fondo, disponible en el estado Mo4⁷. Esta información se indica al final de cada año desde 2007 hasta 2018 y permite la agregación de fondos del mismo tipo (renta fija, variable...), dependiendo de características como la calidad crediticia de sus activos o la distribución sectorial⁸. Además, esta información se emplea para la construcción de un índice de liquidez, *i. e.* los activos líquidos de alta calidad o *high-quality liquid assets*, por su denominación en inglés, que ayuda a calcular la resiliencia de los fondos de inversión ante un escenario de reembolsos. Este enfoque es mucho más flexible que la clasificación aportada por Morningstar, base de datos empleada por ESMA (2019) en su ejercicio empírico, por tres razones. Primero, permite crear clasificaciones de fondos hechas a medida con base en características importantes para el *shock* de reembolso (fondo minorista o mayorista, fondo de renta fija corporativo o soberano...). En segundo lugar, Chen *et al.* (2019) han señalado la existencia de un sesgo en la clasificación de Morningstar para los fondos de inversión. Según este artículo, los fondos de inversión informan sistemáticamente de un nivel superior de calidad crediticia de su cartera de la que realmente poseen. En tercer lugar, nuestro enfoque ayuda a calcular las posiciones líquidas en los fondos de inversión, donde la composición del fondo y la información sobre la calidad crediticia se obtienen conjuntamente, mientras que Morningstar presenta esta información por separado.

En la base de datos hay dos clases de procesos de limpieza de los datos de los estados reservados. La primera limpieza se centra en aquellos fondos cuya política de reembolsos o características idiosincráticas pueden sesgar los resultados del estudio. El segundo filtrado de los datos se basa en aquellos fondos para los cuales no se obtiene la suficiente información de los códigos ISIN de los activos en los que invierten. Esta falta de información viene del hecho de que algunos fondos están invirtiendo en otros fondos y, en consecuencia, es difícil trazar la calidad crediticia de los activos del fondo. El vínculo de propiedad entre fondos crea un canal de transmisión del contagio interesante, que, sin embargo, se encuentra fuera del objetivo de este artículo. Este estudio se centra en la relación entre los *shocks* de reembolsos y el riesgo sistémico resultado del desajuste de liquidez.

En relación con los estilos de fondos que presentan una política de reembolsos particular, los siguientes tipos de fondos se excluyen del análisis:

- i) Los fondos garantizados, los cuales tienen grandes costes por la retirada de la inversión salvo que se produzca en ciertos periodos conocidos como *ventanas de liquidez*. Teniendo en cuenta la política de reembolsos de este tipo de fondos, se espera que presenten un tipo de patrón de reembolsos que difiera de los

4 Campos empleados: CENTRY OF RISK, CENTRY OF DOMICILE, INDUSTRY SECTOR, RTG MOODY, RTG SP, RTG FITCH, RTG MOODY ISSUER, RTG SP LT LC ISSUER CREDIT, RGT FITCH LT ISSUER DEFAULT.

5 Campos empleados: TR.FilssuerCountry, TR.HQCountryCode, TR.TRBCEconomicSector, TR.GR.Rating, TR.IssuerRating

6 Como *rating* se utiliza la calidad crediticia de la emisión para los bonos.

7 En aquellos ISIN para los cuales el país y el sector están disponibles pero no su *rating*, se asume que su *rating* es la mediana del conjunto de activos que comparten país, tipo de activo y sector dentro del mismo año.

8 Cabe destacar que la agregación de fondos en el año t se realiza con la información obtenida al final de $t-1$.

fondos abiertos. La inclusión de fondos garantizados puede generar una distorsión en la estimación de los parámetros del modelo.

- ii) Los fondos de gestión pasiva, que tienen una política similar a la de los fondos garantizados, por lo que se excluyen de la muestra por la misma razón.
- iii) Los fondos que pagan dividendos también se excluyen porque generan distorsiones como consecuencia de los efectos de la distribución de beneficios sobre el patrimonio del fondo. Además, este pago podría condicionar el comportamiento de los inversores.
- iv) Los fondos de fondos y los *side pockets* se eliminan de la muestra por sus características particulares, que no los hacen representativos del sector de fondos de inversión españoles.
- v) Los fondos con una serie temporal inferior a los 6 meses o con un patrimonio inferior al medio millón de euros también se eliminan porque pueden crear series temporales de flujos netos erráticas.

Este proceso de limpieza se realiza anualmente, ya que un fondo puede cambiar su vocación de un año para otro. En lo referente a la información de la cartera del fondo, solo se incluyen aquellos fondos en los que al menos un 60 % de su cartera pueda ser rastreada, *i. e.* su inversión en otros fondos o sus posiciones temporales son inferiores al 40 % de su patrimonio.

2.2 Categorías de fondos y medida de los flujos netos

Los fondos de la muestra se clasifican en los siguientes ocho tipos:

- Fondos de renta fija.
 - Fondos de renta fija soberana: Aquellos fondos de renta fija que poseen más de un 40 % de su cartera en deuda soberana.
 - » Fondo de renta fija soberana mayorista (WB): Aquellos fondos de renta fija soberana cuyos inversores que poseen más de 150.000 euros representan al menos el 50 % del patrimonio del fondo.
 - » Fondo de renta fija soberana minorista (RB).
 - Fondos de renta fija corporativa: Aquellos fondos de renta fija que poseen más del 60 % de su cartera en deuda privada.
 - » Fondos de renta fija corporativa de grado de inversión (IG).
 - » Fondos de renta fija corporativa de alta rentabilidad (HY): Aquellos fondos de renta fija corporativa que poseen más del 20 % de su proporción en deuda privada en activos cuya calidad crediticia se encuentra por debajo de BBB.

- Fondos de renta fija mixta (MX): Aquellos fondos de renta fija que no se encuentran en ninguna de las categorías anteriores.
- Fondos de renta variable.
 - Fondos de renta variable mayorista (WS): Aquellos fondos de renta variable cuyos inversores que poseen más de 150.000 euros representan al menos el 50 % del patrimonio del fondo.
 - Fondos de renta variable minorista (RS).
- Otros fondos (OT): Esta categoría incluye los fondos de rendimiento absoluto y los fondos globales.

A nivel individual, los flujos netos para el fondo i se obtienen de la serie temporal de patrimonio (AuM). Primero, se obtiene el rendimiento $R_{i,t}$ del fondo a partir del valor liquidativo ($NAV_{i,t}$), *i. e.*

$$R_{i,t} = \frac{NAV_{i,t} - NAV_{i,t-1}}{NAV_{i,t-1}}$$

Después, el flujo neto se obtiene ajustando el cambio en el patrimonio del fondo por los rendimientos $R_{i,t}$, *i. e.*

$$Flows_{i,t} = AuM_{i,t} - AuM_{i,t-1} (1 + R_{i,t}) \quad (1)$$

Finalmente, los flujos netos se miden como ratio del patrimonio definidos a nivel de estilo de fondo, *i. e.*

$$flow_{K,t} = \frac{\sum_{i \in K} Flows_{i,t}}{\sum_{i \in K} AuM_{i,t-1}} \quad (2)$$

donde $flow_{K,t}$ refleja los fondos netos del grupo de fondos dentro de la categoría K en el momento t expresados como ratio de su patrimonio. Esta agregación implica el supuesto de ajuste o *netting* entre los fondos dentro de una misma categoría. ESMA (2019) y Bouveret (2017) sugieren que este enfoque puede llegar a *shocks* más suaves porque los flujos se compensan entre sí. Para obtener el flujo neto en el sector como ratio del patrimonio se agregan los datos individuales sobre el conjunto de fondos de la muestra⁹. Los fondos netos, como ratio del patrimonio, se almacenan semanalmente como en el ejercicio empírico de ESMA (2019). El cuadro 1 presenta algunos estadísticos básicos, mostrando que la categoría de fondos de renta fija soberana presenta una asimetría positiva, mientras que los fondos netos del resto de categorías presentan una asimetría negativa. Todas las categorías presentan distribuciones leptocúrticas de sus flujos netos, alcanzando la curtosis un valor de 45 para los fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento. Además, el test de autocorrelación es rechazado para todas la categorías de fondos.

⁹ Las suscripciones superiores al 20 % del patrimonio se eliminan, ya que estas normalmente vienen de la fusión de fondos.

	WB	RB	MX	IG	HY	WS	RS	OT	AL
μ	-0,0036	-0,0018	-0,0013	-0,0027	-0,0021	-0,0006	-0,0007	0,0002	-0,0016
σ	0,0112	0,0092	0,0072	0,0075	0,0109	0,0060	0,0064	0,0075	0,0050
λ	1,6709	0,2197	-0,9179	-0,7410	-4,7961	-4,1062	-1,8229	-1,1229	-1,2495
κ	33,3079	12,8965	6,9929	6,1333	48,7964	29,3109	12,7209	10,0708	7,3426
q=0,01	-3,38 %	-2,42 %	-2,76 %	-2,79 %	-4,65 %	-2,81 %	-2,23 %	-2,56 %	-1,71 %
q=0,05	-2,05 %	-1,55 %	-1,17 %	-1,62 %	-1,59 %	-0,93 %	-1,14 %	-1,17 %	-1,08 %
q=0,5	-0,22 %	-0,15 %	-0,08 %	-0,23 %	-0,10 %	0,05 %	-0,03 %	0,06 %	-0,09 %
q=0,95	0,77 %	1,12 %	0,92 %	0,80 %	0,89 %	0,49 %	0,82 %	1,15 %	0,49 %
q=0,99	2,08 %	2,48 %	1,68 %	1,45 %	1,58 %	0,65 %	1,15 %	1,88 %	0,80 %
IQR (bps)	91	85	78	74	69	39	60	58	60
LBQ	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
LBQ2	0,3911	0,0000	0,0000	0,0000	0,6565	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
ARCH	0,0041	0,0000	0,0000	0,0000	0,9913	0,0000	0,0000	0,0028	0,0000

Nota: La variable subyacente a ser modelizada son los flujos netos como ratio del patrimonio.

Las categorías de fondos son: fondos de renta fija soberana mayoritaria (WB), minoritaria (RB), renta fija mixta (MX), fondos de renta fija corporativa de grado de inversión (IG), de alta rentabilidad (HY), fondos de renta variable mayoritaria (WS), minoritaria (RS) y otros fondos (OT) compuestos por fondos globales y fondos de rentabilidad absoluta. Los fondos netos agregados (AL) se emplean para generar un escenario de estrés coherente entre distintas categorías usando cópulas.

μ es la media, σ es la desviación estándar, λ es la asimetría, κ es la curtosis, q se refiere a distintos cuantiles, *IQR* es el rango intercuartílico, *LBQ* es el *p*-valor del test de autocorrelación de Ljung-Box Q-Test, *LBQ2* es el *p*-valor del mismo test para las series elevadas al cuadrado, *ARCH* es el test de heteroscedasticidad de Engle test.

2.3 Medida de la liquidez de los fondos de inversión

Para estimar la resiliencia de los fondos a *shocks* de reembolsos es necesario establecer una medida de liquidez para los fondos de inversión. Este artículo sigue el enfoque de los compartimentos de liquidez, donde cada clase de activo en la cartera del fondo se clasifica en un compartimento que tiene un grado de liquidez diferente. Siguiendo este enfoque, ESMA (2015) emplea el enfoque de los activos líquidos de alta calidad o *high-quality liquid assets (HQLA)*, donde se obtiene un índice de liquidez como la suma ponderada de los activos del fondo, cuyo peso depende del compartimento en el que cada clase de activo se encuentre, *i. e.*

$$HQLA = \sum_{k=1}^n \omega_k \times s_k \tag{3}$$

donde ω_k es el peso de liquidez para el activo k y s_k es el porcentaje de activo k en el patrimonio. El recorte en precio o *haircut* sufrido por los activos de los fondos en condiciones de estrés aporta una interpretación económica de los pesos de liquidez. Estos pesos han sido propuestos en Basilea III para el cálculo de la LCR (*liquidity coverage ratio*) por parte de los bancos. ESMA (2019) aplica estas ponderaciones obtenidas de CRR (*capital requirement regulation*) (véase cuadro 2).

%

Clase de activo	CQS1	CQS2	CQS3	< CQS3
Deuda pública	100	85	50	0
Deuda privada	85	50	50	0
Titularizaciones	65	0	0	0
Renta variable	50	50	50	50
Efectivo	100	100	100	100

Nota: CQS: *credit quality step*. CQS1 se refiere a *ratings* entre AAA y AA, CQS2 al *rating* A, CQS3 al *rating* BBB y <CQS3 a todo lo que esté por debajo de BBB-. Las ponderaciones de liquidez se muestran en %.

Fuente: ESMA (2019) y (ESMA, 2015:37).

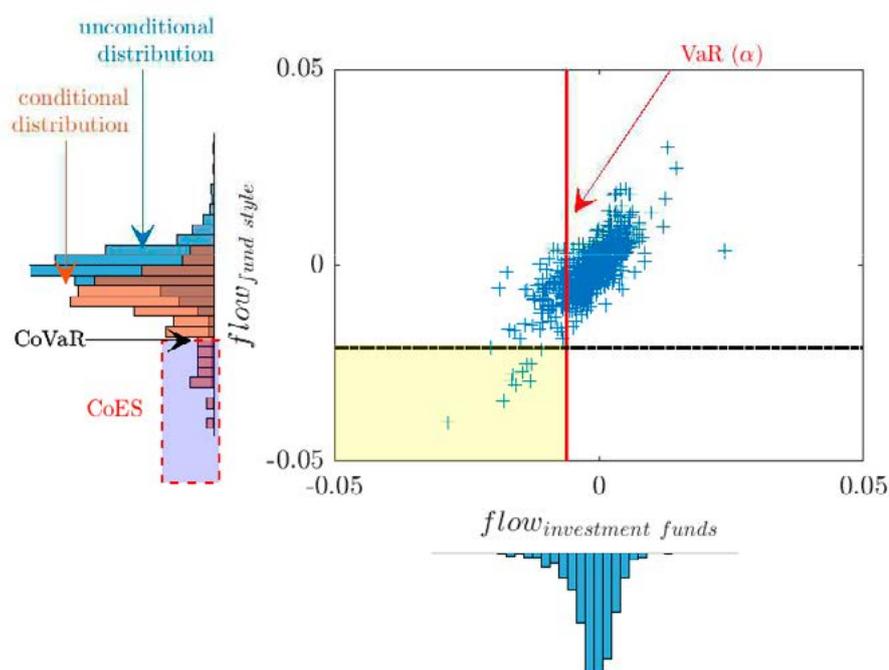
3 Metodología y medidas para los *shocks* de reembolsos

3.1 Medidas estadísticas condicionales e incondicionales

ESMA (2019) propone el uso de dos medidas de riesgo para el cálculo de los *shocks* de reembolsos, *i. e.* valor en riesgo (*VaR*) y la pérdida esperada o *expected shortfall* (*ES*). Su *Informe económico* sugiere el uso de cópulas para obtener la dependencia entre reembolsos. De hecho, la metodología de cópulas permite capturar no linealidades y dependencias en las colas que se presentan en los eventos adversos de reembolsos. El uso de cópulas se ha empleado ya para el diseño de escenarios severos pero plausibles, moviéndose de un marco incondicional a uno condicional¹⁰. Es decir, pasar de *VaR* y *ES* a usar sus versiones condicionadas.

En resumen, las medidas condicionales del *VaR* y *ES* dependen de otra variable. Este escenario se define basándose en un umbral para la variable condicional, que suele ser fijada por un percentil de esta. Por ejemplo, el gráfico 1 presenta una nube de puntos entre el flujo neto agregado de los fondos (*flujo*_{fondos agregados}), mostrando su histograma en el eje *x*, y los fondos netos para la categoría de fondos de renta fija mixta (*flujo*_{estilo fondo}), mostrando su histograma en el eje *y* (barras azules). Un escenario estresado para el sector de fondos de inversión podría estar definido por un *shock* de reembolsos por encima del α_{100} % más alto de los reembolsos. Este escenario viene definido por el área a la izquierda de la línea roja del gráfico 1. Los puntos azules que se encuentran a la izquierda de este umbral representan la relación entre variables condicionada a este evento extremo. El histograma de los flujos netos de los fondos de renta fija mixtos se mueve desde las barras azules a las naranjas cuando este escenario se materializa. El cálculo del *VaR* y el *ES* en su distribución condicional se denominan *CoVaR* y *CoES* respectivamente (véase Girardi y Ergün, 2013).

10 Por ejemplo, en el test de estrés para los fondos monetarios de ESMA de 2019, el test de estrés para las cámaras de compensación de ESMA de 2019, el test de estrés a los fondos de pensión de EIOPA de 2019 y el test de estrés europeo para el sector bancario de 2020.



La línea roja vertical representa el umbral que define el escenario de estrés. La línea roja se escoge en términos de cuantiles de la variable condicional. Los puntos azules a la izquierda de la línea roja genera la distribución condicional, representada en el eje izquierdo por las barras naranjas. El *CoVaR* se representa mediante la línea negra en la distribución condicional y el *CoES* sería el flujo neto medio por debajo del *CoVaR*.

El *CoVaR* es un valor tal que la siguiente identidad se cumpla, *i. e.*

$$P(\text{flow}_j > \text{CoVaR}_{jk}(\alpha, \beta) | \text{flow}_k < \text{VaR}_k(\alpha)) = \beta \quad (4)$$

donde α es el umbral del percentil utilizado para definir el escenario de estrés de la variable condicional (flow_k) y β es el cuantil condicionado de flow_j en este escenario. El *CoES* sería el valor medio de los reembolsos más allá del *CoVaR*, *i. e.*

$$\text{CoES}_{jk}(\alpha, \beta) = \int_0^u F_j^{-1}(v) dv \quad (5)$$

Donde $u = F_j^{-1}(\text{CoVaR}_{jk}(\alpha, \beta))$ y F_j^{-1} es la función de distribución inversa de la variable j .

Los resultados de la sección 4 se muestran en términos de reembolsos y no de flujos netos para simplificar la interpretación de los resultados. Este estudio considera un nivel de estrés para la probabilidad conjunta tal que tiene la misma probabilidad de las medidas de riesgo incondicional.

