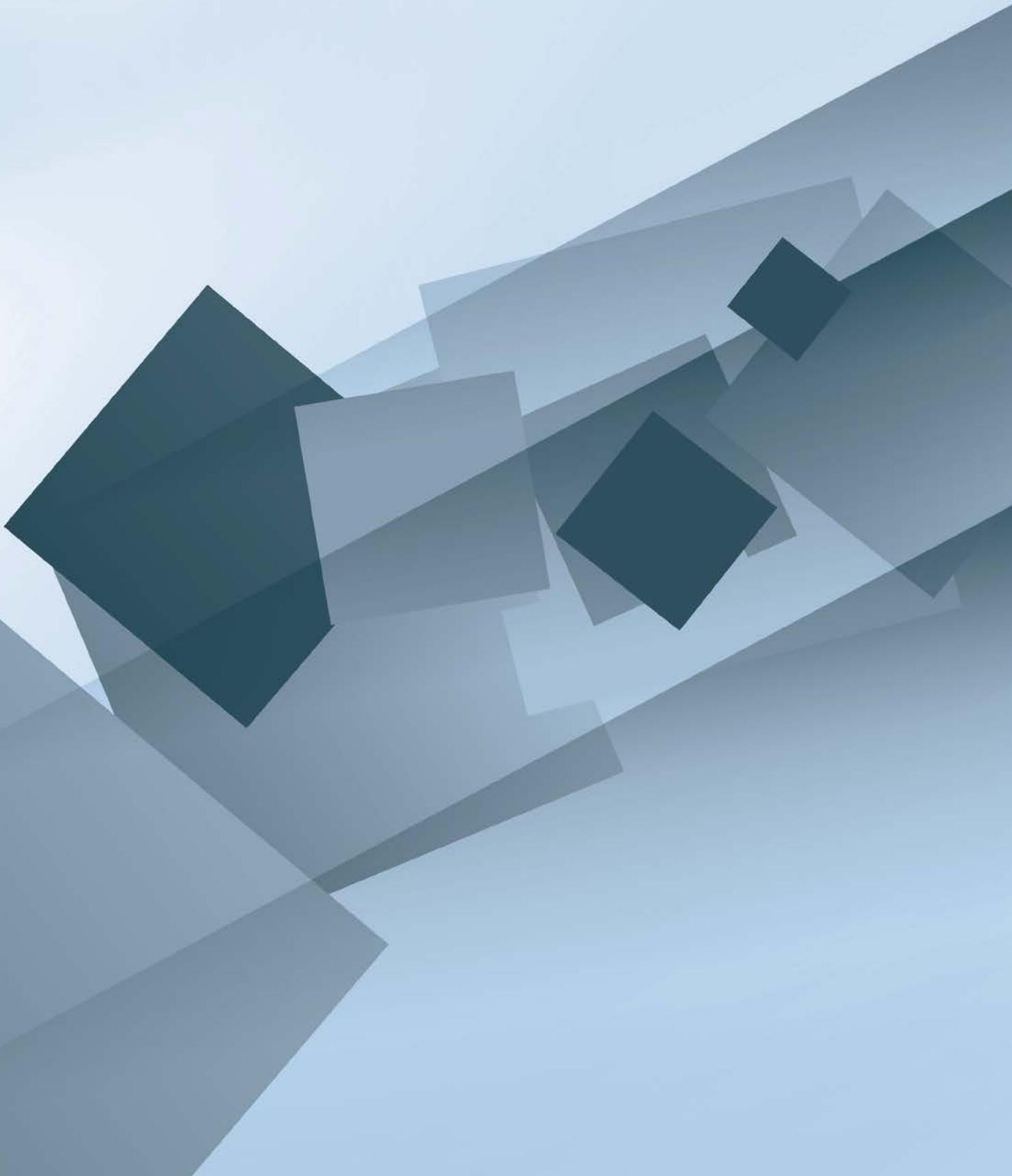




BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2020



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
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	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	89
	Análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC (FI y SICAV) domiciliadas en España entre 2009 y 2019	91
	María Isabel Cambón Murcia, Juan Ángel Gordillo Santos y Gema Pedrón Fernández	
	Efectividad de la regulación de género en los consejos de administración: El papel del entorno institucional	153
	Irma Martínez García y Silvia Gómez Ansón	
III	Anexo legislativo	181
IV	Anexo estadístico	195

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 Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	19
2.1	La evolución económica y financiera internacional	19
2.2	La evolución económica y financiera nacional	31
2.3	Perspectivas	38
3	La evolución de los mercados nacionales	44
3.1	Los mercados bursátiles	46
3.2	Los mercados de renta fija	57
4	Los agentes de los mercados	65
4.1	Vehículos de inversión	65
4.2	Prestación de servicios de inversión	73
4.3	Sociedades gestoras de IIC	83
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativas (PFP)	84