3.2 Enfoque de ESMA

ESMA (2019) sugiere el uso de la Teoría de los Valores Extremos o *Extreme Value Theory* (EVT) (Coles *et al.*, 2001) para modelizar el comportamiento en las colas de

la distribución de flujos netos y una cópula Clayton, que presenta un mayor grado de relación entre reembolsos cuanto mayores sean estos.

De acuerdo con esta metodología los flujos netos semanales son independientes e idénticamente distribuidos y la dependencia entre los flujos se mantiene constante a lo largo del tiempo.

Con relación a la primera cuestión, el cuadro 1 muestra la presencia de una estructura temporal y clústeres de volatilidad. Si los flujos no son i.i.d., la función de distribución se encuentra mal especificada y ello generaría problemas en la estimación de la cópula (Patton, 2012; Fermanian y Scaillet, 2004; Fantazzini, 2009; Patton 2013). Además, la dependencia en el modelo debería cambiar a lo largo del tiempo para capturar la estructura real de los datos, en especial en el periodo analizado, en el que las experiencias vividas durante la crisis financiera de 2008 y la crisis de deuda soberana que tuvo lugar entre 2010 y 2012 pudieron haber supuesto cambios en la relación entre los flujos netos de distintas categorías de fondos.

3.2.1 Metodología de ESMA para modelizar los flujos netos

La distribución de los flujos netos (*flow*) se modeliza utilizando una representación semiparamétrica, asumiendo que en una función *kernel* se ajusta la distribución central de los flujos, mientras que para las colas (por debajo del percentil 10 y por encima del percentil 90) se utilizan distribuciones generalizadas de Pareto (GPD).

ESMA (2019) propone el uso de cópulas para reflejar la relación entre flujos netos, los cuales poseen una gran flexibilidad para reflejar relaciones complejas entre variables. El teorema de Sklar (Sklar, 1959) afirma que una distribución multivariante puede expresarse como una combinación de distribuciones marginales y una cópula, *i. e.*

$$F(\text{flow}_k, \text{flow}_j) = C(F_k(\text{flow}_k), F_j(\text{flow}_j)) \quad (6)$$

donde F_l para $l = j, k$ es la función de distribución marginal y $C(\dots)$ es la cópula. La dependencia entre flujos netos se modeliza utilizando una cópula Clayton, la cual presenta dependencia en la cola inferior; es decir, la probabilidad de experimentar reembolsos extremos en una categoría de fondos es mucho mayor si se da un evento de reembolsos extremos en el agregado de fondos.

3.2.2 Una metodología novedosa para la modelización de los *shocks* de reembolsos

El *shock* de reembolsos siguiendo la metodología de ESMA es una estimación puntual de la distribución de los flujos netos tal que algún criterio se cumple. Por ejemplo, en el caso del $Var(\alpha)$ este criterio es encontrarse por encima del $\alpha 100$ % mayor de los reembolsos. Observando distintos percentiles, es decir diferentes α s, podemos observar cómo estos *shocks* pueden cambiar en función de un parámetro clave para el estrés.

Sin embargo, hay parámetros que determinan los reembolsos, incluso una vez que se condicionan a un determinado cuantil, que se asume conocido. Estos parámetros se encuentran relacionados con la distribución de suscripciones y reembolsos y con la

relación entre diferentes flujos netos. Unos cambios pequeños en las estimaciones de estos parámetros pueden tener un gran impacto en los resultados de los escenarios de reembolsos, en especial para los cuantiles extremos. Los fondos de inversión pueden forzar a vender activos ilíquidos dado un *shock* de reembolsos para una categoría de fondos concreta. La incertidumbre sobre los parámetros actuales del modelo puede llevar a escenarios de reembolsos muy distintos, lo que podría derivar en distintos procesos de *fire sales* y efectos de segunda ronda.

En el presente estudio se ha seguido un proceso de 5 pasos para medir la incertidumbre en la estimación de los parámetros del modelo de reembolsos. Primero, se propone un modelo econométrico que pueda ajustarse al proceso generador de datos. En particular se propone un modelo AR(4)-GARCH(1,1), donde las innovaciones del proceso vienen de una distribución no paramétrica (función *kernel*) y la dependencia entre fondos evoluciona entre dos estados: uno de calma y otro correspondiente a periodos turbulentos. La dependencia a lo largo del tiempo sigue un proceso de cambio de régimen (*Markov switching*), donde la dependencia está definida por una relación gaussiana o normal multivariante en periodos de calma y una distribución con mayor dependencia cuando se producen reembolsos importantes en los fondos de inversión¹¹. El enfoque de regímenes cambiantes es más robusto a problemas de especificación que otros modelos empleados para incorporar características cambiantes en el tiempo¹². Esta técnica sofisticada identifica endógenamente diferentes regímenes a lo largo del tiempo con una clara interpretación económica.

Una vez se obtienen las estimaciones del modelo, se simulan distintas series de flujos netos y se reestima el modelo, de manera que se obtienen tantas estimaciones sobre este como simulaciones de series temporales de los fondos se hayan creado. Como último paso, se calcula el *shock* de reembolso de largo plazo, obtenido a partir de la media, la varianza y la dependencia que se calcularían como predicción a largo plazo. Al usar los valores a largo plazo se asume que el *shock* de reembolso no está condicionado al último valor de la muestra; es decir, el escenario empleado es incondicional al momento temporal, pero condicional al comportamiento de los reembolsos agregados en el sector.

En resumen, el procedimiento para obtener intervalos de confianza para los escenarios de reembolsos es el siguiente:

- i) Se utiliza un modelo $f(\dots; \theta)$ que se ajuste a las características de los flujos, *i. e.* *flow*.
- ii) Se obtienen los parámetros estimados del modelo ($\tilde{\theta}$) estimando del modelo $f(\dots; \theta)$ propuesto en el paso i) usando las series temporales reales de los flujos netos *flow* (véanse los cuadros 3, 4 y 5).

11 Se consideran tres tipos de cópulas para modelizar este tipo de relación: cópula Clayton, cópula Gumbel rotada 180 grados y cópula Joe rotada 180 grados.

12 Para una comparación entre diferentes especificaciones para la evolución de la dependencia usando cópulas, véase Manner and Reznikova (2012).

- iii) Se simulan W veces series temporales de longitud T (\widetilde{flow}) usando el proceso generador de datos propuesto en el paso i) con los parámetros estimados del paso ii).
- iv) Se obtiene $\tilde{\theta}_w$, los parámetros estimados del modelo $f(\dots;\theta)$ propuesto en el paso i) usando las series temporales de flujos simuladas \widetilde{flow} .
- v) Se utiliza $\tilde{\theta}$ para obtener la estimación puntual de las estimaciones del *shock* de reembolso (\hat{s}) y $\tilde{\theta}_w$ para obtener un rango para el *shock* de reembolso (\tilde{s}_w). Se escoge un percentil q y otro percentil $1 - q$ de \tilde{s}_w para obtener un intervalo de confianza del $(1 - 2q)100$ % sobre el error de estimación en la estimación puntual.

4 Resultados

Esta sección presenta primero los resultados del análisis de incertidumbre del *shock* de reembolso en función del modelo empleado, los cuales se centran en la pérdida esperada (*ES*) y la pérdida esperada condicionada (*CoES*) medida con un nivel de severidad del 97 % ($\alpha = 0,03$), en línea con la severidad escogida por ESMA (2019). Después, se calcula el rango intercuartílico de la distribución del *shock* de reembolso para obtener una idea sobre la precisión de la estimación puntual. Por último, la resiliencia de los fondos de inversión se analiza comparando el *shock* de reembolso con los activos líquidos que poseen los fondos de inversión (*HQLA*). El ratio entre los *HQLA* y el *shock* de reembolsos se conoce como ratio de cobertura de reembolso (*RCR*), *i. e.*

$$RCR = \frac{HQLA}{Redemption\ shock} \quad (7)$$

el cual indica que un fondo presenta problemas para afrontar reembolsos si $RCR < 1$.

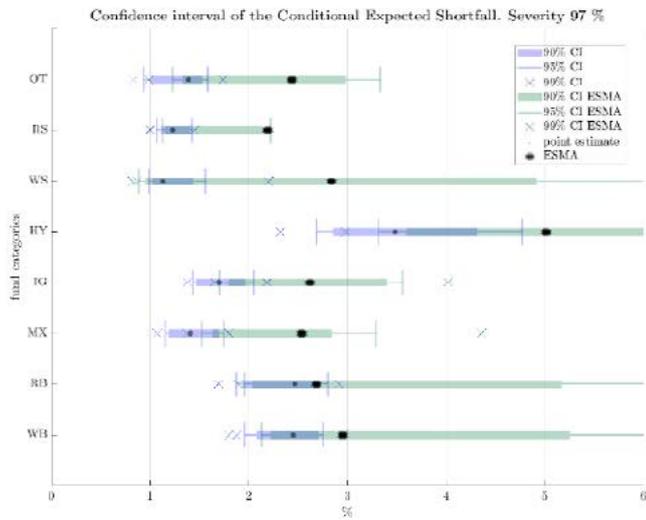
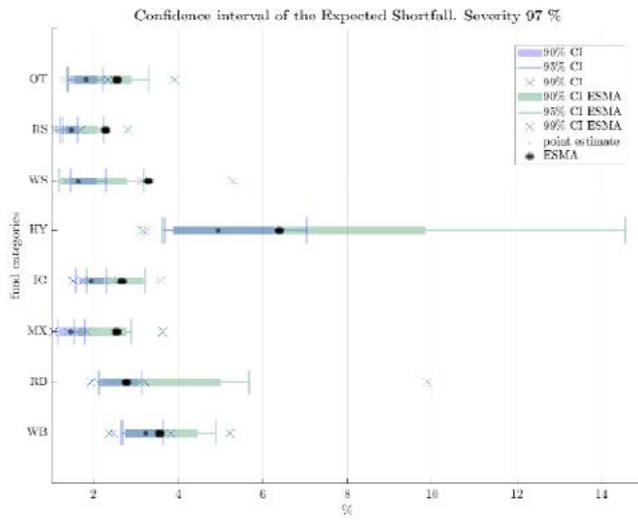
El gráfico 2 presenta la pérdida esperada de los reembolsos con una severidad del 97 % y su intervalo de confianza usando la metodología propuesta (punto negro y barra azul) y el enfoque de ESMA (asterisco y barra verde). Los reembolsos con una severidad del 97 % se encuentran entre el 1 % y el 7 %. Para tener una idea de la magnitud de estos valores, ESMA (2019) obtiene reembolsos entre el 5,2 % y el 9 % usando una base de datos de Morningstar. Los valores utilizando la metodología propuesta son más pequeños que aquellos obtenidos siguiendo los pasos de ESMA, como muestra que el punto negro se encuentre a la izquierda del asterisco. El gráfico 3 refleja la pérdida esperada condicionada (*CoES*) y muestra que la metodología de ESMA genera intervalos extremadamente amplios para la categoría de renta fija, para los fondos de alta rentabilidad y para los fondos de renta variable mayorista. Ignorar la estructura temporal puede tener importantes implicaciones para la estimación de los parámetros de la distribución generalizada de Pareto, lo cual afecta al cálculo de aquellas medidas que miran más allá de un percentil concreto, es decir, la pérdida esperada y la pérdida esperada condicionada.

	WB	RB	MX	IG	HY	WS	RS	OT	AL
β_0	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	-0,00	0,00	-0,00
	[0,00 (***)]	[0,00 (***)]	[0,00]	[0,00 (***)]	[0,00 (***)]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]
β_1	0,22	0,52	0,47	0,38	0,38	0,41	0,35	0,34	0,49
	[0,04 (***)]	[0,05 (***)]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,07 (***)]	[0,06 (***)]	[0,04 (***)]	[0,03 (***)]	[0,04 (***)]
β_2	0,14	0,20	0,23	0,16	0,14	0,05	0,14	0,11	0,22
	[0,04 (***)]	[0,05 (***)]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,05 (***)]	[0,05]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]
β_3	0,02	-0,02	0,12	0,12	0,12	0,12	0,15	0,14	0,06
	[0,03]	[0,04]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,04 (***)]	[0,03 (***)]	[0,04 (*)]
β_4	0,25	0,12	0,03	0,14	0,08	0,06	0,08	0,25	0,11
	[0,03 (***)]	[0,03 (***)]	[0,03]	[0,03 (***)]	[0,04 (**)]	[0,03 (*)]	[0,03 (**)]	[0,03 (***)]	[0,03 (***)]
α	0,21	0,34	0,16	0,10	0,28	0,22	0,25	0,05	0,21
	[0,07 (***)]	[0,10 (***)]	[0,05 (***)]	[0,06 (*)]	[0,23]	[0,17 (*)]	[0,05 (***)]	[0,06]	[0,05 (***)]
β	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,00]	[0,01]	[0,01]	[0,00]	[0,00]	[0,00]

Nota: La variable subyacente a ser modelizada son los flujos netos como ratio del patrimonio. La desviación estándar se muestra junto con las estimaciones. Las desviaciones estándar se obtienen mediante *bootstrapping*.

Las categorías de fondos son: fondos de renta fija soberana mayoritaria (WB), minoritaria (RB), renta fija mixta (MX), fondos de renta fija corporativa de grado de inversión (IG), de alta rentabilidad (HY), fondos de renta variable mayoritaria (WS), minoritaria (RS) y otros fondos (OT) compuestos por fondos globales y fondos de rentabilidad absoluta. Los fondos netos agregados (AL) se emplean para generar un escenario de estrés coherente entre distintas categorías usando cópulas.

También los intervalos de confianza son más estrechos, como se observa en el cuadro 6. Dicho cuadro muestra el rango intercuartílico usando la metodología de ESMA en puntos básicos en la tercera columna, mientras que la segunda columna muestra la ratio del rango intercuartílico usando la metodología de este estudio frente a la de ESMA en porcentaje. El umbral de los 100 puntos básicos lo alcanza la pérdida esperada para la categoría de fondos de alta rentabilidad y para las categorías de fondos de alta rentabilidad y fondos de renta fija soberana minorista si nos fijamos en la pérdida esperada condicionada. La metodología empleada aquí reduce el rango intercuartílico entre 1/2 y 4/5 del rango intercuartílico usando el enfoque de ESMA, dependiendo de la severidad, la medida de riesgo y la categoría de fondos considerada. El mayor descenso en el rango intercuartílico puede venir del hecho de que la estructura temporal se tiene en cuenta en el enfoque de este estudio y, consecuentemente, los *inputs* de la cópula son i.i.d. y, por tanto, no se está transmitiendo ese factor de ruido que haría más difícil la estimación del parámetro de dependencia.



Valores AICc para la selección de la cópula

CUADRO 4

Cópula	WB	RB*	MX*	IG	HY*	WS	RS*	OT
Clayton	-93,08	-108,89	-296,74	-219,22	-48,52	-68,68	-94,04	-109,98
180Gumbel	-93,35	-134,31	-364,32	-217,80	-62,21	-67,29	-103,04	-117,54
180Joe	-93,15	-99,81	-286,43	-217,77	-41,64	-67,85	-88,60	-115,55

Nota: Este cuadro muestra los valores del criterio de información de Akaike corregido por el sesgo para las muestra pequeñas (AIC_c) (Hurvich y Tsai 1989).

$AIC_c = 2k \frac{T}{T-k-1} - 2 \log(\hat{L})$, donde T es el tamaño de la muestra, k es el número de parámetros estimados y \hat{L} es el valor de la log-verosimilitud. El menor valor de AIC_c indica la mejor cópula.

Las categorías de fondos son: fondos de renta fija soberana mayoritaria (WB), minoritaria (RB), renta fija mixta (MX), fondos de renta fija corporativa de grado de inversión (IG), de alta rentabilidad (HY), fondos de renta variable mayoritaria (WS), minoritaria (RS) y otros fondos (OT) compuestos por fondos globales y fondos de rentabilidad absoluta. Los fondos netos agregados (AL) se emplean para generar un escenario de estrés coherente entre distintas categorías usando cópulas. Las categorías caracterizadas por un asterisco indican que se estima una cópula constante. Esta selección es consecuencia de los ejercicios de *backtesting* condicional.

Estimación del modelo de la cópula y desviación estándar

CUADRO 5

	WB	RB*	MX*	IG	HY*	WS	RS*	OT
p_{11}	0,99	-	-	0,87	-	0,65	-	0,86
	[0,01 (***)]	-	-	[0,04 (***)]	-	[0,10 (***)]	-	[0,12 (***)]
p_{22}	0,99	-	-	0,79	-	0,80	-	0,97
	[0,01 (***)]	-	-	[0,07 (***)]	-	[0,13 (***)]	-	[0,18 (***)]
ρ	0,61	-	-	0,79	-	0,67	-	0,82
	[0,04 (***)]	-	-	[0,03 (***)]	-	[0,10 (***)]	-	[0,08 (***)]
θ	1,03	1,44	1,92	0,20	1,27	0,20	1,34	1,24
	[0,03 (***)]	[0,00 (***)]	[0,00 (***)]	[0,13 (*)]	[0,00 (***)]	[0,11 (*)]	[0,00 (***)]	[0,28 (***)]

La desviación estándar se muestra junto con las estimaciones. Las desviaciones estándar se obtienen mediante *bootstrapping*. Las categorías de fondos son: fondos de renta fija soberana mayoritaria (WB), minoritaria (RB), renta fija mixta (MX), fondos de renta fija corporativa de grado de inversión (IG), de alta rentabilidad (HY), fondos de renta variable mayoritaria (WS), minoritaria (RS) y otros fondos (OT) compuestos por fondos globales y fondos de rentabilidad absoluta. Los fondos netos agregados (AL) se emplean para generar un escenario de estrés coherente entre distintas categorías usando cópulas.

θ se refiere a la cópula escogida en función de los valores del cuadro 4.

Las categorías caracterizadas por un asterisco indican que se estima una cópula constante. Esta selección es consecuencia de los ejercicios de *backtesting* condicional.

Rango intercuartílico (q0,75–q0,25)

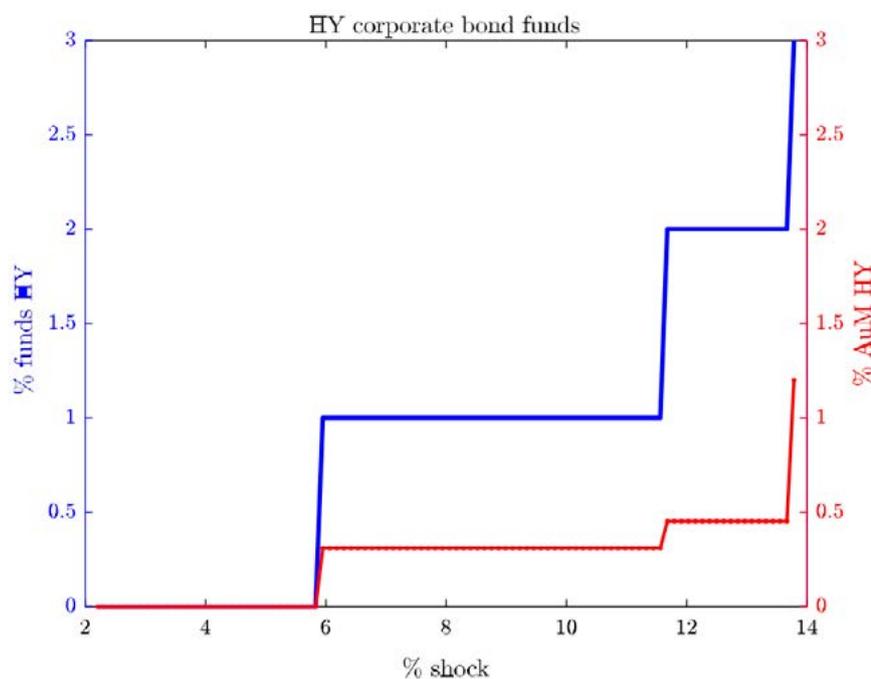
CUADRO 6

<i>ES</i>	q=0,03	ESMA q=0,03
WB	49,05	70
RB	38,93	98
MX	46,58	49
IG	41,21	51
HY	34,82	182
WS	22,95	65
RS	52,59	33
OT	44,49	60
<i>CoES</i>	q=0,03	ESMA q=0,03
WB	33,30	91
RB	30,27	109
MX	39,36	52
IG	28,89	61
HY	9,30	416
WS	14,80	96
RS	30,85	37
OT	27,54	76

Las categorías de fondos son: fondos de renta fija soberana mayoritaria (WB), minoritaria (RB), renta fija mixta (MX), fondos de renta fija corporativa de grado de inversión (IG), de alta rentabilidad (HY), fondos de renta variable mayoritaria (WS), minoritaria (RS) y otros fondos (OT) compuestos por fondos globales y fondos de rentabilidad absoluta. Los fondos netos agregados (AL) se emplean para generar un escenario de estrés coherente entre distintas categorías usando cópulas.

El cuadro muestra en la segunda columna la ratio (en %) del rango intercuartílico de la distribución de *ES* y *CoES* según el modelo propuesto frente al del ESMA. La tercera columna presenta el rango intercuartílico de la distribución de la medida de riesgo en puntos básicos (p.b.) usando la metodología de ESMA. El rango intercuartílico que es superior a un 1 %, *i. e.* 100 puntos básicos, se muestra en negrita.

Finalmente, el gráfico 4 estudia la resiliencia de los fondos de inversión considerando aquellos fondos individuales que presentan su *RCR* en la ecuación (7) por debajo de uno. Se utiliza todo un rango de valores para el *shock* de reembolso y no solo una estimación puntual para obtener la *RCR*, de tal manera que es posible analizar la robustez de los resultados cuando este *shock* es ligeramente distinto. Todos los fondos con $RCR < 1$ son fondos de renta fija corporativa de alto rendimiento. El gráfico 4 muestra el porcentaje de fondos (eje izquierdo) y el porcentaje del patrimonio (eje derecho) que representan dichos fondos dentro de la categoría de alto rendimiento. Estos resultados muestran la resiliencia del sector de fondos de inversión español y el limitado impacto que un *shock* de reembolso tendría en la categoría de alto rendimiento.



5 Conclusiones

Este estudio propone una metodología detallada para generar escenarios de reembolsos para los fondos de inversión que supone un avance con respecto al enfoque empleado por ESMA (2019). Ambos métodos se comparan en términos de análisis de incertidumbre, por lo que los rangos intercuartílicos de las medidas de riesgo utilizadas para definir el escenario de reembolsos presentan un valor hasta un 90 % más bajo utilizando esta metodología que con la propuesta por ESMA (2019). La base de datos de este estudio combina datos del supervisor con datos sobre la calidad crediticia de los activos, lo que permite realizar una construcción granular de las categorías de fondos y un cálculo en detalle de los activos líquidos de alta calidad. El modelo propuesto tiene en cuenta las características estadísticas de los fondos netos, es decir, la estructura temporal, la presencia de heterocedasticidad y la evolución de la correlación y dependencia en las colas a lo largo del tiempo.

Los resultados muestran que los *shocks* de reembolsos utilizando la metodología de este estudio son ligeramente más pequeños y presentan intervalos más estrechos que los que se obtendrían siguiendo la de ESMA (2019). Ignorar la estructura temporal de los flujos netos introduce dos tipos de perturbaciones en el modelo propuesto por ESMA (2019). En primer lugar, genera una mayor incertidumbre en la estimación de parámetros que determinan el comportamiento en las colas de la distribución. En segundo lugar, la estructura temporal de los *inputs* de la función de cópula genera un factor de ruido que complica la estimación del parámetro de dependencia entre flujos netos. En consecuencia, las medidas de riesgo coherentes, *i. e.* las pérdidas esperadas y las pérdidas esperadas

condicionadas, presentan intervalos de confianza más amplios y las medidas de riesgo condicionales pueden estar sesgadas. Los fondos de renta fija soberana, mixta y corporativa de alta rentabilidad experimentan un mayor reembolso en periodos de estrés, en línea con la literatura sobre este tema (Chen *et al.*, 2010; Lynch y Musto, 2003; Goldstein *et al.*, 2017). La respuesta de los fondos de inversión españoles a estos escenarios de reembolsos se analiza en términos de la ratio entre los activos de liquidez mantenida por los fondos y los reembolsos afrontados por cada categoría de fondos. La categoría de fondos de renta fija corporativos de alta rentabilidad es la única en la que se encuentran instituciones en estrés, aunque representan menos del 3 % de los fondos y menos del 1,5 % del patrimonio de los fondos dentro de esta categoría.

Posibles extensiones de este trabajo podrían analizar cómo los reembolsos podrían afectar a las instituciones financieras españolas más allá de la ratio de cobertura de reembolsos, es decir, los efectos en el mercado y los precios de los activos y los consecuentes efectos de segunda ronda. Las consecuencias de un *shock* inicial podrían tener un efecto significativo en las pérdidas derivadas de los cambios en los precios de mercado, como muestran Cont y Schaanning (2017) para el sector bancario.

Esta investigación ofrece un apoyo a las autoridades supervisoras en el diseño de los escenarios de reembolsos para los fondos de inversión. Desde un punto de vista estadístico, este artículo llama a un análisis cuidadoso de las características econométricas presentes en la serie de flujos netos. Usando métodos de simulación se genera un rango de escenarios de reembolsos en lugar de un solo escenario. Este análisis más amplio permite identificar fondos vulnerables que, en caso contrario, podrían pasarse por alto. Desde el punto de vista del supervisor, este rango de potenciales *shocks* de reembolsos puede identificar *efectos acantilado* o *cliff effects* en las pérdidas de los fondos. El efecto acantilado hace referencia a cambios significativos en los resultados del test de estrés provenientes de pequeños cambios en parámetros clave del modelo. Es esencial disponer de un rango de potenciales reembolsos, lo cual es el primer paso en un test de estrés de liquidez. Los cambios en este *shock* inicial podrían generar un patrón de pérdidas diferente a lo largo del tiempo para los fondos de inversión. Finalmente, este artículo defiende el uso de medidas de riesgo condicionales. El uso de estas medidas genera un *shock* severo para cada categoría de fondos, pero también refleja la dependencia entre los flujos en escenarios extremos, lo que aporta, además de severidad, una plausibilidad en los *shocks* iniciales.

Referencias

Baranova, Coen, Noss y Lowe (2017). Simulating stress across the financial system: the resilience of corporate bond markets and the role of investment funds. *Bank of England Financial Stability Paper* (42).

Bassanin, Ojea Ferreiro y Rancoita (2020). The macrofin copula: a probabilistic approach for scenario calibration. Working paper.

BOE (2008). Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la comisión nacional del mercado de valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las instituciones de inversión colectiva.

- Bouveret (2017). Liquidity Stress Tests for Investment Funds: A Practical Guide. IMF Working Papers 17/226.
- Braverman y Minca (2018). Networks of common asset holdings: aggregation and measures of vulnerability. *The Journal of Network Theory in Finance* 4 (3).
- Cambón y Losada (2014). Competition and structure of the mutual fund industry in Spain: the role of credit institutions. *The Spanish Review of Financial Economics* 12 (2), 58–71.
- Chen, Cohen y Gurun (2019). Don't take their word for it: The misclassification of bond mutual funds. Technical report, National Bureau of Economic Research.
- Chen, Goldstein y Jiang (2010). Payoff complementarities and financial fragility: Evidence from mutual fund outflows. *Journal of Financial Economics* 97 (2), 239–262.
- Coles, Bawa, Trenner y Dorazio (2001). *An introduction to statistical modeling of extreme values*, Springer.
- Cont y Schaanning (2017). Fire sales, indirect contagion and systemic stress testing. *Working paper*.
- Cont y Wagalath (2016). Institutional investors and the dependence structure of asset returns. *International Journal of Theoretical and Applied Finance* 19 (02).
- Duarte y Eisenbach (2015). Fire-sale spillovers and systemic risk. staff report, 645. Technical report.
- ESMA (2015). Report on trends, risks and vulnerabilities. Technical Report 2, ESMA.
- ESMA (2019). Stress simulation for investment funds. ESMA Economic Report.
- ESRB (2018). Recommendation on liquidity and leverage risks in investment funds. Official Journal of the European Union, 2018/C 151/1.
- Fantazzini (2009). The effects of misspecified marginals and copulas on computing the value at risk: A Monte Carlo study. *Computational Statistics & Data Analysis* 53 (6).
- Fermanian y Scaillet (2004). Some statistical pitfalls in copula modelling for financial applications. Technical report, FAME Working Paper.
- Fricke y Fricke (2020). Vulnerable asset management? the case of mutual funds. *Journal of Financial Stability*.
- FSB (2017). Transforming shadow banking into resilient market-based finance: Re-hypothecation and collateral re-use: Potential financial stability issues, market evolution and regulatory approaches. Technical report, FSB.
- Girardi y Ergün (2013). Systemic risk measurement: Multivariate GARCH estimation of covar. *Journal of Banking and Finance* 37 (8), 3169–3180.

- Goldstein, Jiang y Ng (2017). Investor flows and fragility in corporate bond funds. *Journal of Financial Economics* 126 (3), 592–613.
- Greenwood, Landier y Thesmar (2015). Vulnerable banks. *Journal of Financial Economics* 115 (3), 471–485.
- Gross y Población (2019). Implications of model uncertainty for bank stress testing. *Journal of Financial Services Research* 55 (1), 31–58.
- Hurvich y Tsai (1989). Regression and time series model selection in small samples. *Biometrika* 76 (2), 297–307.
- IMF (2015). The asset management industry and financial stability. Technical report, Global Financial Stability Report.
- IOSCO (2018a). Open-ended fund liquidity and risk management — good practices and issues for consideration.
- IOSCO (2018b). Recommendations for liquidity risk management for collective investment schemes.
- Lynch y Musto (2003). How investors interpret past fund returns. *The Journal of Finance* 58 (5), 2033–2058.
- Manner y Reznikova (2012). A survey on time-varying copulas: Specification, simulations, and application. *Econometric Reviews* 31 (6), 654–687.
- Maqui, Sydow y Gourdel (2019). Investment funds under stress. Working Paper Series 2323, European Central Bank.
- Office of Financial Research (2013). Asset management and financial stability.
- Patton (2013). «Copula methods for forecasting multivariate time series». En *Handbook of economic forecasting*, Volumen 2, pp. 899–960. Elsevier.
- Patton (2012). A review of copula models for economic time series. *Journal of Multivariate Analysis* 110, 4–18.
- Shaw y Dunne (2017). Investment fund risk: The tale in the tails. Technical report, Central Bank of Ireland.
- Sklar (1959). Fonctions de repartition an dimensions et leurs marges. *Publ. Inst. Statist. Univ. Paris* 8, 229–231.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2020 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril**, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

Para responder a las necesidades de apoyo reforzado derivadas de la prolongación de esta situación excepcional, se aprueba un nuevo paquete de medidas que refuerza las anteriormente adoptadas y se centra en el apoyo a las empresas y a los trabajadores.

Se establecen medidas para reforzar la financiación empresarial. Dada la situación adversa del mercado de crédito y las dificultades que, como consecuencia de la reducción de la cobertura de riesgos asegurados, puedan afectar a las relaciones comerciales y los pagos entre las empresas, se habilita al Consorcio de Compensación de Seguros para que desarrolle actividades de reaseguro de crédito y de caución a partir de 2020.

Se añade un nuevo apartado 3 a la disposición adicional octava del Real Decreto-Ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, con la finalidad de habilitar la interposición y tramitación, dentro de aquellos procedimientos de contratación cuya continuación haya sido acordada por las entidades del sector público de conformidad con lo previsto en el apartado 4 de la disposición adicional tercera del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, de recurso especial en los términos establecidos en la propia Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público (en adelante LCSP), sin que el procedimiento de recurso pueda considerarse suspendido. De esta forma se garantiza, para todos los licitadores que tomen parte en estos procedimientos, la posibilidad de hacer valer sus derechos, pues los plazos del recurso especial previstos en la LCSP continuarán computándose en virtud de los términos establecidos en dicha ley.

Se introduce una disposición adicional que regula el otorgamiento unilateral por el acreedor de los instrumentos notariales en los que se formaliza la ampliación de plazo derivada de la moratoria legal de los préstamos o créditos garantizados con hipoteca, o mediante otro derecho inscribible distinto, y se justifica que lo que se documenta es el reconocimiento unilateral del acreedor de una obligación establecida *ex lege*.

Se modifica la letra d) del apartado 4 del artículo 159 de la LCSP cuando regula el acto de apertura de los sobres o archivos electrónicos de los licitadores que contengan la oferta evaluable a través de criterios cuantificables mediante la mera aplicación de fórmulas, dentro del procedimiento abierto simplificado, eliminando la exigencia de que la apertura de los sobres tenga lugar en todo caso mediante acto público.

La reforma del precepto se encamina a permitir que la apertura de la oferta económica, tal y como se prevé en el artículo 157.4 de la LCSP para los procedimientos abiertos, del que el procedimiento abierto simplificado no deja de ser una especialidad, se realice mediante acto público, salvo cuando se prevea que en la licitación puedan emplearse medios electrónicos. La modificación del precepto no solo supone una mejora técnica deseable que está en línea con la regla general de presentación de ofertas por medios electrónicos establecida en la disposición adicional decimoquinta de la LCSP, que ya garantiza la integridad y el secreto de las proposiciones y permite el acceso a la documentación correspondiente a los aspectos dependientes de la aplicación de una fórmula, sino que permite resolver el problema coyuntural que se plantea en aquellos procedimientos de adjudicación cuya tramitación se ha reanudado por resultar indispensables para el funcionamiento de los servicios esenciales de la Administración pública pero en los que no es posible proceder a la apertura de los sobres por las restricciones derivadas de las medidas de contención adoptadas para mitigar la propagación de la pandemia del COVID-19.

Se modifica la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se trasponen al ordenamiento jurídico español la Directiva 2014/23/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014.

Se modifica el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Se destaca la modificación siguiente:

Se prevé un reforzamiento del reaval concedido por la Compañía Española de Reafianzamiento, Sociedad Anónima (CERSA), con el fin de aumentar la capacidad de aval de las Sociedades de Garantía Recíproca, presentes en todas las comunidades autónomas de España y con gran capilaridad, como reforzadoras del acceso a la financiación de las pymes de las distintas áreas geográficas en que se encuentran presentes. Además, se establece que podrán beneficiarse de los avales los pagarés incorporados al Mercado de Renta Fija de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), fomentando el mantenimiento de las fuentes de liquidez proporcionadas por los mercados de capitales y no solo a través de los canales bancarios tradicionales. En ambos casos, las condiciones de los avales se establecerán por Acuerdo del Consejo de Ministros. Por último, se garantiza que la línea de avales por importe de hasta 100.000 millones de euros podrá liberarse hasta el 31 de diciembre de 2020.

- **Real Decreto-ley 16/2020, de 28 de abril**, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia.

El **capítulo I** regula las medidas de carácter procesal. A tal fin se establecen una serie de disposiciones dirigidas a retomar la actividad ordinaria de los juzgados y se habilita excepcionalmente y de forma parcial el mes de agosto. En aras de la seguridad jurídica resulta necesario establecer unas reglas generales para el cómputo de los plazos, optándose en el artículo 3 por el reinicio del cómputo de los plazos y por no tomar en consideración, por tanto, el plazo que hubiera transcurrido previamente a la declaración del estado de alarma. Se acuerda la

ampliación de los plazos para la presentación de recursos contra sentencias y otras resoluciones que ponen fin al procedimiento y sean notificadas durante la suspensión de plazos establecida en el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, así como las que sean notificadas dentro de los 20 días hábiles siguientes al levantamiento de los plazos procesales suspendidos. De esta manera se permite que estos puedan presentarse de forma escalonada en un plazo más prolongado de tiempo, y no concentrados en escasos días después del citado levantamiento.

En el **capítulo II** se incluyen medidas en el ámbito concursal y societario.

A las medidas ya adoptadas en el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, se añaden ahora otras para mantener la continuidad económica de las empresas, profesionales y autónomos que, con anterioridad a la entrada en vigor del estado de alarma, venían cumpliendo regularmente las obligaciones derivadas de un convenio, de un acuerdo extrajudicial de pagos o de un acuerdo de refinanciación homologado.