Índice de recuadros

Recuadro 1:	La nueva reorientación de la política monetaria y fiscal por la crisis del coronavirus	29
Recuadro 2:	Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19	40
Recuadro 3:	La CNMV introduce restricciones a la operativa en corto sobre valores cotizados en las bolsas españolas	55

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional del primer trimestre de este año ha venido marcado por el que es, sin duda, el *shock* más relevante que se ha producido en las últimas décadas a nivel mundial: la propagación del coronavirus desde Wuhan, en China, hacia el resto del mundo. La propagación de este virus fue inicialmente más intensa en Corea, Italia y España, pero después continuó su contagio con fuerza en el resto de los países europeos y del mundo. La falta de vacuna para afrontar este virus ha hecho que las medidas más inmediatas adoptadas por los Gobiernos de los países afectados estén dirigidas al aislamiento de la población, lo que se ha traducido en la práctica paralización de toda actividad económica no esencial. Esta crisis, que tiene una triple naturaleza (sanitaria, social y económica) presenta un elemento diferencial respecto a otras previas. En crisis sistémicas anteriores el desencadenante habitual solía ser la existencia de algún desequilibrio o mal funcionamiento de alguna parte del sistema financiero, su traslación con más o menos intensidad a otras partes de este y, con un cierto retraso, a la economía real. En la crisis actual el desencadenante ha sido un *shock* de carácter totalmente exógeno al sistema financiero, que ha dado lugar a una crisis sanitaria sin precedentes y a la hibernación temporal de la mayor parte de las economías. En este contexto, los mercados financieros no han hecho más que reflejar el aumento de la incertidumbre existente (con búsqueda de activos más seguros), así como las expectativas sobre la repercusión de esta *hibernación económica* en las compañías.
- La extensión del coronavirus a Europa, EE. UU. y gran parte del mundo ha obligado a los principales bancos centrales del mundo, con el Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal a la cabeza, así como a los Gobiernos de los Estados miembros de la Unión Europea (UE), EE. UU. y otras economías, además de a otros organismos internacionales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), a aprobar paquetes de medidas de estímulos monetarios y fiscales para hacer frente a los efectos económicos y sociales provocados por la pandemia. Desde el punto de vista monetario estas medidas han incluido, entre otras, rebajas de los tipos de interés hasta mínimos históricos, voluminosos programas de compras de activos y rondas de financiación a los bancos para favorecer el crédito; destacan por su cuantía los programas de compras de activos del BCE y de la Reserva Federal, cuyo valor conjunto se acerca a los 2 billones de dólares, aunque el volumen final podría ser superior si fuese necesario. Por otro lado, las medidas de tipo fiscal han incluido incrementos del gasto público, anulación o aplazamiento de impuestos, préstamos e inyecciones de capital del sector público, así como programas de avales y garantías, que para el conjunto de las economías avanzadas y emergentes incluidas en el G20 se estiman en un importe total de 7 billones de dólares.

- A mediados de abril, el FMI dio a conocer una primera estimación de la repercusión económica de esta crisis en el supuesto de que la pandemia se disipe en el segundo semestre de 2020 y que las medidas de contención puedan replegarse gradualmente, de forma que la actividad económica se normalice con el apoyo brindado por las políticas económicas implementadas por las autoridades. Estos pronósticos, sujetos a un alto grado de incertidumbre, apuntan a un descenso del PIB mundial del 3 % este año, que se recuperaría en 2021 a un ritmo del 4,7 %. Las economías avanzadas mostrarían la recesión más intensa (-6,1 %), especialmente las europeas, y las emergentes presentarían un descenso de la actividad del 1 %, que no sería generalizado entre países, puesto que se esperan avances pequeños para China y la India. Este escenario ha hecho que otras incertidumbres hayan pasado a tener menor relevancia —por ejemplo, la guerra comercial o el *brexit*—, pero al mismo tiempo implica nuevos riesgos, entre los que destaca, por ejemplo, el derivado de la necesidad para muchos países de poner en marcha las medidas adecuadas para afrontar la crisis tratando de asegurar, al mismo tiempo, la sostenibilidad de las finanzas públicas.

- En este contexto, los mercados financieros transitaron por varias semanas de turbulencias intensas originadas por el aumento de la incertidumbre y por la incorporación de nuevas expectativas¹. Los mercados de renta variable internacionales, que habían mostrado ciertos altibajos en los dos primeros meses del año, registraron fuertes pérdidas en marzo, conforme se conocían la propagación y los efectos del virus a escala mundial. Las caídas de precios fueron especialmente elevadas hacia mitad de ese mes, cuando varios de los índices registraban máximos históricos en sus caídas diarias, en un entorno de elevada volatilidad. Para la mayoría de las bolsas, los indicadores de volatilidad repuntaron hasta niveles muy elevados, por encima del 85 %, similares (o superiores en algunos casos) a los registrados en la crisis financiera global de 2008. En los últimos días de marzo, las cotizaciones frenaron las caídas y estabilizaron su tendencia, pero no evitaron que el balance trimestral fuera muy desfavorable: los descensos de precios fueron algo menores en Japón y EE. UU., donde oscilaron entre el 14,2 % y el 23,2 %, mientras que todos los índices europeos importantes cayeron más de un 25 %.