Respecto de estos deudores, se aplaza el deber de solicitar la apertura de la fase de liquidación cuando, durante la vigencia del convenio, el deudor conozca la imposibilidad de cumplir los pagos comprometidos y las obligaciones contraídas con posterioridad a la aprobación de aquel; así mismo, se facilita la modificación del convenio o del acuerdo extrajudicial de pagos o del acuerdo de refinanciación homologado. Respecto de estos últimos, se permite además la presentación de nueva solicitud sin necesidad de que transcurra un año desde la presentación de la anterior. Se incentiva la financiación de las empresas para atender sus necesidades transitorias de liquidez, calificando como créditos contra la masa, llegado el caso de liquidación, los créditos derivados de compromisos de financiación o de prestación de garantías a cargo de terceros, incluidas las personas especialmente relacionadas con el concursado que figuraran en la propuesta de convenio o en la propuesta de modificación del acuerdo ya aprobado por el juez. En este mismo sentido, con el fin de facilitar el crédito y la liquidez de la empresa, se califican como ordinarios los créditos de las personas especialmente vinculadas con el deudor en los concursos que pudieran declararse dentro de los dos años siguientes a la declaración del estado de alarma.

Se establecen una serie de normas de agilización del proceso concursal, como la confesión de la insolvencia, la tramitación preferente de determinadas actuaciones tendentes a la protección de los derechos de los trabajadores, a mantener la continuidad de la empresa y a conservar el valor de bienes y derechos, así como la simplificación de determinados actos e incidentes (subastas, impugnación de inventario y listas de acreedores o aprobación de planes de liquidación).

Se amplía la suspensión del deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores hasta el 31 de diciembre de 2020 y se prevé que a los efectos de la causa legal de disolución por pérdidas no se computen las del presente ejercicio. En relación con esto, en la disposición derogatoria se deroga el artículo 43 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, que establecía la suspensión del deber de solicitar el concurso durante la vigencia del estado de alarma y

preveía que los jueces no admitirían a trámite solicitudes de concurso necesario hasta transcurridos dos meses desde la finalización de dicho estado.

El **capítulo III** regula medidas de carácter organizativo y tecnológico destinadas a afrontar las consecuencias que tiene la crisis del COVID-19 sobre la Administración de Justicia. Se establece un sistema de atención al público por vía telefónica o a través del correo electrónico habilitado a tal efecto, de tal forma que se limita la atención presencial a los supuestos estrictamente necesarios y únicamente mediante cita previa.

La disposición final tercera introduce una mejora técnica en la modificación del artículo 159.4 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, aprobada por el Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo (se modifican los párrafos d) y f) del artículo 159.4).

En las disposiciones finales cuarta y quinta se amplía la posibilidad de disponibilidad de planes de pensiones para los trabajadores por cuenta propia o autónomos a los casos en que, sin cesar su actividad, hayan tenido una reducción de, al menos, el 75 % en su facturación como consecuencia de la situación de crisis sanitaria.

- **Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley Concursal.

El texto refundido se divide en tres libros:

El **libro I**, el más extenso, está dedicado al concurso de acreedores.

En la distribución de la materia entre los distintos títulos de los que se compone este primer libro, existen diferencias importantes con la sistemática de la Ley 22/2003, de 9 de julio.

En los artículos 572 y siguientes se establecen las especialidades del concurso por razón de la persona del deudor, en caso de solicitud de concurso de acreedores de una sociedad que tuviera emitidos valores o instrumentos financieros negociados en un mercado regulado.

Los títulos en este libro son:

- Un título específico sobre los órganos del concurso, dividido en dos capítulos: uno dedicado al juez del concurso y otro a la administración concursal.
- Un título sobre la masa activa y otro sobre la masa pasiva.
- Un título sobre el informe de la administración concursal.
- Un título propio para el pago de los créditos a los acreedores.
- Un título sobre publicidad.

Esta nueva sistemática ha supuesto el traslado y la reordenación de muchas normas contenidas en títulos diferentes de la Ley Concursal. Entre otros muchos ejemplos significativos, en el título IV, dedicado a la masa activa, no solo se incluye lo relativo a la composición de esa masa o lo relativo a la conservación de esta, sino también las reglas generales de enajenación de los bienes y derechos que la componen, muchas de ellas ahora contenidas en el título sobre liquidación; el régimen de la reintegración de la masa, procedente del título sobre los efectos de la declaración de concurso; el régimen de la reducción de la masa, y la regulación de los créditos contra la masa, que se enumeraban en aquella parte de la ley que tenía por objeto la composición de la masa pasiva, incluidas las especialidades en caso de insuficiencia de la masa para hacer frente a dichos créditos, materia de la que se ocupaba el título dedicado a la conclusión del concurso.

Las normas concursales generales se integran en los 12 primeros títulos de este libro. Simultáneamente, se han excluido de esos títulos aquellas normas especiales que estaban dispersas por el articulado.

En el título XIV, que es el título final del libro I, se han agrupado, junto con el concurso de la herencia, las especialidades del concurso de aquel deudor que tenga determinadas características subjetivas u objetivas.

El **libro II** está dedicado al derecho tradicional de la insolvencia.

Este segundo libro se divide en cuatro títulos independientes: el primero, procedente del artículo 5 bis, tiene como objeto la comunicación de la apertura de negociaciones con los acreedores; el segundo se ocupa de los acuerdos de refinanciación; el tercero es el relativo a los acuerdos extrajudiciales de pago, cuya disciplina se ha añadido a la Ley Concursal por la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, modificada por la Ley 25/2015, de 28 de junio, y el último se ocupa de las especialidades del concurso consecutivo, sea un acuerdo de refinanciación, sea un acuerdo extrajudicial de pagos.

Se ha optado por mantener la terminología de esos nuevos instrumentos legales por ser la incorporada al anejo A del Reglamento (UE) 2015/848 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2015, sobre procedimientos de insolvencia.

El **libro III** incluye las normas de derecho internacional privado que hasta ahora contenía el título IX de la Ley Concursal. La razón de la creación de este último libro se encuentra en el citado Reglamento (UE) 2015/848. A diferencia del Reglamento (CE) n.º 1346/2000 del Consejo, de 29 de mayo de 2000, el nuevo reglamento es de aplicación no solo a los concursos de acreedores, sino también a los «procedimientos» que el texto refundido agrupa en el libro II.

Asimismo se advierte sobre la disposición derogatoria única, derogación normativa.

Se derogan los artículos 1 a 242 bis, así como las disposiciones adicionales segunda, segunda bis, segunda ter, cuarta, quinta, sexta, séptima y octava y las disposiciones finales quinta y sexta de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

Quedan también derogadas cuantas disposiciones de igual o inferior rango se opongan a lo dispuesto en este real decreto legislativo y en el texto refundido que aprueba y, en particular, las siguientes:

- i) Disposición adicional tercera de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica.
- ii) Letra d) del apartado 1 de la disposición derogatoria única del Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros.
- iii) La disposición adicional tercera del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.
- iv) Disposición adicional primera y apartados 1 y 2 de la disposición final tercera de la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito.
- v) Capítulo III (artículos 6 a 12); disposiciones adicionales primera, segunda y tercera, y disposiciones transitorias segunda a octava del Real Decreto-ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica.
- vi) Artículo decimoséptimo de la Ley 13/2009, de 3 de noviembre, de reforma de la legislación procesal para la implantación de la nueva Oficina Judicial.
- vii) Disposición final tercera de la Ley 11/2011, de 20 de mayo, de reforma de la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje y de regulación del arbitraje institucional en la Administración General del Estado.
- viii) Disposición final sexta de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito.
- ix) Artículo 10 del Real Decreto-ley 11/2013, de 2 de agosto, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.
- x) Artículo 21, artículo 31, apartado 18 del artículo 34 y disposición transitoria de la Ley 14/2013, de 27 de septiembre, de apoyo a los emprendedores y su internacionalización.
- xi) Disposición final séptima de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias.
- xii) Artículo 10 de la Ley 1/2014, de 28 de febrero, para la protección de los trabajadores a tiempo parcial y otras medidas urgentes en el orden económico y social.

- xiii) Artículo único del Real Decreto-ley 4/2014, de 7 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.
- xiv) Artículo único del Real Decreto-ley 11/2014, de 5 de septiembre, por el que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.
- xv) Artículo único de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial.
- xvi) Artículo 1; disposiciones adicionales primera, segunda y tercera, y disposición transitoria primera del Real Decreto-ley 1/2015, de 27 de febrero, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.
- xvii) Disposición final primera de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.
- xviii) Disposición final quinta de la Ley 9/2015, de 25 de mayo, de medidas urgentes en materia concursal.
- xix) Disposición final quinta de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (concursos de entidades de crédito o entidades legalmente asimiladas a ellas, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras, así como entidades miembros de mercados oficiales de valores y entidades participantes en los sistemas de compensación y liquidación de valores, a los que se aplican las especialidades para las situaciones concursales).
- xx) Disposición final quinta de la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.
- xxi) Artículo 1 y disposición transitoria primera de la Ley 25/2015, de 28 de julio, de mecanismo de segunda oportunidad, reducción de carga financiera y otras medidas de orden social.
- xxii) Disposición final quinta de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público.

Este real decreto legislativo y el texto refundido de la Ley Concursal que aprueba entrarán en vigor el **1 de septiembre del año 2020**.

- **Resolución de 6 de mayo de 2020**, de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 5 de mayo de 2020, por el que se establecen los términos y condiciones del tercer tramo de la línea de avales a préstamos concedidos a empresas y autónomos, a los pagarés incorporados al Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y a los

reavales concedidos por la Compañía Española de Reafianzamiento, SME, Sociedad Anónima (CERSA), y se autorizan límites para adquirir compromisos de gasto con cargo a ejercicios futuros en aplicación de lo dispuesto en el artículo 47 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria.

- **Real Decreto-ley 18/2020, de 12 de mayo**, de medidas sociales en defensa del empleo.

Se destaca lo dispuesto en el artículo 5 sobre los límites relacionados con reparto de dividendos y transparencia fiscal; en concreto, se trata de que las sociedades mercantiles u otras personas jurídicas que se acojan a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) regulados en el artículo 1 de este real decreto-ley y que utilicen los recursos públicos destinados a ellos no podrán proceder al reparto de dividendos correspondientes al ejercicio fiscal en que se apliquen estos ERTE, excepto si abonan previamente el importe correspondiente a la exoneración aplicada a las cuotas de la seguridad social.

No se tendrá en cuenta el ejercicio en el que la sociedad no distribuya dividendos en aplicación de lo establecido en el párrafo anterior, a los efectos del ejercicio del derecho de separación de los socios previsto en el apartado 1 del artículo 348 bis del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio. Esta limitación a repartir dividendos no será de aplicación para aquellas entidades que, a fecha 29 de febrero de 2020, tuvieran menos de 50 personas trabajadoras, o asimiladas a las mismas, en situación de alta en la Seguridad Social.

- **Real Decreto-ley 19/2020, de 26 de mayo**, por el que se adoptan medidas complementarias en materia agraria, científica, económica, de empleo y Seguridad Social y tributarias para paliar los efectos del COVID-19.

Este real decreto-ley adopta medidas en los ámbitos agrario, científico, económico, laboral y de la Seguridad Social y tributario. Entre otras, las siguientes:

- Acuerdos marco sectoriales promovidos por las asociaciones representativas de entidades financieras sobre aplazamiento de operaciones de financiación de clientes afectados por la crisis del coronavirus: este real decreto-ley incorpora un régimen especial para los acuerdos de moratoria alcanzados entre las entidades prestamistas y sus clientes.
- Presentación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades para los contribuyentes que se ajusten para la formulación y aprobación de las cuentas anuales del ejercicio a lo dispuesto en los artículos 40 y 41 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Los contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades cuyo plazo para la formulación y aprobación de las cuentas anuales del ejercicio se ajuste a lo dispuesto en los artículos 40 y 41 del mencionado Real Decreto-ley 8/2020 presentarán la declaración del impuesto para el periodo impositivo correspondiente a dicho ejercicio en el plazo previsto en el apartado 1 del artículo 124 de la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre

Sociedades. Si a la finalización de este último plazo las cuentas anuales no hubieran sido aprobadas por el órgano correspondiente, la declaración se realizará con las cuentas anuales disponibles.

A estos efectos, en este real decreto-ley se entiende por cuentas anuales disponibles: i) para las sociedades anónimas cotizadas, las cuentas anuales auditadas a que se refiere la letra a) del apartado 1 del artículo 41 del mencionado Real Decreto-ley 8/2020; ii) para el resto de contribuyentes, las cuentas anuales auditadas o, en su defecto, las cuentas anuales formuladas por el órgano correspondiente o, a falta de estas últimas, la contabilidad disponible llevada de acuerdo con lo previsto en el Código de Comercio o con lo establecido en las normas por las que se rijan.

El artículo 40 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19 estableció una regulación extraordinaria de plazos de formulación, verificación y aprobación de las cuentas anuales de las personas jurídicas de derecho privado no comprendidas en el ámbito de aplicación del artículo 41 de dicho texto legal, relativo a las sociedades anónimas cotizadas. Dicha situación afecta a la obligación de presentación de la declaración del Impuesto sobre Sociedades, por cuanto la determinación de su base imponible según el método de estimación directa se efectúa sobre la base de su resultado contable. En este sentido, para paliar los efectos producidos por las medidas extraordinarias citadas, se faculta a los contribuyentes del Impuesto sobre Sociedades que no hayan podido aprobar sus cuentas anuales con anterioridad a la finalización del plazo de declaración del impuesto para que presenten la declaración con las cuentas anuales disponibles en ese momento de acuerdo con los términos prescritos por la norma.

Posteriormente, cuando las cuentas se aprueben conforme a derecho y se conozca de forma definitiva el resultado contable, se presentará una segunda declaración. Si de ella resultase una cantidad a ingresar superior o una cantidad a devolver inferior a la derivada de la primera declaración, la segunda autoliquidación tendrá la consideración de complementaria. En el resto de los casos, esta segunda autoliquidación tendrá el carácter de rectificación de la primera, produciendo efectos por su mera presentación, sin necesidad de resolución de la Administración tributaria sobre la procedencia de la misma. En ningún caso, la segunda autoliquidación tendrá efectos preclusivos y el Impuesto sobre Sociedades podrá ser objeto de comprobación plena. Al hilo de lo anterior, con el fin de ir avanzando en la reactivación de la actividad económica, social, administrativa y judicial, y de dotar de seguridad jurídica al sistema, se modifica el artículo 40 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, estableciendo que el plazo de tres meses para formular las cuentas anuales y demás documentos legalmente obligatorios comenzará a contarse desde el 1 de junio y no desde la finalización del estado de alarma. Con esto, se aporta seguridad jurídica, pues se sustituye un plazo dinámico y no uniforme, ya que variará según el grado de desescalada en que se encuentre la comunidad autónoma en cuyo territorio tenga su domicilio la sociedad por una fecha cierta, el 1 de junio, y se reactiva el tráfico jurídico social. Adicionalmente, se reduce de tres a dos meses el plazo para aprobar las cuentas anuales desde su formulación, con lo que las empresas dispondrán antes de unas cuentas aprobadas y depositadas

en el Registro Mercantil, y se armoniza dicho plazo para todas las sociedades, sean o no cotizadas, en modo tal que todas ellas deberán tener las cuentas aprobadas dentro de los diez primeros meses del ejercicio.

A tal efecto, se modifica la disposición final octava del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, como sigue:

Se modifica el apartado 3 del artículo 40: «La obligación de formular las cuentas anuales, ordinarias o abreviadas, individuales o consolidadas, en el plazo de tres meses a contar desde el cierre del ejercicio social que incumbe al órgano de gobierno o administración de una persona jurídica y, cuando fuere legalmente exigible, el informe de gestión y demás documentos exigibles según la legislación de sociedades, queda suspendida hasta el 1 de junio de 2020, reanudándose de nuevo por otros tres meses a contar desde esa fecha. No obstante lo anterior, será válida la formulación de las cuentas que realice el órgano de gobierno o administración de una persona jurídica durante el estado de alarma pudiendo igualmente realizar su verificación contable dentro del plazo legalmente previsto o acogiéndose a la prórroga prevista en el apartado siguiente». Se modifica el apartado 5 del artículo 40, que queda redactado en los siguientes términos: «La junta general ordinaria, para aprobar las cuentas del ejercicio anterior, se reunirá necesariamente dentro de los dos meses siguientes a contar desde que finalice el plazo para formular las cuentas anuales».

Disposición final tercera. Modificación de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. Se modifica la letra a) del apartado 3 del artículo 55 de dicha Ley 11/2015. La vigente redacción del artículo 55 impide la renovación del presidente del FROB tras concluir el mandato para el que fue nombrado y determina su cese en ese mismo momento. Teniendo en cuenta que el presidente es el único cargo ejecutivo de la Comisión Rectora del FROB y en aras de asegurar la continuidad operativa de la institución y evitar el riesgo de un periodo vacante entre dos presidentes, resulta conveniente prever que el final del citado plazo no impedirá la continuidad del presidente hasta el nombramiento del que le sucederá.

Disposición final cuarta. Modificación del Real Decreto 877/2015, de 2 de octubre, de desarrollo de la Ley 26/2013, de 27 de diciembre, de cajas de ahorros y fundaciones bancarias, por el que se regula el fondo de reserva que deben constituir determinadas fundaciones bancarias; se modifica el Real Decreto 1517/2011, de 31 de octubre, por el que se aprueba el Reglamento que desarrolla el texto refundido de la Ley de Auditoría de Cuentas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2011, de 1 de julio, y se modifica el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Se añade una disposición adicional en los siguientes términos:

Disposición adicional primera. Suspensión de la obligación de aportar al fondo de reserva. Debido a los efectos económicos derivados de la pandemia del COVID-19, las fundaciones bancarias a las que se refiere el artículo 2 no estarán obligadas a realizar dotaciones al fondo de reserva durante el año 2020. El plazo de

constitución del fondo de reserva, previsto en el artículo 6, se suspenderá durante el año natural 2020. La suspensión de la aportación durante el año 2020 no será compensada en la aportación del año siguiente. Así, las aportaciones restantes hasta alcanzar el importe objetivo establecido en virtud del artículo 4 se distribuirán de forma lineal en el tiempo, de conformidad con el apartado 3 del artículo 6.

Recomendación del Banco Central Europeo, de 27 de marzo de 2020, sobre el reparto de dividendos durante la pandemia del COVID-19 y por la que se deroga la Recomendación BCE/2020/1. El supervisor bancario europeo recomienda que, al menos hasta el 1 de octubre de 2020, las entidades de crédito se abstengan de repartir dividendos o de contraer compromisos irrevocables de repartirlos respecto de los ejercicios de 2019 y 2020. Ante esta circunstancia y siendo los dividendos que perciben las fundaciones bancarias la principal fuente de ingresos de estas, es oportuno suspender en este año 2020 la obligación de dotar el fondo de reserva y suspender el cómputo de su plazo de constitución, quedando por tanto las dotaciones pendientes aplazadas al periodo 2021-2024.