- En los mercados internacionales de deuda, los tipos de interés a corto plazo se redujeron en la mayoría de las economías debido a las decisiones adoptadas por las diferentes autoridades monetarias, aunque en la zona del euro finalizaron el trimestre con una ligera subida. Las rentabilidades de los activos de deuda soberana a largo plazo de las economías percibidas como más sólidas experimentaron descensos, al ser objeto de fuertes adquisiciones en los momentos de mayores turbulencias (búsqueda de calidad), mientras que en economías más frágiles se produjeron incrementos en las rentabilidades y, en consecuencia, en sus primas de riesgo. En el caso europeo, la tendencia alcista de estas primas se revirtió cuando el BCE anunció su programa de compras Pandemic Emergency Purchase Programme. En el segmento de deuda privada, las

¹ La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, excepto para determinadas informaciones como, por ejemplo, las derivadas del informe *World Economic Outlook*, publicado por el FMI el 14 de abril.

turbulencias se tradujeron en un aumento sustancial de las primas de riesgo, sobre todo de los emisores de peor calidad crediticia (*high yield*), que se acercaron puntualmente a los 10 puntos porcentuales (p.p.).

- En el caso de la economía española, que venía de crecer a tasas del 2 % con una tendencia de suave ralentización, el escenario cambió radicalmente en pocos días, siendo España uno de los países más afectados por la propagación del virus. La información sobre la actividad económica que se presenta en este informe (con fecha de cierre el 31 de marzo) no recoge aún la severidad de la crisis para la economía española, siendo la información más reciente el aumento del número de parados en marzo (casi 300.000) o el descenso de los afiliados a la seguridad social.
- El FMI ha adelantado ya, sin embargo, unos primeros pronósticos para nuestra economía que dibujan un escenario muy desfavorable para este año. En particular prevé un descenso del PIB del 8 %, junto con un aumento de la deuda pública hasta el 113 % del PIB y de la tasa de paro hasta niveles superiores al 20 % de la población activa. Las cifras para 2021 incluyen un escenario de recuperación progresiva. El Banco de España también ha hecho públicos distintos escenarios de crecimiento del PIB en el periodo 2020-2021, según los cuales podría descender este año entre un 6,6 % y un 13,6 % dependiendo del número de semanas de confinamiento, de las características de la transición a la normalidad y del grado de efectividad que tengan las medidas de política económica que se apliquen para limitar la persistencia de los efectos sobre la actividad y el empleo. El déficit público podría situarse entre el 7 % y del 11 % del PIB y la deuda pública, entre el 110 % y el 122 % del PIB.
- Los riesgos que afronta la economía española una vez que se supere la crisis sanitaria del COVID-19 son similares a los de los países de su entorno. Destacan, entre ellos, el nuevo incremento previsto del desempleo hasta tasas muy elevadas (cuando aún no se habían recuperado las cifras previas a la crisis anterior) y el reto de conciliar la adopción de las medidas necesarias para combatir la crisis con la sostenibilidad de las cuentas públicas. Todo ello en un contexto de incertidumbre sobre posibles cambios en los hábitos de consumo de la población y la necesaria reactivación de la actividad exterior de las empresas exportadoras, en un entorno de inestabilidad de precios de algunas materias primas.
- Los mercados financieros españoles mostraron durante el primer trimestre tendencias parecidas a las de otros mercados de nuestro entorno como consecuencia de la crisis. El indicador que mide el nivel de estrés de los mercados financieros españoles registró el aumento más intenso desde el 28 de febrero en 4 semanas consecutivas, al pasar de 0,19 a final de febrero a 0,56 a finales de marzo. Desde finales de marzo el indicador se mantiene relativamente estable en 0,55-0,56, valores que se corresponden con un nivel de estrés alto (por encima de 0,49), habiendo registrado su tercer valor histórico más elevado, solo por debajo del nivel experimentado a finales de 2008 (0,88) o a mediados de 2012 (0,70). Las caídas abruptas de los precios de los activos, junto con el deterioro de su liquidez y el incremento de la volatilidad, han generado aumentos muy

importantes del nivel de estrés en la mayoría de los segmentos que conforman el indicador general.

- Los mercados de renta variable nacionales, que habían finalizado 2019 con un avance del 11,8 %, comenzaron el año con ligeros retrocesos por los temores a los efectos negativos del coronavirus en la economía y el crecimiento mundial. Estas caídas se intensificaron conforme avanzaba el trimestre, tras conocerse que el virus se estaba extendiendo con fuerza por Europa y gran parte del resto del mundo, siguiendo la tendencia de los principales mercados de valores internacionales. Así, el Ibex 35 retrocedió más de 22 p.p. en marzo, hasta acumular pérdidas del 28,9 % en el primer trimestre, lo que representa la mayor caída acumulada en 3 meses; todo ello en un contexto de incremento de los volúmenes de negociación y de volatilidad muy elevada, que llevó a la CNMV, al igual que a otros supervisores de valores europeos, a establecer a mediados de marzo una prohibición temporal de la constitución o el incremento de posiciones cortas netas.
- En los mercados españoles de renta fija las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo, que habían aumentado ligeramente en el último tramo de 2019, presentaron repuntes transitorios como consecuencia de las turbulencias, que se relajaron tras el anuncio del voluminoso programa de compras del BCE. Aun así, tanto los tipos de la deuda pública como de la privada mostraron ligeras alzas en el trimestre, que fueron más intensas para los activos con peor calificación crediticia. En este contexto, la curva de tipos pasó a presentar valores positivos a partir de la referencia a 3 años, situándose el rendimiento de la deuda pública a 10 años en el 0,68 % a finales de marzo (0,45 % al cierre de 2019). La prima de riesgo soberano aumentó 48 puntos básicos (p.b.) y finalizó el trimestre en 114 p.b., aunque llegó a máximos cercanos a 150 p.b.
- La industria de los fondos de inversión mostró un aumento significativo de su patrimonio en 2019 (del 7,8 %), hasta los 279.000 millones de euros (307.800 millones considerando el patrimonio de las sociedades de inversión de capital variable o SICAV) debido, sobre todo, al rendimiento positivo de sus activos, en un año de menores suscripciones netas por parte de los partícipes. También continuó en expansión el patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, que se situó cerca de los 179.000 millones a finales de año, lo que supone un 36,4 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en este país. La expansión de esta industria, que continuaba en los primeros compases de este año, se vio interrumpida en marzo a raíz de la crisis, manifestándose en una pérdida notable de valor de las carteras y en un aumento de los reembolsos. Se estima que el patrimonio habría podido caer cerca de un 10 % en dicho mes. En este contexto, el sector ha funcionado con normalidad, sin que —a diferencia de lo ocurrido en algunos países europeos— haya sido necesaria la suspensión de reembolsos en ninguna institución.
- En relación con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito continuaron siendo las principales proveedoras de estos servicios, concentrando la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos segmentos (casi el 90 % del total). Los intermediarios financieros no bancarios (fundamentalmente sociedades y agencias de valores), que mantienen una cuota de cierta

importancia en algunos servicios financieros, experimentaron un nuevo descenso de los beneficios antes de impuestos en 2019, que se situaron en 75,5 millones de euros. A pesar de esta disminución en los resultados, el número de entidades en pérdidas fue menor, lo que sugiere que el comportamiento desfavorable registrado por este sector en 2019 se concentró en un número relativamente reducido de entidades. Las perspectivas para estas entidades, que durante los últimos años mostraban un cambio progresivo de su modelo de negocio —más diversificado entre los diferentes servicios que pueden prestar—, son complejas, pues a la competencia que ejercen las entidades de crédito en la provisión de estos servicios financieros se une un escenario de crisis que complica aún más el desarrollo del negocio.

- El presente informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe las principales novedades en las políticas monetarias y fiscales adoptadas por las economías más relevantes a raíz de la crisis originada por el COVID-19.
 - El segundo enumera las iniciativas más destacadas que ha adoptado la CNMV a raíz de la crisis: desde medidas de tipo organizativo y procedimental hasta medidas específicas relacionadas con la supervisión de los mercados financieros y sus infraestructuras y con las IIC, además del trabajo relacionado con la colaboración y el intercambio de experiencias entre supervisores nacionales y en foros internacionales.
 - Finalmente, el tercer recuadro se refiere a las decisiones adoptadas por la CNMV de restringir la operativa en corto sobre acciones cotizadas en los mercados españoles, en línea con las decisiones de otras autoridades europeas.

2 Entorno macrofinanciero

El análisis sobre la evolución económica y financiera internacional se ha efectuado a fecha de cierre 31 de marzo. Los indicadores de actividad publicados contienen información económica anterior a la intensificación de la crisis del COVID-19 y describen, en consecuencia, la situación previa de la economía internacional y no la situación actual, que se describirá convenientemente en informes posteriores del Boletín de la CNMV. En cambio, la información relacionada con los mercados financieros sí recoge el impacto de esta crisis en los principales indicadores durante marzo. En el epígrafe de Perspectivas se tratarán de adelantar algunas de las tendencias más previsibles sobre la evolución futura de la actividad.