Disposición final novena. Modificación del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19. El artículo 21.1 del Real Decreto-ley 11/2020 queda redactado como sigue: «Se establecen medidas conducentes a procurar la suspensión temporal de las obligaciones contractuales derivadas de todo préstamo o crédito sin garantía hipotecaria que estuviera vigente a la fecha de entrada en vigor de este real decreto-ley, cuando esté contratado por una persona física que se encuentre en situación de vulnerabilidad económica, en la forma definida en el artículo 16, como consecuencia de la crisis sanitaria provocada por el COVID-19. En todo caso, los contratos de arrendamiento financiero se entenderán incluidos dentro del ámbito de aplicación objetivo de la suspensión temporal a que se refiere el párrafo anterior».

Disposición derogatoria única. Quedan derogados el apartado segundo del artículo 16 ter (Formalización en escritura pública de la moratoria hipotecaria) y el artículo 20 (Suspensión de la portabilidad) del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. Con efecto 1 de junio de 2020, queda derogada la disposición adicional segunda (Suspensión de plazos en el ámbito de actuación de la Inspección de Trabajo y Seguridad Social) del Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.

Normativa europea

- **Decisión de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 20 de marzo de 2020**, por la que se modifica la Decisión JERS/2011/1 por la que se adopta el Reglamento interno de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS/2020/3).
- **Directrices sobre los procedimientos normalizados y los protocolos de mensajería normalizados previstos en el artículo 6, apartado 2, del Reglamento (UE) n.º 909/2014** (06.04.2020). European Securities Market Authority (ESMA).

- **Directrices relativas a las medidas de márgenes anticíclicos (APC) del Reglamento EMIR para las entidades de contrapartida central (15.04.2019).** European Securities Market Authority (ESMA).
- **Recomendación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, de 6 de mayo de 2020,** sobre los riesgos de liquidez de los fondos de inversión (JERS/2020/4).

Otros

- **Resolución de 27 de abril de 2020, de la Comisión Ejecutiva del Banco de España,** sobre la continuación del procedimiento aplicable en la presentación de reclamaciones y quejas, cuya tramitación y resolución sea competencia del Banco de España, regulado en el artículo 30 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero y en la Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre.
- **Circular 2/2020, de 11 de junio, del Banco de España,** por la que se modifica la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. El objetivo principal de la circular es adaptar la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros, a los cambios del ordenamiento internacional sobre requerimientos de información a las entidades de crédito.
- **Circular 3/2020, de 11 de junio, del Banco de España,** por la que se modifica la Circular 4/2017, de 27 de noviembre, a entidades de crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros. Mediante la modificación que introduce esta circular, las operaciones crediticias reestructuradas, refinanciadas o de refinanciación no tendrán que clasificarse forzosamente como riesgo normal en vigilancia especial cuando no corresponda su clasificación como riesgo dudoso.
- **Orden ETD/554/2020, de 15 de junio,** por la que se aprueban los modelos de información estadística, contable y a efectos de supervisión de los fondos de pensiones y sus entidades gestoras

Esta orden tiene por objeto la aprobación de los modelos de información estadística, contable y a efectos de supervisión que las entidades gestoras han de remitir a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Esta orden supone una mejora de la estructura de los modelos nacionales de información periódica que han de suministrar las entidades gestoras de fondos de pensiones a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, adaptándolos a las nuevas obligaciones de información establecidas en la normativa de la Unión Europea que se ha de suministrar a la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación y al Banco Central Europeo.

Se deroga la Orden EHA/251/2009, de 6 de febrero, por la que se aprueba el sistema de documentación estadístico contable de las entidades gestoras de fondos de pensiones.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE EMISORES								
Total	46	46	33	11	10	12	8	8
Ampliaciones de capital	44	45	33	11	10	12	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	12	10	4	4	2	5	1
De las cuales dividendo elección	9	10	9	4	4	1	5	1
Ampliaciones de capital por conversión	5	6	3	0	1	1	2	0
De contrapartida no monetaria	8	7	2	1	1	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	8	10	8	1	2	3	0	1
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	13	6	2	8	0	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	89	81	52	13	10	15	8	8
Ampliaciones de capital	82	80	52	13	10	15	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	17	15	4	4	2	5	1
De las cuales dividendo elección	13	15	14	4	4	1	5	1
Ampliaciones de capital por conversión	6	10	4	0	1	1	2	0
De contrapartida no monetaria	12	9	2	1	1	0	1	0
Con derecho de suscripción preferente	8	10	9	1	2	3	0	1
Sin negociación de derechos de suscripción	36	32	21	7	2	9	0	6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	1	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	32.538,1	12.063,2	9.806,0	1.113,7	2.823,1	4.135,5	571,3	1.611,9
Ampliaciones de capital	29.593,6	11.329,5	9.806,0	1.113,7	2.823,1	4.135,5	571,3	1.611,9
Ofertas públicas de suscripción de valores	956,2	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.807,3	3.939,7	1.565,4	140,4	1.074,9	2,6	396,4	93,5
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	140,4	1.074,9	1,3	396,4	93,5
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	0,0	0,7	341,1	162,4	0,0
De contrapartida no monetaria ²	8.469,3	2.999,7	2.034,2	351,6	1.682,6	0,0	12,5	0,0
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	199,8	44,6	3.132,8	0,0	50,0
Sin negociación de derechos de suscripción	6.880,5	2.912,9	1.111,8	421,9	20,4	659,0	0,0	1.468,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	3.165,1	2.092,4	1.297,2	414,9	385,2	305,9	124,2	30,3
Ampliaciones de capital	2.662,8	1.810,6	1.297,2	414,9	385,2	305,9	124,2	30,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	749,2	104,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	324,3	381,6	306,3	15,2	148,8	2,6	121,4	1,2
De las cuales dividendo elección	299,1	357,1	306,3	15,2	148,8	1,3	121,4	1,2
Ampliaciones de capital por conversión	182,8	90,0	13,1	0,0	0,7	3,4	1,7	0,0
De contrapartida no monetaria	181,9	557,6	401,0	210,2	190,8	0,0	1,1	0,0
Con derecho de suscripción preferente	882,0	611,1	372,1	141,2	44,6	109,5	0,0	1,0
Sin negociación de derechos de suscripción	342,6	65,5	204,2	48,2	0,4	190,3	0,0	28,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	502,3	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB³								
Número de emisores	13	8	12	2	5	4	5	3
Número de emisiones	15	12	17	2	6	4	6	3
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	3,4	74,1	200,5	18,3	9,9
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	3,4	74,1	200,5	18,3	9,9
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	0,0	30,0	196,3	0,1	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 (Exchange Traded Funds) ni Latibex.

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	134	133	129	132	128	129	129	129
Empresas extranjeras	7	8	7	8	7	7	7	7
Segundo mercado	4	4	3	4	4	3	3	0
Madrid	1	1	1	1	1	1	1	0
Barcelona	3	3	2	3	3	2	2	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	12	11	9	10	9	9	8	11
Madrid	4	4	3	3	3	3	2	3
Barcelona	6	6	5	5	5	5	4	6
Bilbao	4	3	2	3	2	2	2	2
Valencia	3	3	2	2	2	2	2	2
MAB	2.965	2.842	2.709	2.774	2.749	2.709	2.677	2.659
Latibex	20	19	19	19	19	19	19	19

1 Datos al final del periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2020.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
Mercado continuo (MC). Total ³	877.867,6	733.656,4	806.064,3	813.664,3	770.475,7	806.064,3	551.292,8	576.332,3
Empresas extranjeras ⁴	178.620,3	143.598,7	141.671,0	177.526,6	132.453,7	141.671,0	73.645,8	72.378,3
Ibex 35	534.250,1	444.178,3	494.789,4	478.002,5	481.981,4	494.789,4	352.613,5	352.613,5
Segundo mercado	49,9	37,4	31,1	45,4	45,3	31,1	31,1	0,0
Madrid	8,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	0,0
Barcelona	41,2	35,4	29,2	43,5	43,3	29,2	29,2	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	1.288,5	1.459,1	1.154,2	1.240,4	1.116,8	1.154,2	1.053,0	1.095,9
Madrid	165,9	219,4	69,8	66,3	68,1	69,8	58,9	55,8
Barcelona	1.134,3	1.318,4	1.036,5	1.082,6	1.003,4	1.036,5	939,6	980,6
Bilbao	211,3	56,5	32,9	79,8	32,9	32,9	32,9	27,9
Valencia	54,0	257,0	80,4	77,8	77,8	80,4	76,0	76,0
MAB ⁵	43.804,8	40.020,7	44.706,4	42.822,3	43.607,7	44.706,4	39.698,8	41.578,8
Latibex	215.277,7	223.491,3	199.022,2	239.265,8	193.789,8	199.022,2	128.748,4	142.276,2

1 Datos al final del periodo.

2 Datos disponibles: mayo de 2020.

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

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
Mercado continuo (MC). Total ²	640.293,7	583.327,6	462.378,8	129.816,2	98.913,6	126.679,1	127.686,0	59.074,5
Empresas extranjeras	6.908,0	3.517,1	3.477,8	918,9	690,9	966,6	987,7	722,9
Segundo mercado	0,7	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,5	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	8,1	8,2	6,2	3,2	1,4	0,7	1,1	0,6
Madrid	2,3	0,7	0,8	0,6	0,2	0,0	0,1	0,0
Barcelona	6,2	7,4	3,2	0,5	1,2	0,7	1,0	0,6
Bilbao	0,1	0,0	2,1	2,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	4.985,6	4.216,3	4.014,4	1.018,9	704,2	1.358,7	1.145,3	458,5
Latibex	130,8	151,6	136,4	26,0	32,4	39,2	29,2	15,9

1 Datos disponibles: mayo de 2020.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
En sesión	619.108,6	552.716,8	450.575,7	127.429,1	95.693,0	124.322,8	123.941,0	57.201,9
Órdenes	335.917,3	300.107,8	258.242,2	66.302,8	62.180,0	65.055,7	87.831,8	41.128,6
Aplicaciones	51.315,9	48.644,1	38.888,0	8.715,0	10.408,8	10.283,0	12.503,4	4.406,8
Bloques	231.875,3	203.965,0	153.445,5	52.411,3	23.104,1	48.984,1	23.605,8	11.666,5
Fuera de hora	2.373,8	1.667,2	3.098,1	617,0	1.074,4	797,4	1.715,4	641,8
Autorizadas	9.265,3	2.597,0	1.706,3	279,8	677,5	342,8	254,7	203,2
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	389,9	18.981,7	2.509,5	337,6	451,8	0,0	0,0	0,0
OPV	2.288,1	1.333,2	634,4	39,5	20,0	574,9	0,0	802,8
Toma de razón	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	4.462,2	3.793,9	3.422,0	722,1	629,1	1.378,5	980,5	170,6
Operaciones de cobertura	2.405,7	2.037,8	1.799,4	391,1	367,7	629,2	794,5	54,2

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

2 Datos disponibles: mayo de 2020.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE EMISORES								
Total	48	43	39	17	16	18	13	16
Cédulas hipotecarias	9	12	12	7	4	6	3	7
Cédulas territoriales	1	2	2	0	0	2	0	2
Bonos y obligaciones no convertibles	16	12	13	8	5	7	6	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	21	14	13	3	5	6	2	3
Pagarés de empresa	13	13	12	3	4	2	2	4
De titulación	1	1	1	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	12	11	3	4	2	2	4
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	0	1	0	0	2
Participaciones preferentes	1	4	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	378	303	294	66	64	94	59	55
Cédulas hipotecarias	28	28	29	7	4	9	6	9
Cédulas territoriales	1	2	3	0	0	3	0	3
Bonos y obligaciones no convertibles	276	215	201	50	36	59	43	24
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	58	41	48	6	19	21	8	11
Pagarés de empresa ¹	13	13	11	3	4	2	2	4
De titulación	1	1	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	12	11	3	4	2	2	4
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	0	1	0	0	4
Participaciones preferentes	1	4	1	0	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	109.487,4	101.295,6	90.065,8	14.325,0	19.967,6	35.018,1	20.762,7	35.829,2
Cédulas hipotecarias	29.823,7	26.575,0	22.933,0	5.930,0	6.750,0	7.508,0	6.250,0	10.100,0
Cédulas territoriales	350,0	2.800,0	1.300,0	0,0	0,0	1.300,0	0,0	4.750,0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006,2	35.836,4	29.601,7	2.364,6	1.533,4	12.083,8	6.158,7	1.884,7
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	29.415,4	18.145,2	18.740,9	2.881,4	4.909,0	9.680,5	3.065,7	5.059,5
Pagarés de empresa ²	17.911,2	15.089,1	14.990,2	3.149,0	5.275,2	4.445,9	5.288,3	7.768,7
De titulación	1.800,0	240,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	16.111,2	14.849,1	14.990,2	3.149,0	5.275,2	4.445,9	5.288,3	7.768,7
Otras emisiones de renta fija	981,0	0,0	1.500,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	6.266,2
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	6.504,6	4.923,0	3.213,5	316,2	459,0	2.088,3	860,7	516,0
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Total	121.556,6	76.751,3	114.048,4	14.219,7	18.335,6	28.921,7	26.909,2	38.581,3
Pagarés	18.388,9	15.007,0	15.036,1	3.364,4	4.098,5	5.609,4	4.126,3	8.951,9
Bonos y obligaciones	43.182,3	19.234,2	45.096,4	2.773,9	2.585,1	1.684,8	16.299,0	909,3
Cédulas hipotecarias	30.000,0	19.935,0	29.375,0	6.030,0	4.500,0	9.560,0	5.448,3	12.100,0
Cédulas territoriales	350,0	800,0	3.300,0	0,0	0,0	1.300,0	0,0	4.750,0
Bonos de titulación	28.635,4	18.925,2	18.740,9	1.051,4	5.652,0	10.767,5	1.035,7	5.580,0
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	6.290,1

1 Solo incluye renta fija privada.

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE EMISORES								
Total	362	353	331	337	327	331	327	325
Renta fija privada	342	320	299	305	295	299	295	293
Pagarés	14	9	9	9	9	9	9	9
Bonos y obligaciones	48	45	40	42	40	40	39	39
Cédulas hipotecarias	41	40	35	39	37	35	35	36
Cédulas territoriales	7	7	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	262	244	227	229	222	227	224	223
Participaciones preferentes	4	7	6	6	6	6	6	5
Bonos matador	6	5	5	5	5	5	5	7
Deuda pública	20	33	32	32	32	32	32	32
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	11	14	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	-	9	10	10	10	10	10	10
Otra deuda pública	7	8	8	8	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.468	2.851	2.775	2.858	2.785	2.775	2.701	2.682
Renta fija privada	2.084	1.917	1.834	1.901	1.834	1.834	1.765	1.719
Pagarés	179	106	84	108	100	84	67	78
Bonos y obligaciones	764	737	718	752	730	718	678	620
Cédulas hipotecarias	218	213	209	207	206	209	212	215
Cédulas territoriales	24	20	23	21	21	23	21	21
Bonos de titulización	889	828	787	785	764	787	774	773
Participaciones preferentes	4	8	8	8	8	8	8	7
Bonos matador	6	5	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	384	934	941	957	951	941	936	963
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	226	243	236	246	241	236	237	237
Deuda autonómica	133	164	173	170	169	173	164	169
Deuda pública extranjera	-	502	508	516	516	508	511	533
Otra deuda pública	13	13	12	13	13	12	12	12
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	1.466.964,4	6.663.565,5	6.421.003,0	6.588.828,9	6.550.655,7	6.421.003,0	6.412.421,1	6.478.122,2
Renta fija privada	493.629,6	448.394,4	463.816,1	463.325,3	464.021,4	463.816,1	465.404,2	479.780,9
Pagarés	11.978,9	9.308,7	6.423,1	8.665,5	6.965,1	6.423,1	5.840,2	6.401,8
Bonos y obligaciones	70.127,7	47.894,0	62.477,8	70.786,7	72.674,1	62.477,8	69.882,2	75.780,5
Cédulas hipotecarias	181.308,7	183.266,8	195.719,1	186.258,2	189.286,3	195.719,1	199.396,8	207.478,3
Cédulas territoriales	23.862,3	18.362,3	20.762,3	19.862,3	19.862,3	20.762,3	17.762,3	19.112,3
Bonos de titulización	204.570,0	185.002,7	172.878,9	172.197,8	169.678,7	172.878,9	166.967,9	165.753,2
Participaciones preferentes	1.395,0	4.245,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0	4.940,0
Bonos matador	386,9	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	973.334,7	6.215.171,1	5.957.186,8	6.125.503,6	6.086.634,3	5.957.186,8	5.947.017,0	5.998.341,3
Letras del Tesoro	78.835,2	70.442,2	68.335,5	67.284,4	65.204,9	68.335,5	68.888,5	81.414,0
Bonos y obligaciones del Estado	864.059,7	918.000,0	937.290,9	949.953,2	949.990,4	937.290,9	1.006.709,3	1.057.726,8
Deuda autonómica	28.620,8	33.100,4	35.247,6	34.989,3	34.942,4	35.247,6	31.493,3	32.097,8
Deuda pública extranjera	-	5.192.055,3	4.914.792,7	5.071.703,5	5.034.923,4	4.914.792,7	4.838.405,6	4.825.582,4
Otra deuda pública	1.819,1	1.573,2	1.520,2	1.573,2	1.573,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	68.422,0	94.241,3	158.807,2	44.245,0	39.146,0	26.175,9	45.994,9	53.413,4
Renta fija privada	68.297,4	435,4	275,2	71,5	59,4	62,9	61,8	27,5
Pagarés	7.144,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	15.839,5	427,0	260,0	60,0	59,0	62,4	61,4	27,5
Cédulas hipotecarias	24.936,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	381,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.502,5	7,3	13,8	11,5	0,1	0,2	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.482,3	1,2	1,4	0,0	0,3	0,3	0,4	0,1
Bonos matador	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	124,6	93.805,8	158.532,0	44.173,5	39.086,6	26.113,1	45.933,1	53.385,9
Letras del Tesoro	4,2	24.766,7	25.858,4	5.501,1	8.190,4	7.865,0	5.504,2	12.722,2
Bonos y obligaciones del Estado	120,4	56.122,5	92.592,8	26.937,1	21.176,1	11.072,9	30.410,2	30.920,3
Deuda autonómica	0,0	3,2	35,1	7,6	1,5	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	-	12.913,5	40.027,8	11.709,7	9.718,6	7.175,2	10.018,6	9.743,4
Otra deuda pública	0,0	0,0	18,0	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	68.422,0	94.241,3	158.807,2	44.245,0	39.146,0	26.175,9	45.994,9	53.413,4
Simple	57.723,9	94.241,3	158.807,2	44.245,0	39.146,0	26.175,9	45.994,9	53.413,4
Repo	671,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	10.026,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Total	49.230,2	92.661,9	158.792,5	44.241,5	39.143,6	26.172,0	45.990,7	53.407,9
Sociedades no financieras	1.492,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	23.402,5	92.661,9	158.792,5	44.241,5	39.143,6	26.172,0	45.990,7	53.407,9
Entidades de crédito	15.363,2	437,9	385,5	107,8	84,4	69,8	56,4	37,4
IIC, seguros y fondos de pensiones	4.337,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	3.701,5	92.224,0	158.407,0	44.133,7	39.059,2	26.102,2	45.934,3	53.370,4
Administraciones públicas	3.196,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ¹	256,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	20.882,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	15	14	13	13	13	13	12	12
Emisores privados	7	6	5	5	5	5	5	5
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	7	6	5	5	5	5	5	5
Administraciones públicas ²	8	8	8	8	8	8	7	7
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	64	58	54	59	57	54	52	52
Emisores privados	24	19	16	16	16	16	16	16
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	24	19	16	16	16	16	16	16
Administraciones públicas ²	40	39	38	43	41	38	36	36
Comunidades autónomas	22	21	20	21	21	20	18	18
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	9.718,0	8.268,3	7.340,4	8.202,0	8.163,1	7.340,4	6.249,6	6.238,9
Emisores privados	760,6	589,8	481,1	517,8	498,6	481,1	464,2	453,1
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	760,6	589,8	481,1	517,8	498,6	481,1	464,2	453,1
Administraciones públicas ²	8.957,4	7.678,5	6.859,2	7.684,1	7.664,6	6.859,2	5.785,5	5.785,8
Comunidades autónomas	8.193,1	6.959,7	6.260,7	6.959,7	6.959,7	6.260,7	5.179,3	5.179,3