2.1 La evolución económica y financiera internacional

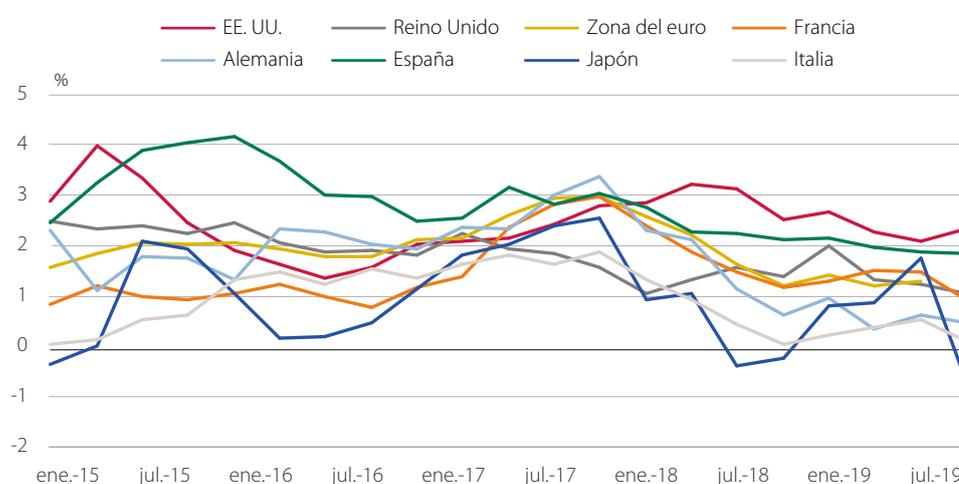
El ejercicio 2019 estuvo marcado por una desaceleración notable del crecimiento mundial en la mayoría de las economías, en un contexto de incertidumbres políticas y

El ejercicio 2019 estuvo marcado por una desaceleración notable del crecimiento en la mayoría de las economías. Así, la variación del PIB mundial se situó en el 2,9 % (frente al 3,6 % en 2018).

económicas. Así, el PIB mundial pasó de crecer un 3,6 %² en 2018 a un 2,9 % en 2019. Todas las regiones experimentaron un avance menor que en el ejercicio previo, exceptuando el Reino Unido, cuyo PIB pasó de aumentar un 1,3 % en 2018 a un 1,4 % en 2019. En EE. UU. también se produjo una cierta ralentización del ritmo de crecimiento (pasó del 2,9 % al 2,3 %), aunque el país ha encadenado más de 40 trimestres con tasas de variación interanual positivas. De la misma forma, en la zona del euro, la desaceleración del crecimiento fue considerable en las economías más grandes, lo que hizo que en el conjunto del área el PIB creciese un 1,2 % en 2019, 7 décimas menos que en 2018. Las incertidumbres en torno al *brexit* y las tensiones comerciales fueron las principales causantes de esta ralentización. Destacó sobre todo la moderación del crecimiento en Alemania (del 1,6 % al 0,6 %), provocada también por la debilidad de la demanda externa, y la de Holanda (del 2,6 % al 1,8 %). En Italia, Francia y España la desaceleración fue menor, de 4 décimas, hasta el 0,3 % y el 1,3 % y 2,0 % respectivamente.

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

En marzo la Reserva Federal rebajó dos veces los tipos de interés, para situarlos finalmente en la horquilla del 0,00-0,25 %...

La grave crisis desencadenada en marzo a raíz del contagio del coronavirus de forma generalizada entre países y las dificultades para afrontarlo hizo que los bancos centrales más importantes adoptaran medidas urgentes en su ámbito de actuación. La Reserva Federal, que en enero mantuvo los tipos oficiales en la horquilla del 1,50-1,75 %, se reunió en 2 ocasiones en marzo e hizo rebajas de emergencia en esos tipos para hacer frente a los riesgos económicos que supone esta crisis sanitaria. La primera reducción fue de medio p.p. y la segunda, menos de 2 semanas después, fue de 1 p.p., lo que situó los tipos oficiales finalmente en la horquilla del 0,00-0,25 %, niveles en los que estuvo durante la crisis financiera (los mantuvo sin cambios desde finales de 2008 hasta 2015). En la segunda reunión de marzo, además de la nueva disminución de tipos, el banco central de EE. UU. aumentó la tenencia de valores del Tesoro y valores respaldados por hipotecas de agencia (emitidos por una de las tres agencias oficiales de titulización de hipotecas) en 500.000 y 200.000 millones de dólares, respectivamente, para apoyar el buen funcionamiento del mercado de crédito. Con todo, la FED remarcó estar preparada para utilizar todas las herramientas

2 Dato extraído del *World Economic Outlook*, publicado por el FMI el 9 de enero.

a su disposición con el fin de facilitar el flujo de crédito a los hogares y las empresas, tratando de alcanzar sus objetivos de máximo empleo y estabilidad de precios.