1 Datos disponibles: mayo de 2020.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Total	131.475,0	96.708,0	150.634,0	35.920,0	37.224,0	34.036,0	28.005,0	31.167,0
Simples	131.475,0	96.708,0	150.634,0	35.920,0	37.224,0	34.036,0	28.005,0	31.167,0
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

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	6.911.671	6.983.287	7.935.425	1.952.837	2.056.740	1.999.333	2.693.090	1.602.972
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.268.290	6.342.478	5.965.905	1.463.601	1.553.764	1.475.185	1.992.435	1.231.531
Futuro mini sobre Ibex 35	161.886	149.023	1.454.885	351.831	386.841	366.525	619.842	307.848
Futuro micro sobre Ibex 35	–	–	36	5	1	3	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	43.372	70.725	144.831	51.710	16.277	52.827	10.122	8.225
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	7.753	2.745	6	4	1	1	0	0
Opción <i>call</i> mini	206.843	193.480	177.369	33.841	46.123	60.488	36.055	18.825
Opción <i>put</i> mini	223.527	224.835	192.393	51.846	53.733	44.304	34.636	36.543
Sobre acciones ⁴	32.335.004	31.412.879	32.841.027	9.672.088	5.126.089	9.339.160	9.850.736	7.531.055
Futuros	11.671.215	10.703.192	15.298.027	5.841.433	1.487.978	3.103.189	3.437.527	3.657.008
Futuros sobre dividendos de acciones	346.555	471.614	758.700	496.789	57.552	108.004	62.040	4.200
Futuros sobre dividendos de acciones plus	880	200	0	0	0	0	0	3.264
Opción <i>call</i>	8.848.643	7.761.974	7.405.619	1.555.488	1.439.960	2.597.957	3.216.199	1.393.792
Opción <i>put</i>	11.467.711	12.475.899	9.378.681	1.778.378	2.140.599	3.530.010	3.134.970	2.472.791

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

2 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).

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 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

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.433,6	2.084,9	1.837,7	563,5	246,0	557,7	219,4	453,3
Sobre acciones	939,5	819,0	901,4	252,1	145,0	258,3	72,1	202,0
Sobre índices	1.443,0	1.160,5	809,3	261,4	80,9	267,5	139,8	233,7
Otros ¹	51,1	105,5	127,1	50,0	20,1	31,9	7,5	17,7
Número de emisiones	5.730	5.231	5.496	1.631	1.107	1.306	646	1.426
Número de emisores	6	5	6	5	5	6	3	2
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	1.964,5	953,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	1.950,0	950,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	14,5	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	15	11	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	2	2	0	0	0	0	0	0

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

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	462,6	435,2	291,6	81,6	59,4	63,3	86,4	44,3
Sobre acciones nacionales	156,8	93,3	81,1	25,6	14,6	21,1	20,5	12,6
Sobre acciones extranjeras	29,9	31,6	19,7	4,5	4,5	7,1	9,6	3,6
Sobre índices	266,0	305,5	186,6	50,3	39,2	33,6	53,1	26,3
Otros ²	9,9	4,8	3,7	1,1	0,7	1,6	3,2	1,9
Número de emisiones ³	5.084	3.986	3.605	938	872	823	1.095	773
Número de emisores ³	7	7	8	7	8	8	7	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.464,1	3.027,6	1.718,8	375,9	414,3	461,6	819,0	409,9
Número de fondos	8	6	6	6	5	5	5	5
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	359,3	288,9	229,2	296,5	267,0	229,2	205,5	224,3

1 Datos disponibles: mayo de 2020.

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

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

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	41	39	39	39	40	39	37	39
Sucursales en España	24	25	21	22	22	21	23	23
Agentes operantes en España	5.747	2.027	1.944	1.954	1.948	1.944	1.698	1.407
Sucursales en el EEE ¹	5	9	9	9	9	9	9	9
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	24	24	25	25	25	25	25	26
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	165	172	205	223	223	205	205	208
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	48	52	56	55	57	56	56	54
Sucursales en España	23	21	19	22	22	19	20	17
Agentes operantes en España	461	414	361	374	354	361	338	343
Sucursales en el EEE ¹	2	2	1	1	1	1	1	1
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	22	25	24	24	24	24	25	24
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	116	150	144	146	146	144	146	143
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO								
Entidades nacionales	171	158	140	146	144	140	140	139
Sucursales en España	19	21	22	23	22	22	21	21
Sucursales en el EEE ¹	2	2	2	2	2	2	2	2
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	29	29	29	29	29	29	26	29
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	62	51	51	51	51	51	48	50
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	122	114	112	113	113	112	111	111

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

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

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Total	3.339	3.474	3.567	3.596	3.582	3.567	3.569	3.588
Empresas de servicios de inversión	2.872	3.002	3.088	3.117	3.103	3.088	3.090	3.105
Comunitarias	2.869	2.999	3.085	3.114	3.100	3.085	3.087	3.102
Con sucursal	53	61	65	64	62	65	64	66
En libre prestación de servicios	2.816	2.938	3.020	3.050	3.038	3.020	3.023	3.036
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 ¹	467	472	479	479	479	479	479	483
Comunitarias	461	466	473	473	473	473	474	478
Con sucursal	52	53	54	54	53	54	54	53
En libre prestación de servicios	409	413	419	419	420	419	420	425
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	6	6	5	5
Con sucursal	4	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	2	2

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
RENDA FIJA								
Total	3.727.687,0	3.082.789,5	3.222.363,2	883.235,8	812.562,2	791.523,6	735.041,6	1.108.871,4
Sociedades de valores	2.347.959,0	2.184.921,9	2.263.416,4	615.169,4	575.936,8	574.831,6	497.478,6	679.536,9
Mercados organizados nacionales	836.831,1	855.948,9	909.992,9	247.928,9	220.796,9	239.719,8	201.547,3	270.037,2
Otros mercados nacionales	1.255.087,2	1.111.231,9	1.012.359,1	296.146,3	265.019,0	235.678,5	215.515,3	321.387,3
Mercados extranjeros	256.040,7	217.741,1	341.064,4	71.094,2	90.120,9	99.433,3	80.416,0	88.112,4
Agencias de valores	1.379.728,0	897.867,6	958.946,8	268.066,4	236.625,4	216.692,0	237.563,0	429.334,5
Mercados organizados nacionales	6.067,6	6.237,8	17.314,9	6.567,9	5.131,7	4.714,1	901,2	912,9
Otros mercados nacionales	1.175.387,4	702.731,7	803.742,9	219.215,9	195.568,6	178.640,9	210.317,5	405.160,9
Mercados extranjeros	198.273,0	188.898,1	137.889,0	42.282,6	35.925,1	33.337,0	26.344,3	23.260,7
RENDA VARIABLE								
Total	804.328,3	630.896,1	1.213.388,9	137.077,5	358.803,5	330.078,7	387.429,2	512.419,7
Sociedades de valores	660.312,8	600.442,4	1.194.473,3	131.816,5	354.079,3	326.053,1	382.524,4	503.328,1
Mercados organizados nacionales	610.682,8	525.648,7	329.666,8	78.179,0	92.697,9	69.963,7	88.826,2	90.300,4
Otros mercados nacionales	3.178,2	839,1	1.771,0	148,3	235,0	446,3	941,4	1.650,4
Mercados extranjeros	46.451,8	73.954,6	863.035,5	53.489,2	261.146,4	255.643,1	292.756,8	411.377,3
Agencias de valores	144.015,5	30.453,7	18.915,6	5.261,0	4.724,2	4.025,6	4.904,8	9.091,6
Mercados organizados nacionales	7.037,7	6.462,5	7.712,5	1.922,8	1.694,7	2.115,0	1.980,0	2.510,1
Otros mercados nacionales	12.052,0	1.328,5	1.006,8	250,4	252,7	241,5	262,2	454,0
Mercados extranjeros	124.925,8	22.662,7	10.196,3	3.087,8	2.776,8	1.669,1	2.662,6	6.127,5

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
Total	10.708.583,9	10.308.915,0	10.807.586,8	2.524.895,6	2.594.223,7	2.595.476,8	3.092.990,7	2.647.243,6
Sociedades de valores	10.528.524,3	10.065.090,4	10.523.995,1	2.449.278,4	2.526.680,4	2.552.432,9	2.995.603,4	2.500.341,1
Mercados organizados nacionales	5.330.761,9	5.457.270,1	5.058.147,9	1.253.396,9	1.139.191,0	1.267.019,9	1.398.540,1	1.125.366,5
Mercados organizados extranjeros	4.676.156,7	3.927.718,5	4.160.941,8	952.954,8	1.008.116,6	999.213,7	1.200.656,7	1.028.475,9
Mercados no organizados	521.605,7	680.101,8	1.304.905,4	242.926,7	379.372,8	286.199,3	396.406,6	346.498,7
Agencias de valores	180.059,6	243.824,6	283.591,7	75.617,2	67.543,3	43.043,9	97.387,3	146.902,5
Mercados organizados nacionales	17.171,0	30.836,1	29.601,4	3.795,6	14.570,6	4.695,3	6.539,9	4.100,6
Mercados organizados extranjeros	48.043,8	105.915,8	116.038,0	34.491,2	24.127,6	21.661,2	35.758,0	59.555,4
Mercados no organizados	114.844,8	107.072,7	137.952,3	37.330,4	28.845,1	16.687,4	55.089,4	83.246,5

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

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	12.601	16.172	25.389	17.468	19.524	21.935	25.389	32.814
Sociedades de valores. Total	3.769	3.807	3.219	3.712	3.664	3.620	3.219	3.383
IIC ³	18	37	40	35	37	43	40	40
Otras ⁴	3.751	3.770	3.179	3.677	3.627	3.577	3.179	3.343
Agencias de valores. Total	8.831	12.364	22.169	13.756	15.860	18.315	22.169	29.431
IIC ³	89	83	79	83	80	79	79	78
Otras ⁴	8.742	12.281	22.090	13.673	15.780	18.236	22.090	29.353
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1	1	1	-	-	-	1	-
IIC ³	1	1	1	-	-	-	1	-
Otras ⁴	0	0	0	-	-	-	0	-
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	36.923.861	4.854.719	4.946.670	4.777.612	4.941.068	5.057.339	4.946.670	4.736.945
Sociedades de valores. Total	33.958.038	2.216.956	2.266.997	2.340.424	2.407.541	2.484.996	2.266.997	2.221.520
IIC ³	344.474	838.379	1.059.718	860.229	921.876	1.020.180	1.059.718	1.038.540
Otras ⁴	33.613.564	1.378.577	1.207.279	1.480.195	1.485.665	1.464.816	1.207.279	1.182.980
Agencias de valores. Total	2.949.741	2.619.297	2.658.674	2.437.188	2.533.527	2.572.343	2.658.674	2.515.425
IIC ³	1.595.851	1.295.580	1.346.615	1.107.640	974.538	1.054.869	1.346.615	920.360
Otras ⁴	1.353.890	1.323.717	1.312.059	1.329.548	1.558.989	1.517.474	1.312.059	1.595.065
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	16.082	18.466	20.999	-	-	-	20.999	-
IIC ³	16.082	18.466	20.999	-	-	-	20.999	-
Otras ⁴	0	0	0	-	-	-	0	-

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

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

CUADRO 2.6

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAF ³)	20.170	23.149	26.561	23.947	24.479	25.762	26.561	29.158
Sociedades de valores. Total	5.125	5.241	6.163	5.605	5.852	5.971	6.163	7.647
Clientes minoristas	5.108	5.211	6.115	5.574	5.820	5.932	6.115	7.598
Clientes profesionales	6	21	31	23	24	29	31	47
Contrapartes elegibles	11	9	17	8	8	10	17	2
Agencias de valores. Total	15.045	17.908	20.398	18.342	18.627	19.791	20.398	21.511
Clientes minoristas	14.881	17.654	20.125	18.093	18.363	19.439	20.125	21.221
Clientes profesionales	132	199	229	202	211	310	229	249
Contrapartes elegibles	32	55	44	47	53	42	44	41
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total	0	0	0	-	-	-	0	-
Clientes minoristas	0	0	0	-	-	-	0	-
Clientes profesionales	0	0	0	-	-	-	0	-
Contrapartes elegibles	0	0	0	-	-	-	0	-
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAF ⁴)	16.473	35.287	37.583	3.878	14.337	30.581	37.583	8.139
Sociedades de valores	5.555	9.562	23.400	1.152	7.599	21.118	23.400	1.455
Agencias de valores	10.918	25.725	14.183	2.726	6.738	9.463	14.183	6.684
Sociedades gestoras de cartera ⁴	0	0	0	-	-	-	0	-

1 Datos al final del periodo.

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

3 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 euros¹

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	21.377	73.969	38.125	12.446	27.328	38.125	-1.582	7.658
II. Comisiones netas	402.154	296.037	279.650	118.404	201.925	279.650	73.729	92.473
Comisiones percibidas	549.298	414.595	427.813	184.559	307.881	427.813	126.716	162.872
Tramitación y ejecución de órdenes	217.601	160.320	164.606	65.962	115.073	164.606	68.269	87.971
Colocación y aseguramiento de emisiones	17.553	11.090	8.849	2.153	4.103	8.849	529	840
Depósito y anotación de valores	38.200	42.958	42.643	22.946	34.619	42.643	11.696	14.794
Gestión de carteras	49.720	13.505	15.102	6.163	9.249	15.102	2.782	3.625
Diseño y asesoramiento	16.406	21.135	34.751	12.469	29.275	34.751	4.543	5.533
Búsqueda y colocación de paquetes	1.500	543	1.302	16	1.058	1.302	237	237
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	83.354	55.483	53.506	27.276	40.195	53.506	12.533	16.398
Otras	124.964	109.561	107.055	47.574	74.310	107.055	26.127	33.474
Comisiones satisfechas	147.144	118.558	148.163	66.155	105.956	148.163	52.987	70.399
III. Resultado de inversiones financieras	43.725	27.088	29.452	17.277	22.367	29.452	10.697	25.220
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	28.507	16.614	29.066	15.491	21.730	29.066	15.770	28.974
V. Margen bruto	495.763	413.708	376.293	163.618	273.350	376.293	98.614	154.325
VI. Resultado de explotación	145.364	85.837	55.978	16.219	38.755	55.978	27.315	50.831
VII. Resultado de actividades continuadas	120.683	91.771	54.528	18.179	40.421	54.528	23.965	45.077
VIII. Resultado neto del ejercicio	157.065	91.771	54.528	18.179	40.421	54.528	23.965	45.077