Por su parte, el BCE en su primera reunión de 2020 no hizo cambios ni en los tipos de interés oficiales ni en la facilidad marginal de crédito o la de depósito (actualmente en el 0 %, 0,25 % y -0,50 % respectivamente) e inició una revisión de su estrategia de política monetaria³. En la siguiente reunión adoptaron diferentes medidas expansivas para contrarrestar los efectos del brote y la propagación del coronavirus aunque no hizo movimientos en los tipos oficiales. Por un lado, para introducir liquidez en el sistema lanzó un programa adicional de compras netas de activos por valor de 120.000 millones de euros hasta final de año y, por otro, acordó aumentar las inyecciones de liquidez a la banca en condiciones más ventajosas, para favorecer el flujo de crédito. Finalmente, el 18 de marzo, en un contexto de elevadísima volatilidad en los mercados, caídas abruptas de las cotizaciones e incrementos de las primas de riesgo, tuvo lugar una reunión de emergencia en la que el BCE decidió ampliar el paquete de medidas mencionadas anteriormente. Así, anunció un nuevo programa de compras de activos (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) para aportar una liquidez adicional de 750.000 millones de euros que durará como mínimo hasta final de año y que se caracteriza por la flexibilidad respecto del tipo de activos a comprar y de los porcentajes asignables a cada país, incluida Grecia⁴. Por el momento, los tipos de interés oficiales se mantienen sin cambios, pero no se descartan futuras disposiciones para limitar los riesgos económicos que entraña la situación. En concreto, el Consejo de Gobierno del BCE indica estar preparado para aumentar el tamaño de sus programas de compra de activos, así como ajustar su composición tanto como sea necesario para asegurar la correcta transmisión de su política monetaria en la zona del euro.

... mientras que el BCE decidió mantener inalterado el tipo de interés oficial, pero amplió el alcance de los programas de compras de activos con importes históricos y flexibilidad en cuanto a los activos a adquirir.

En marzo, el Banco de Inglaterra rebajó los tipos de interés en dos ocasiones como medida de emergencia para reactivar la economía británica afectada por la caída de la libra y el parón de la actividad provocado por la crisis del coronavirus. La primera rebaja del tipo de interés oficial fue de medio punto, hasta el 0,25 % (desde julio de 2018 se situaba en el 0,75 %) y la segunda, apenas una semana después, lo situó en el 0,1 %. Otra de las medidas adoptadas por el Banco de Inglaterra fue la introducción de un nuevo esquema de financiación a plazos con incentivos adicionales para las pequeñas y medianas empresas (TFSE, por sus siglas en inglés), similar al que lanzó en 2016, consistente en facilitarles ayudas y líneas de crédito. Además, aunque inicialmente se mantuvo sin cambios el nivel del programa de compras de activos⁵ (435.000 millones de libras), en la segunda reunión de marzo la autoridad monetaria anunció su ampliación en 200.000 millones de libras, hasta un total de

El Banco de Inglaterra decidió bajar los tipos oficiales y aumentar el importe de sus programas de compras, además de introducir una línea de financiación para pequeñas y medianas empresas.

3 La estrategia existente, que fue adoptada en 1998 y parte de ella clarificada en 2003, se está revisando con el fin de incorporarle los cambios estructurales experimentados en la economía de la zona del euro durante estos años. Esta revisión comprenderá la formulación cuantitativa de estabilidad de precios, el conjunto de instrumentos de política monetaria, el análisis económico y monetario y las prácticas de comunicación, así como otros aspectos como la estabilidad financiera, el empleo y la sostenibilidad.

4 Para este nuevo programa de compras de activos el BCE retira la restricción habitual en este tipo de programas, por la cual no podría adquirir más de un tercio de la deuda de un mismo emisor. Con ello, la autoridad monetaria tendrá discrecionalidad en sus compras de activos y podrá centrarse en los países más afectados.

5 El programa de compras de activos con un importe de hasta 435.000 millones de libras se centraba tanto en la compra de deuda pública como privada, si bien con el aumento del programa, se especifica que la mayoría de las compras hasta llegar a los 645.000 millones de libras serán de deuda pública.

645.000 millones de libras. Con todo, la autoridad monetaria británica aclara que está dispuesta a tomar más medidas para proveer de liquidez al sistema y contener los efectos económicos originados por esta crisis.

Finalmente, el Banco de Japón no modificó el tipo de interés oficial, aunque introdujo medidas temporales para contrarrestar las turbulencias del mercado.