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: abril de 2020.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
TOTAL								
Total	92.832	114.751	101.039	18.860	46.603	74.611	101.039	24.876
Activos monetarios y deuda pública	3.909	11.193	2.625	1.277	1.816	2.266	2.625	1.054
Otros valores de renta fija	34.369	11.842	27.811	6.852	14.210	21.178	27.811	6.399
Cartera interior	20.941	8.304	13.186	3.149	5.680	8.873	13.186	2.581
Cartera exterior	13.428	3.538	14.625	3.703	8.530	12.305	14.625	3.818
Renta variable	53.601	10.844	8.009	1.344	6.250	5.218	8.009	914
Cartera interior	11.494	9.901	7.006	971	3.542	4.265	7.006	1.250
Cartera exterior	42.107	943	1.003	373	2.708	953	1.003	-336
Derivados	-40.286	-1.167	-3.873	-1.026	-1.236	-1.911	-3.873	-321
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-288	-107	-3.492	-99	-934	-2.105	-3.492	-1.597
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	114	3.884	1.084	524	255	829	1.084	-303
Diferencias de cambio netas	4.353	283	118	41	-78	-24	118	68
Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.330	28.949	7.943	15.571	21.755	28.949	15.703
Otras operaciones	12.906	61.649	39.808	2.004	10.749	27.405	39.808	2.959
MARGEN DE INTERESES								
Total	21.377	73.968	38.127	1.536	12.445	27.327	38.127	-1.582
Activos monetarios y deuda pública	1.576	2.036	1.027	482	648	839	1.027	147
Otros valores de renta fija	1.285	1.300	3.319	620	1.432	1.971	3.319	597
Cartera interior	415	124	734	36	67	113	734	341
Cartera exterior	870	1.176	2.585	584	1.365	1.858	2.585	256
Renta variable	6.140	3.673	2.767	54	1.824	1.800	2.767	48
Cartera interior	3.047	2.892	2.456	42	924	1.564	2.456	30
Cartera exterior	3.093	781	311	12	900	236	311	18
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-288	-107	-3.492	-99	-934	-2.105	-3.492	-1.597
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	114	3.884	1.084	524	255	829	1.084	-303
Otras operaciones	12.550	63.182	33.422	-45	9.220	23.993	33.422	-474
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	43.725	27.088	29.451	8.593	17.278	22.366	29.451	10.699
Activos monetarios y deuda pública	2.333	9.157	1.598	795	1.168	1.427	1.598	907
Otros valores de renta fija	33.084	10.542	24.492	6.232	12.778	19.207	24.492	5.802
Cartera interior	20.526	8.180	12.452	3.113	5.613	8.760	12.452	2.240
Cartera exterior	12.558	2.362	12.040	3.119	7.165	10.447	12.040	3.562
Renta variable	47.461	7.171	5.242	1.290	4.426	3.418	5.242	866
Cartera interior	8.447	7.009	4.550	929	2.618	2.701	4.550	1.220
Cartera exterior	39.014	162	692	361	1.808	717	692	-354
Derivados	-40.286	-1.167	-3.873	-1.026	-1.236	-1.911	-3.873	-321
Otras operaciones	1.133	1.385	1.992	1.302	142	225	1.992	3.445
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	27.730	13.695	33.461	8.731	16.880	24.918	33.461	15.759
Diferencias de cambio netas	4.353	283	118	41	-78	-24	118	68
Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.330	28.949	7.943	15.571	21.755	28.949	15.703
Otras operaciones	-777	-2.918	4.394	747	1.387	3.187	4.394	-12

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
I. Margen de intereses	3.127	1.583	1.252	609	783	1.252	-4	34
II. Comisiones netas	120.674	135.782	130.293	58.008	89.925	130.293	34.779	45.163
Comisiones percibidas	142.771	156.624	150.842	66.889	103.815	150.842	40.524	52.422
Tramitación y ejecución de órdenes	20.449	20.018	23.194	11.788	17.375	23.194	8.196	10.355
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.427	1.120	580	208	580	580	979	1.126
Depósito y anotación de valores	903	824	879	421	649	879	216	283
Gestión de carteras	12.470	15.412	14.890	6.462	9.600	14.890	3.404	4.436
Diseño y asesoramiento	11.263	26.446	14.426	6.873	9.639	14.426	6.705	8.050
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	60.571	63.821	62.866	29.171	43.829	62.866	14.549	19.442
Otras	33.689	28.983	34.008	11.967	22.143	34.008	6.475	8.729
Comisiones satisfechas	22.097	20.842	20.549	8.881	13.890	20.549	5.745	7.259
III. Resultado de inversiones financieras	1.133	-51	910	738	824	910	-7.366	-7.111
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.680	-279	1.194	291	739	1.194	-198	-166
V. Margen bruto	123.254	137.035	133.648	59.646	92.271	133.648	27.211	37.920
VI. Resultado de explotación	17.024	12.031	9.284	7.071	8.749	9.284	-5.456	-5.479
VII. Resultado de actividades continuadas	11.620	7.459	6.163	6.404	8.107	6.163	-5.109	-4.874
VIII. Resultado neto del ejercicio	11.620	7.459	6.163	6.404	8.107	6.163	-5.109	-4.874

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: abril de 2020.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.10

Miles de euros²

	2015	2016	2017	2018	2019
I. Margen de intereses	399	83	23	6	5
II. Comisiones netas	8.526	6.617	1.543	350	404
Comisiones percibidas	13.064	6.617	1.543	350	404
Gestión de carteras	11.150	4.228	1.095	350	404
Diseño y asesoramiento	371	354	59	0	0
Otras	1.544	2.035	390	0	0
Comisiones satisfechas	4.538	0	0	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	-28	-1	6	-25	13
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-234	-126	-52	-20	-20
V. Margen bruto	8.663	6.573	1.520	311	402
VI. Resultado de explotación	3.331	3.172	623	-2	52
VII. Resultado de actividades continuadas	2.335	2.222	439	-2	37
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.335	2.222	439	-2	37

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.

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	33,40	42,36	46,92	39,00	36,69	35,74	46,92	37,12
Exceso de recursos propios (miles de euros)	803.793	915.383	1.165.707	919.676	919.410	901.336	1.165.707	1.098.259
% exceso ⁴	317,54	429,49	486,52	387,56	358,66	346,78	486,52	364,03
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	18	20	23	23	21	24	23	25
> 100-≤ 300 %	23	29	31	28	28	26	31	27
> 300-≤ 500 %	14	10	10	9	9	10	10	12
> 500 %	18	15	13	16	19	20	13	13
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	34,28	45,16	49,63	41,02	38,02	36,95	49,63	39,06
Exceso de recursos propios (miles de euros)	755.143	874.235	1.118.273	875.732	870.260	852.187	1.118.273	1.038.176
% exceso ⁴	328,55	464,51	520,42	412,79	375,22	361,84	520,42	388,24
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	8	7	7	7	5	7	7	6
> 100-≤ 300 %	10	10	14	12	14	14	14	13
> 300-≤ 500 %	8	7	4	5	4	3	4	6
> 500 %	13	14	11	14	15	15	11	11
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	24,69	21,17	23,34	21,98	24,11	24,11	23,34	22,02
Exceso de recursos propios (miles de euros)	48.452	40.952	47.249	43.944	49.151	49.149	47.249	60.083
% exceso ⁴	208,66	164,84	191,77	174,71	201,36	201,40	191,77	175,24
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	10	13	16	16	16	17	16	19
> 100-≤ 300 %	12	18	16	16	14	12	16	14
> 300-≤ 500 %	6	3	6	4	5	7	6	6
> 500 %	5	1	2	2	4	5	2	2
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	30,70	29,68	25,72	-	-	-	25,72	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	198	196	185	-	-	-	185	-
% exceso ⁴	282,86	272,22	221,50	-	-	-	221,50	-
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 %	0	0	0	-	-	-	0	-

1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios. Desde esa fecha solo se incluyen las entidades obligadas a remitir dicha información.

2 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 impuestos¹

CUADRO 2.12

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
TOTAL²								
Media ³ (%)	17,73	12,27	9,23	1,42	4,93	6,91	9,23	10,41
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	20	40	32	41	36	39	32	44
0-≤ 15 %	28	22	22	24	24	27	22	13
> 15-≤ 45 %	22	10	18	16	20	17	18	17
> 45-≤ 75 %	4	6	7	2	3	4	7	3
> 75 %	15	14	12	10	11	10	12	15
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	17,84	12,16	8,87	0,08	3,92	6,36	8,87	14,25
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	18	13	19	18	19	13	17
0-≤ 15 %	17	12	13	13	12	15	13	6
> 15-≤ 45 %	11	5	7	6	8	5	7	10
> 45-≤ 75 %	1	2	1	0	1	1	1	1
> 75 %	4	2	2	1	0	0	2	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	16,49	13,24	12,05	13,40	14,55	11,80	12,05	-13,84
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	21	19	22	18	20	19	27
0-≤ 15 %	11	10	9	11	12	12	9	7
> 15-≤ 45 %	10	5	11	10	12	12	11	7
> 45-≤ 75 %	3	4	6	2	2	3	6	2
> 75 %	11	12	10	9	11	10	10	13
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media ³ (%)	20,65	-0,84	19,74	-	-	-	19,74	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	1	0	-	-	-	0	-
0-≤ 15 %	0	0	0	-	-	-	0	-
> 15-≤ 45 %	1	0	1	-	-	-	1	-
> 45-≤ 75 %	0	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 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 magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros

	2015	2016	2017	2018	2019
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	25.084.882	30.174.877	30.790.535	31.658.460	21.627.677
Clientes minoristas	6.499.049	7.588.143	9.096.071	10.281.573	8.313.608
Resto de clientes y entidades	18.585.833	22.586.734	21.694.464	21.376.887	13.314.069
Clientes profesionales	5.108.032	5.654.358	6.482.283	7.052.031	-
Otros	13.477.801	16.932.376	15.212.181	14.324.856	-
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	57.231	52.534	65.802	62.168	56.128
Comisiones percibidas	56.227	51.687	65.191	61.079	55.258
Otros ingresos	1.004	847	611	1.088	870
PATRIMONIO NETO					
Total	25.021	24.119	32.803	33.572	32.746
Capital social	5.881	6.834	8.039	6.894	5.522
Reservas y remanentes	7.583	12.123	13.317	15.386	17.525
Resultado del ejercicio ³	11.481	7.511	11.361	10.626	7.889
Resto de fondos propios	76	-2.349	86	666	1.809

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las EAFI a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la CNMV, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

2 Datos al final del periodo. A partir de 2019, con la entrada en vigor de la Circular 4/2018, de 27 de septiembre, de la CNMV, por la que se modifica la Circular 1/2010, no se dispone de información desagregada de clientes no minoristas.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	4.564	4.386	4.233	4.324	4.290	4.233	4.182	4.163
Fondos de inversión	1.676	1.617	1.595	1.620	1.611	1.595	1.578	1.568
Sociedades de inversión	2.833	2.713	2.569	2.643	2.614	2.569	2.535	2.524
IIC de IIC de inversión libre	8	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	47	49	62	54	58	62	62	64
Total IIC inmobiliarias	7	7	5	6	6	5	5	5
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	4	3	4	4	3	3	3
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.013	1.024	1.033	1.020	1.017	1.033	1.035	1.036
Fondos extranjeros comercializados en España	455	429	399	403	392	399	402	399
Sociedades extranjeras comercializadas en España	558	595	634	617	625	634	633	637
SGIIC	109	119	123	121	123	123	124	124
Depositarias IIC	54	37	36	36	36	36	36	36

1 Datos disponibles: mayo de 2020.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero ²	10.704.585	11.627.118	12.132.581	11.748.951	11.620.670	12.132.581	12.142.357	12.130.305
Fondos de inversión	10.283.312	11.213.482	11.734.029	11.347.628	11.221.151	11.734.029	11.746.642	11.736.001
Sociedades de inversión	421.273	413.636	398.552	401.323	399.519	398.552	395.715	394.304
Total IIC inmobiliarias ²	1.424	905	799	909	811	799	796	796
Fondos de inversión inmobiliaria	1.097	483	483	483	483	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	327	422	316	426	328	316	313	313
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	1.984.474	3.172.682	3.361.901	3.147.153	3.144.420	3.361.901	n.d.	-
Fondos extranjeros comercializados en España	431.295	547.517	521.648	500.154	488.522	521.648	n.d.	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.553.179	2.625.165	2.840.253	2.646.999	2.655.898	2.840.253	n.d.	-

1 Datos disponibles: abril de 2020.

2 Los datos de partícipes/accionistas se indican a nivel de IIC, por este motivo pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7, donde los partícipes/accionistas están a nivel de compartimento.

3 Solo incluye los datos de las UCITS. Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF. A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

4 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

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
Total IIC de carácter financiero	296.619,5	286.930,9	308.170,1	300.021,8	301.467,3	308.170,1	274.633,1	282.836,4
Fondos de inversión ²	265.194,8	259.095,0	279.377,4	270.916,0	273.100,7	279.377,4	250.126,3	257.197,2
Sociedades de inversión	31.424,7	27.835,9	28.792,7	29.105,8	28.366,6	28.792,7	24.506,9	25.639,2
Total IIC inmobiliarias	991,4	1.058,2	1.072,9	1.070,2	1.069,5	1.072,9	1.076,8	1.080,6
Fondos de inversión inmobiliaria	360,0	309,4	309,4	309,4	309,3	309,4	309,7	309,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	631,4	748,8	763,5	760,8	760,2	763,5	767,1	770,9
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	150.420,6	162.701,9	178.841,5	180.975,8	177.366,2	178.841,5	n.d.	-
Fondos extranjeros comercializados en España	26.133,9	34.237,1	30.843,4	36.796,2	30.010,6	30.843,4	n.d.	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	124.286,7	128.464,9	147.998,1	144.179,6	147.355,6	147.998,1	n.d.	-

1 Datos disponibles: abril de 2020.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en marzo de 2020, del orden de 7.148,1 millones de euros.

3 Solo incluye los datos de las UCITS. Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF. A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

4 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

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	265.194,8	259.095,0	279.377,4	268.363,8	270.916,0	273.100,7	279.377,4	250.126,3
Cartera de inversiones financieras	244.598,0	241.016,2	256.750,7	247.325,5	251.189,1	251.719,1	256.750,7	225.972,0
Cartera interior	83.032,1	74.486,1	66.520,4	74.823,9	73.843,0	69.542,8	66.520,4	55.616,4
Valores representativos de deuda	55.389,1	50.537,5	44.637,7	50.908,9	51.611,7	47.670,3	44.637,7	38.960,2
Instrumentos de patrimonio	10.911,7	10.868,4	9.047,9	10.718,9	9.788,0	9.258,3	9.047,9	5.696,7
Instituciones de inversión colectiva	7.625,9	6.984,9	8.581,9	7.591,5	7.690,2	7.982,2	8.581,9	7.729,5
Depósitos en EE. CC.	8.657,1	5.854,8	4.004,8	5.358,8	4.493,0	4.375,5	4.004,8	3.103,6
Derivados	441,4	235,4	243,2	240,1	254,7	251,3	243,2	114,8
Otros	6,8	5,2	4,9	5,7	5,4	5,2	4,9	11,7
Cartera exterior	161.556,6	166.522,5	190.224,5	172.494,1	177.336,6	182.169,4	190.224,5	170.350,5
Valores representativos de deuda	67.794,0	74.079,1	83.817,5	74.020,9	77.987,5	82.625,8	83.817,5	82.667,6
Instrumentos de patrimonio	27.081,8	26.660,8	33.115,9	27.351,1	26.943,6	30.924,1	33.115,9	25.407,5
Instituciones de inversión colectiva	66.099,9	65.624,3	73.054,4	70.906,7	72.134,2	68.328,8	73.054,4	62.442,1
Depósitos en EE. CC.	74,7	21,1	4,5	24,2	29,9	14,7	4,5	4,5
Derivados	504,7	136,0	231,3	190,0	240,4	275,0	231,3	-172,1
Otros	1,4	1,2	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	9,3	7,6	5,8	7,5	9,5	6,9	5,8	5,0
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	19.988,5	16.897,1	21.735,1	19.929,6	18.625,3	20.954,7	21.735,1	21.319,0
Neto deudores/acreadores	608,3	1.181,7	891,6	1.108,7	1.101,6	426,9	891,6	2.835,3

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
Patrimonio	31.424,7	27.835,9	28.792,7	29.260,4	29.105,8	28.366,6	28.792,7	24.506,9
Cartera de inversiones financieras	28.804,9	24.840,8	25.940,3	25.815,5	25.773,8	25.140,6	25.940,3	21.490,8
Cartera interior	6.229,4	5.031,5	4.588,3	5.027,8	4.828,1	4.621,3	4.588,3	3.622,1
Valores representativos de deuda	1.653,8	1.433,8	1.217,1	1.369,5	1.346,1	1.265,2	1.217,1	1.155,8
Instrumentos de patrimonio	2.674,5	2.193,7	1.982,8	2.224,3	2.077,3	1.992,2	1.982,8	1.440,5
Instituciones de inversión colectiva	1.625,9	1.193,8	1.232,2	1.239,3	1.217,6	1.178,6	1.232,2	892,6
Depósitos en EE. CC.	236,2	164,3	98,6	148,2	152,7	134,6	98,6	79,8
Derivados	-0,6	-0,2	0,8	-1,1	-16,9	-2,1	0,8	-3,0
Otros	39,7	46,2	56,8	47,5	51,2	52,9	56,8	56,5
Cartera exterior	22.566,2	19.803,8	21.348,2	20.782,3	20.940,9	20.512,8	21.348,2	17.864,4
Valores representativos de deuda	4.396,6	4.241,6	4.617,7	4.430,9	4.495,4	4.469,0	4.617,7	4.030,2
Instrumentos de patrimonio	6.987,8	5.979,1	6.133,8	6.297,4	6.188,7	5.975,1	6.133,8	4.998,1
Instituciones de inversión colectiva	11.153,5	9.540,9	10.549,0	10.010,0	10.205,1	10.023,7	10.549,0	8.781,9
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0
Derivados	19,3	27,6	34,1	27,2	36,6	27,6	34,1	41,9
Otros	8,9	14,5	12,5	15,7	14,1	16,3	12,5	12,3
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	9,3	5,6	3,8	5,4	4,8	6,4	3,8	4,3
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.421,7	2.731,9	2.659,8	3.235,0	3.121,1	2.926,1	2.659,8	2.707,5
Neto deudores/acreedores	197,5	262,6	192,1	209,4	210,3	299,4	192,1	308,0

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.741	1.725	1.710	1.737	1.723	1.710	1.697	1.697
Renta fija ⁴	290	279	281	283	283	281	283	284
Renta fija mixta ⁵	155	168	173	173	171	173	173	173
Renta variable mixta ⁶	176	184	185	191	186	185	187	187
Renta variable euro	111	113	113	114	113	113	112	112
Renta variable internacional	211	236	263	253	257	263	272	275
Garantizado renta fija	79	67	66	66	66	66	66	67
Garantizado renta variable ⁷	188	163	155	164	159	155	147	146
Fondos globales	225	242	255	240	252	255	254	251
De gestión pasiva ⁸	202	172	133	161	148	133	119	118
Retorno absoluto	104	99	84	90	86	84	82	82
PARTÍCIPIES								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.350.779	11.227.036	11.739.183	11.751.437	11.740.756
Renta fija ⁴	2.627.547	2.709.547	3.668.324	3.279.530	3.376.056	3.668.324	3.660.775	3.668.400
Renta fija mixta ⁵	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.124.303	1.044.836	1.087.881	1.203.900	1.201.923
Renta variable mixta ⁶	584.408	624.290	707.159	695.823	695.444	707.159	707.919	716.874
Renta variable euro	710.928	831.115	598.901	564.406	553.832	598.901	532.060	504.400
Renta variable internacional	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.301.171	2.512.222	2.655.123	2.732.902	2.740.902
Garantizado renta fija	190.075	165.913	154.980	164.034	161.392	154.980	148.317	147.679
Garantizado renta variable ⁷	527.533	494.660	428.470	491.969	461.897	428.470	391.235	388.956
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.553.357	1.291.172	1.359.915	1.355.885	1.353.515
De gestión pasiva ⁸	638.966	543.192	429.428	503.369	474.947	429.428	396.398	397.797
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	669.857	652.278	646.042	619.085	617.352
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	270.916,0	273.100,7	279.377,4	250.126,3	257.197,2
Renta fija ⁴	70.563,9	66.889,3	78.583,2	73.202,8	77.871,1	78.583,2	73.475,8	74.523,6
Renta fija mixta ⁵	43.407,0	40.471,0	40.819,9	39.643,5	38.959,2	40.819,9	41.312,7	41.984,8
Renta variable mixta ⁶	22.386,7	23.256,0	28.775,8	27.350,1	27.613,4	28.775,8	25.829,7	26.785,6
Renta variable euro	12.203,2	12.177,7	10.145,1	10.676,8	10.034,3	10.145,1	6.618,2	6.948,4
Renta variable internacional	24.064,6	24.404,9	34.078,9	27.262,4	30.447,0	34.078,9	27.636,0	30.318,5
Garantizado renta fija	5.456,7	4.887,4	4.809,3	5.197,8	5.143,1	4.809,3	4.505,2	4.486,3
Garantizado renta variable ⁷	15.417,5	14.556,0	13.229,1	14.938,2	14.395,0	13.229,1	11.684,0	11.607,5
Fondos globales	35.511,5	42.137,2	43.041,9	44.669,4	41.702,5	43.041,9	37.120,7	38.294,0
De gestión pasiva ⁸	19.477,8	16.138,6	14.073,8	15.983,2	15.355,0	14.073,8	11.708,7	11.925,4
Retorno absoluto	16.705,9	14.172,5	11.818,3	11.988,8	11.577,6	11.818,3	10.233,0	10.320,8

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

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

3 Datos disponibles: abril de 2020.

4 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): 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.

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 (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): IIC de gestión pasiva, IIC que replican 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

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.350.779	11.227.026	11.739.183	11.751.437	11.740.756
Personas físicas	10.080.255	11.008.977	11.534.957	11.145.137	11.024.532	11.534.957	11.551.161	11.540.106
Residentes	9.994.395	10.917.387	11.440.086	11.051.925	10.931.913	11.440.086	11.456.061	11.444.978
No residentes	85.860	91.590	94.871	93.212	92.619	94.871	95.100	95.128
Personas jurídicas	207.199	208.592	204.226	205.642	202.494	204.226	200.276	200.650
Entidades de crédito	515	655	1.928	649	638	1.928	1.415	1.434
Otros agentes residentes	205.804	207.073	201.408	204.084	200.945	201.408	198.000	198.364
Entidades no residentes	880	864	890	909	911	890	861	852
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	270.916,0	273.100,7	279.377,4	250.126,3	257.197,2
Personas físicas	218.429,6	215.785,0	231.434,8	225.612,8	227.293,8	231.434,8	207.225,4	213.187,8
Residentes	215.290,8	212.758,3	228.214,4	222.417,1	224.066,0	228.214,4	204.390,5	210.272,3
No residentes	3.138,8	3.026,7	3.220,4	3.195,7	3.227,8	3.220,4	2.834,9	2.915,5
Personas jurídicas	46.765,1	43.310,0	47.942,6	45.303,2	45.806,9	47.942,6	42.900,8	44.009,4
Entidades de crédito	342,2	384,1	523,7	358,0	321,5	523,7	412,4	428,1
Otros agentes residentes	45.518,8	41.967,9	46.628,9	44.069,5	44.662,0	46.628,9	41.913,2	43.021,1
Entidades no residentes	904,1	957,9	790,0	875,8	823,4	790,0	575,2	560,2

1 Datos disponibles: abril de 2020.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	151.586,4	130.577,0	156.702,7	28.564,6	35.971,0	32.555,6	34.009,0	40.155,8
Renta fija	59.088,5	53.165,8	91.050,8	15.237,7	19.188,6	15.125,4	15.896,8	17.098,9
Renta fija mixta	20.513,3	14.823,4	14.154,1	2.760,4	3.396,7	3.373,1	4.623,9	7.341,1
Renta variable mixta	10.452,2	10.406,8	11.156,0	1.454,2	4.411,4	1.624,4	3.665,9	3.238,3
Renta variable euro	9.452,9	7.024,3	2.998,4	1.045,0	672,9	511,4	769,0	714,8
Renta variable internacional	14.866,5	13.265,2	16.864,0	2.263,4	3.305,0	7.452,2	3.843,4	5.649,8
Garantizado renta fija	986,9	796,0	854,1	507,6	301,5	36,7	8,4	45,5
Garantizado renta variable	2.413,1	2.116,8	898,2	411,8	395,5	68,6	22,4	15,4
Fondos globales	21.571,9	20.455,3	12.713,7	3.373,1	3.416,6	2.296,0	3.628,0	4.395,4
De gestión pasiva	2.374,0	3.014,3	2.261,9	1.025,7	383,0	376,4	476,8	928,1
Retorno absoluto	9.867,1	5.493,3	3.751,5	485,7	499,9	1.691,4	1.074,5	728,4
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	130.248,0	122.669,5	154.273,0	28.990,0	35.660,4	32.262,7	31.757,6	42.240,3
Renta fija	62.087,2	55.823,7	80.046,4	12.244,8	16.719,5	10.531,1	14.948,6	18.569,8
Renta fija mixta	18.011,6	16.685,2	16.004,2	3.285,9	5.360,9	4.307,6	3.049,7	5.333,4
Renta variable mixta	4.942,6	7.344,0	7.943,7	1.629,8	1.792,4	1.551,0	2.970,6	2.962,3
Renta variable euro	6.908,0	5.246,8	6.540,2	2.381,9	1.899,1	1.024,1	1.235,0	1.536,8
Renta variable internacional	10.363,6	9.476,0	12.963,1	2.451,9	3.466,6	4.691,8	2.352,9	3.911,7
Garantizado renta fija	3.876,9	1.202,9	1.136,7	409,2	277,3	162,9	287,3	306,9
Garantizado renta variable	3.001,5	2.582,6	2.739,2	440,1	381,1	816,4	1.101,5	1.302,8
Fondos globales	8.587,6	11.301,6	15.133,7	3.173,8	3.124,3	5.702,2	3.133,4	4.841,6
De gestión pasiva	6.954,8	5.776,3	5.272,0	1.312,0	1.063,1	1.139,0	1.757,8	2.027,1
Retorno absoluto	5.488,2	7.230,5	6.493,7	1.660,6	1.575,9	2.336,3	920,8	1.447,8

1 Datos estimados.

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

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
Suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1, 2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	21.325,0	7.841,8	2.467,5	-402,3	326,2	295,6	2.247,9	-2.103,9
Renta fija	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	2.996,7	2.469,2	4.352,6	914,1	-3.186,6
Renta fija mixta	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	-543,8	-1.631,4	-949,3	1.618,4	3.742,5
Renta variable mixta	5.498,6	2.485,9	3.288,8	-27,3	2.623,8	-0,8	693,1	411,2
Renta variable euro	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-1.331,1	-1.272,8	-518,3	-466,0	-836,8
Renta variable internacional	4.514,0	3.864,1	4.113,8	-183,5	-38,9	2.843,5	1.492,7	1.735,7
Garantizado renta fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	98,3	24,2	-126,2	-278,9	-261,3
Garantizado renta variable	-309,5	-667,2	-1.857,0	-28,5	-4,7	-745,2	-1.078,6	-1.313,7
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	182,9	93,2	-3.325,4	495,4	-574,7
De gestión pasiva	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	-270,6	-680,3	-780,1	-1.295,8	-1.099,7
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.295,4	-1.256,1	-454,9	153,5	-720,6
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.022,6	-13.919,3	18.002,8	9.677,3	2.229,8	1.898,4	4.197,3	-27.140,2
Renta fija	-24,1	-908,5	961,9	505,3	342,6	316,0	-202,0	-1.920,7
Renta fija mixta	451,4	-1.865,1	1.866,9	1.055,2	296,2	267,5	248,0	-3.245,8
Renta variable mixta	577,8	-1.616,6	2.231,0	1.236,3	261,2	264,1	469,4	-3.357,3
Renta variable euro	987,8	-1.871,2	1.556,4	998,1	105,4	-124,2	577,1	-2.690,2
Renta variable internacional	1.872,3	-3.522,6	5.561,1	2.867,1	213,7	341,1	2.139,2	-8.178,5
Garantizado renta fija	39,4	6,6	204,4	79,9	107,9	71,5	-54,9	-42,8
Garantizado renta variable	251,3	-194,2	530,0	197,3	218,0	202,0	-87,3	-231,3
Fondos globales	1.190,3	-2.602,1	3.460,8	1.901,9	355,3	359,1	844,5	-5.345,9
De gestión pasiva	472,9	-537,5	1.133,2	532,5	266,7	157,6	176,4	-1.262,9
Retorno absoluto	203,4	-796,6	498,7	304,3	63,5	43,7	87,2	-864,8

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 Un cambio de vocación supone un reembolso en la vocación original y una suscripción en la vocación de destino. Por este motivo, y por ajustes debidos a las bajas producidas en el trimestre, el dato de suscripciones/reembolsos neto pudiera no coincidir con el del cuadro 3.8.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	3,41	-4,19	7,67	3,92	1,08	0,95	1,77	-9,97
Renta fija	0,59	-0,79	1,83	0,88	0,61	0,55	-0,14	-2,51
Renta fija mixta	2,22	-3,25	5,75	2,86	1,01	0,95	0,87	-7,45
Renta variable mixta	4,36	-5,46	9,79	5,48	1,33	1,32	2,03	-11,72
Renta variable euro	11,14	-11,98	16,01	8,42	1,44	-0,81	6,20	-30,64
Renta variable internacional	10,80	-11,89	21,00	11,43	1,21	1,55	7,10	-25,56
Garantizado renta fija	1,14	0,56	4,52	1,77	2,21	1,50	-1,01	-0,91
Garantizado renta variable	2,18	-0,80	4,20	1,50	1,61	1,54	-0,56	-1,89
Fondos globales	5,39	-5,11	9,24	4,67	1,09	1,15	2,32	-12,79
De gestión pasiva	2,81	-2,55	7,88	3,44	1,81	1,15	1,36	-9,93
Retorno absoluto	2,32	-4,01	4,93	2,42	0,74	0,59	0,98	-7,58
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,91	0,86	0,85	0,21	0,21	0,21	0,21	0,20
Renta fija	0,54	0,45	0,44	0,11	0,11	0,11	0,11	0,10
Renta fija mixta	1,05	0,96	0,92	0,23	0,22	0,23	0,23	0,21
Renta variable mixta	1,34	1,26	1,29	0,31	0,32	0,32	0,33	0,31
Renta variable euro	1,71	1,47	1,49	0,37	0,37	0,37	0,38	0,36
Renta variable internacional	1,69	1,41	1,41	0,38	0,35	0,34	0,35	0,32
Garantizado renta fija	0,48	0,38	0,36	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,58	0,53	0,47	0,12	0,12	0,11	0,11	0,11
Fondos globales	1,07	0,98	1,03	0,25	0,25	0,26	0,27	0,26
De gestión pasiva	0,52	0,48	0,42	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10
Retorno absoluto	0,91	0,79	0,81	0,19	0,20	0,20	0,21	0,20
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,07	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,11	0,10	0,10	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,07	0,06	0,06	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02

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

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

CUADRO 3.11

%

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
Total fondos de inversión	2,42	-4,89	7,12	0,83	0,71	1,57	-9,30	3,01
Renta fija	-0,13	-1,44	1,38	0,47	0,42	-0,26	-2,43	0,85
Renta fija mixta	1,10	-4,27	4,75	0,75	0,69	0,59	-6,97	2,11
Renta variable mixta	3,23	-6,45	9,25	1,03	0,97	1,68	-11,06	3,62
Renta variable euro	11,16	-13,01	14,27	0,82	-1,13	5,95	-28,48	5,44
Renta variable internacional	8,75	-12,34	22,18	0,79	1,37	6,91	-23,11	9,78
Garantizado renta fija	0,72	0,09	3,98	2,12	1,39	-1,07	-0,94	-0,03
Garantizado renta variable	1,61	-1,33	3,62	1,42	1,42	-0,63	-1,86	-0,03
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	0,82	0,77	2,04	-12,00	3,90
De gestión pasiva	2,13	-3,16	7,45	1,66	0,96	1,28	-9,29	2,09
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	0,54	0,35	0,75	-7,50	2,46

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: abril de 2020.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.656	4.444	7.548	5.937	5.846	6.451	7.548	7.980
Patrimonio (millones de euros)	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.395,0	2.321,5	2.467,1	2.832,4	2.848,2
Suscripciones (millones de euros)	663,9	500,7	1.290,0	106,7	139,6	208,3	835,4	163,2
Reembolsos (millones de euros)	607,2	320,4	937,0	71,4	225,7	68,7	570,7	40,9
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	56,7	180,3	353,0	35,3	-86,2	139,6	264,8	122,3
Rendimientos netos (millones de euros)	149,4	-153,8	217,2	97,5	12,6	6,0	100,6	-106,5
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	5,56	0,36	0,22	3,94	-3,93
Rendimientos de gestión ² (%)	9,51	-5,46	9,94	4,42	0,83	0,49	4,03	-3,58
Gastos comisión de gestión ² (%)	2,59	1,70	1,19	0,48	0,25	0,23	0,25	0,15
Gastos de financiación ² (%)	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.596	2.804	2.859	2.847	2.850	2.861	2.859	2.856
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	565,9	506,9	513,7	562,4	565,9	569,8
Suscripciones (millones de euros)	205,4	7,2	72,3	29,9	0,2	42,2	0,0	-
Reembolsos (millones de euros)	22,1	0,6	0,3	0,2	0,2	0,1	-0,4	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	183,4	6,6	71,4	29,7	0,0	42,2	-0,4	-
Rendimientos netos (millones de euros)	-8,3	-6,5	25,7	8,6	6,8	6,5	3,8	-
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,07	1,86	1,34	1,10	0,68	0,92
Rendimientos de gestión ³ (%)	-0,24	-3,04	6,32	2,20	1,64	1,61	0,98	-
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,45	1,64	1,61	0,48	0,39	0,39	0,36	-
Gastos comisión de depósito ³ (%)	0,06	0,06	0,06	0,01	0,02	0,02	0,02	-

1 Datos disponibles: febrero de 2020.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2017	2018	2019	2019				2020
				II	III	IV	I	II ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.676	1.617	1.595	1.620	1.611	1.595	1.578	1.571
Sociedades de inversión	2.824	2.713	2.560	2.634	2.605	2.560	2.530	2.523
IIC de IIC de inversión libre	8	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	47	49	62	54	58	62	62	64
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	4	3	4	4	3	3	3
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	270.916,0	273.100,7	279.377,4	250.126,3	257.197,2
Sociedades de inversión	31.021,1	27.479,7	28.385,5	28.712,6	27.984,6	28.385,5	24.220,8	25.327,4
IIC de IIC de inversión libre ³	468,7	468,8	565,9	513,7	562,5	565,9	569,8	-
IIC de inversión libre ³	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.321,5	2.461,7	2.832,4	2.848,2	-
Fondos de inversión inmobiliaria	360,0	309,4	309,4	309,4	309,3	309,4	309,7	309,7
Sociedades de inversión inmobiliaria	631,5	748,8	763,5	760,8	760,2	763,5	767,1	770,9

1 Datos disponibles: abril de 2020.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles: febrero de 2020.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
VOLUMEN DE INVERSIÓN^{2,3} (millones de euros)								
Total	150.420,6	162.335,0	178.841,5	181.381,8	179.976,2	177.664,7	178.841,5	n.d.
Fondos	26.133,9	34.209,6	30.843,4	35.984,1	33.322,4	30.207,0	30.843,4	n.d.
Sociedades	124.286,7	128.125,5	147.998,1	145.397,7	146.653,8	147.457,7	147.998,1	n.d.
N.º DE INVERSORES²								
Total	1.984.474	3.173.245	3.361.901	3.214.413	3.117.731	3.145.703	3.361.901	n.d.
Fondos	431.295	547.826	521.648	529.920	496.837	488.584	521.648	n.d.
Sociedades	1.553.179	2.625.419	2.840.253	2.684.493	2.620.894	2.657.119	2.840.253	n.d.
N.º DE INSTITUCIONES⁴								
Total	1.013	1.024	1.033	1.000	1.020	1.017	1.033	1.035
Fondos	455	429	399	396	403	392	399	402
Sociedades	558	595	634	604	617	625	634	633
ESTADO DE ORIGEN⁴								
Luxemburgo	429	447	462	455	457	461	462	463
Francia	292	263	222	233	234	221	222	222
Irlanda	184	200	220	200	211	216	220	219
Alemania	35	42	48	43	46	47	48	49
Reino Unido	33	27	23	25	25	24	23	23
Países Bajos	2	2	4	2	2	4	4	4
Austria	21	24	30	23	25	25	30	31
Bélgica	5	5	5	5	5	4	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	8	9	11	9	10	10	11	11
Liechtenstein	3	4	4	4	4	4	4	4

1 Solo incluye los datos de las UCITS. 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.

2 Hasta IV-2017 no se incluyen datos de los ETF. A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

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

4 UCITS (sociedades y fondos) registrados en la CNMV.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ²
FONDOS								
Número	3	2	2	2	2	2	2	2
Partícipes	1.097	483	483	483	483	483	483	483
Patrimonio (millones de euros)	360,0	309,4	309,4	309,4	309,3	309,4	309,7	309,7
Rentabilidad (%)	-2,60	0,24	-0,02	0,00	-0,01	0,02	0,09	0,01
SOCIEDADES								
Número	4	4	3	4	4	3	3	3
Accionistas	327	422	316	426	328	316	313	313
Patrimonio (millones de euros)	631,5	748,8	763,5	760,8	760,2	763,5	767,1	770,9

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

2 Datos disponibles: abril de 2020.