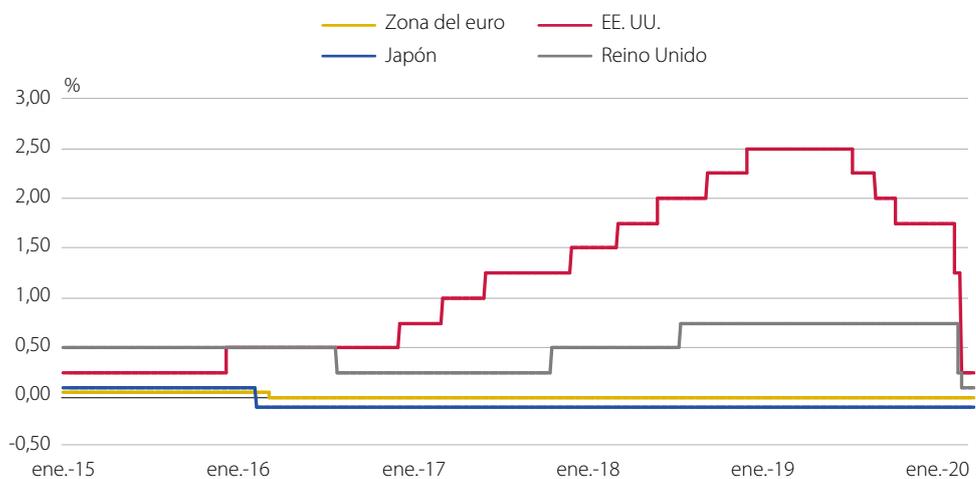
Finalmente, el Banco de Japón mantuvo inalterado el tipo de interés oficial, que permanece en el -0,10 % desde principios de 2016, aunque introdujo medidas temporales con respecto al alcance de sus programas de compras para hacer frente a las turbulencias en el mercado. Así, aumentó el alcance de estos y creó una línea de financiación para las empresas afectadas por el coronavirus. Esta línea consistirá en proporcionar préstamos a un tipo de interés del 0 % con un vencimiento de hasta 1 año y se llevará a cabo hasta finales de septiembre de 2020. Además, la autoridad monetaria japonesa intensificó las compras de bonos del Gobierno y, para facilitar la financiación corporativa, decidió doblar las compras de fondos cotizados en bolsa hasta los 12 billones de yenes anuales (más de 100.000 millones de euros) y elevar el ritmo de compras de los fondos japoneses de inversión inmobiliaria (J-REIT) hasta los 180.000 millones de yenes por año. Por último, el banco establece que tomará medidas adicionales en función del avance e impacto del COVID-19.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo siguió una senda bajista en la mayoría de regiones, en línea con las rebajas de tipos adoptadas por varias autoridades monetarias.

La evolución de los tipos de interés a corto plazo durante el primer trimestre de 2020 siguió una senda bajista en la mayoría de regiones, reduciéndose las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas, como consecuencia de las medidas de política monetaria aplicadas en ellas. Así, los tipos a 3 meses en EE. UU., que habían descendido 90 p.b. en el pasado año, continuaron con la misma tendencia y registraron una caída de 46 p.b. en el primer trimestre de 2020, para situarse en el 1,45 % a finales de marzo. Pese a finalizar el trimestre con este nivel, los tipos de interés llegaron a estar al 0,74 % (los niveles más bajos desde mediados de 2016), lo que implicaría una caída de 117 p.b. De igual forma, en el Reino Unido se registraron caídas en los tipos a corto plazo, que se situaron al final del primer trimestre en el 0,60 % (20 p.b. menos que a principios de año). Sin embargo, en la zona del euro, los tipos de interés a corto plazo aumentaron ligeramente con respecto a principios de año (2 p.b.), para situarse en -0,36 % a finales de marzo. No obstante, hay que puntualizar que en las semanas previas al cierre del trimestre, se registraron caídas de hasta 11 p.b.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

Los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo presentaron un comportamiento relativamente homogéneo en el primer trimestre de 2020, con ligeras disminuciones en la mayoría de los países avanzados, en consonancia con el deterioro de la actividad económica, exceptuando los países periféricos de la zona del euro, en los que se observaron leves aumentos. Así, el incremento de la rentabilidad del bono soberano a 10 años portugués fue de 39 p.b., hasta el 0,84 %; el del español, de 22 p.b., hasta el 0,68 %; el del griego, de 16 p.b., hasta el 1,65 %, y el del italiano, de 11 p.b., hasta el 1,53 %.

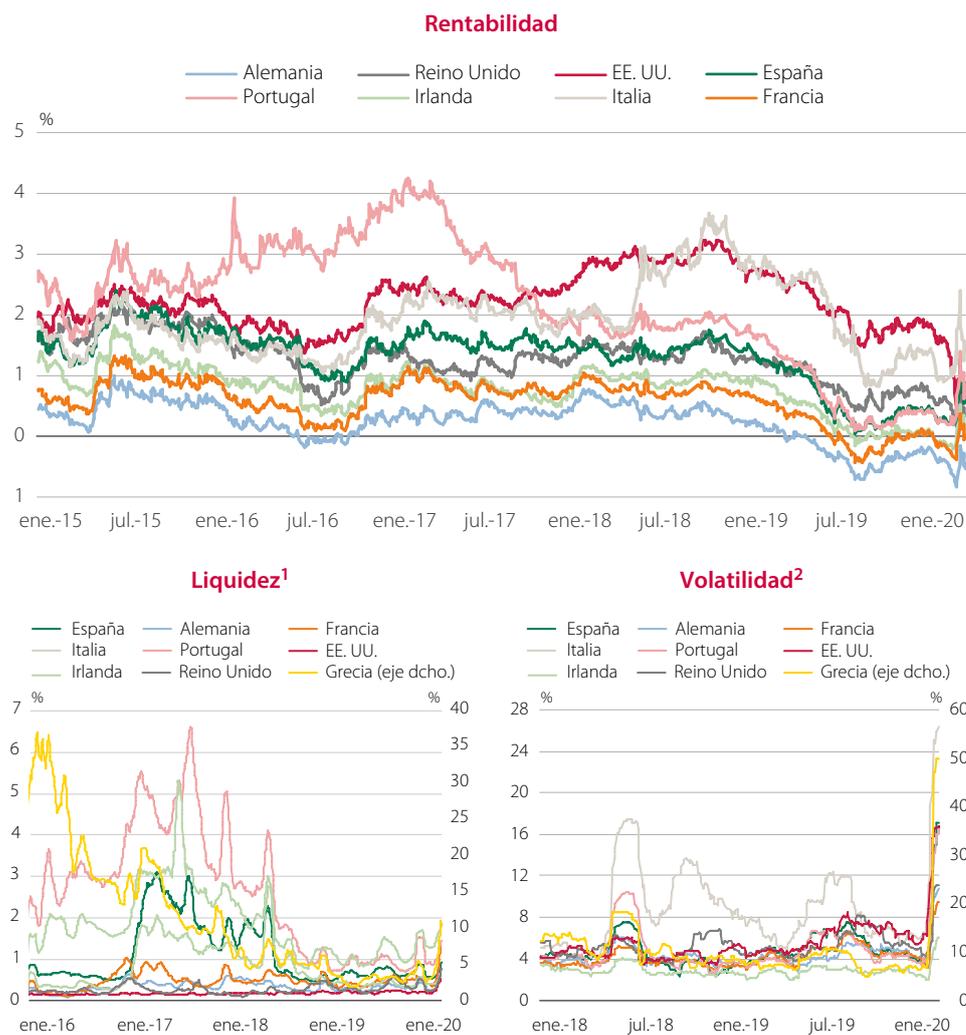
Las rentabilidades de los bonos soberanos disminuyeron con respecto al trimestre anterior en la mayoría de los países avanzados, exceptuando los países periféricos de la zona del euro.

En el resto de países de la zona del euro destacó el descenso del tipo de interés de la deuda pública alemana (27 p.b.), que sigue en terreno negativo (-0,46 %) por su consideración de activo refugio. La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo también se situó en terreno negativo en Francia (-0,01 %), Finlandia (-0,02 %) y Holanda (-0,21 %); y muy cercana a cero en Bélgica, Austria e Irlanda (0,08 %, 0,02 % y 0,09 %, respectivamente). En EE. UU., por su parte, la disminución de la rentabilidad del bono soberano fue más significativa, de 121 p.b. con respecto a diciembre de 2019, hasta situarse en el 0,70 %.

Así, los descensos más acusados tuvieron lugar en EE. UU.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas aumentaron durante el primer trimestre de 2020, después de un año en el que, en términos generales, habían disminuido por la atenuación de algunas incertidumbres como la guerra comercial entre EE. UU. y China o el *brexit*. Los mayores incrementos se dieron principalmente en los países periféricos de la zona del euro a partir de marzo, cuando en un primer momento la expansión del brote de coronavirus afectó con mayor fuerza a estos países europeos. Algunas de estas economías alcanzaban a mediados de ese mes, con respecto a diciembre, incrementos de 291 p.b. (Grecia), 144 p.b. (Italia), 126 p.b. (España) o 133 p.b. (Portugal). Las primas de riesgo se redujeron de forma notable a partir del 18 de marzo, tras el anuncio de las medidas expansivas lanzadas por el BCE y comentadas anteriormente, aunque esto no evitó que en el conjunto del trimestre se registrara un incremento. Así, destacaron los aumentos en el trimestre en Grecia (86 p.b., hasta los 197 p.b.), Portugal (66 p.b., hasta los 104 p.b.), España (64 p.b., hasta los 105 p.b.) e Italia (55 p.b., hasta los 176 p.b.).

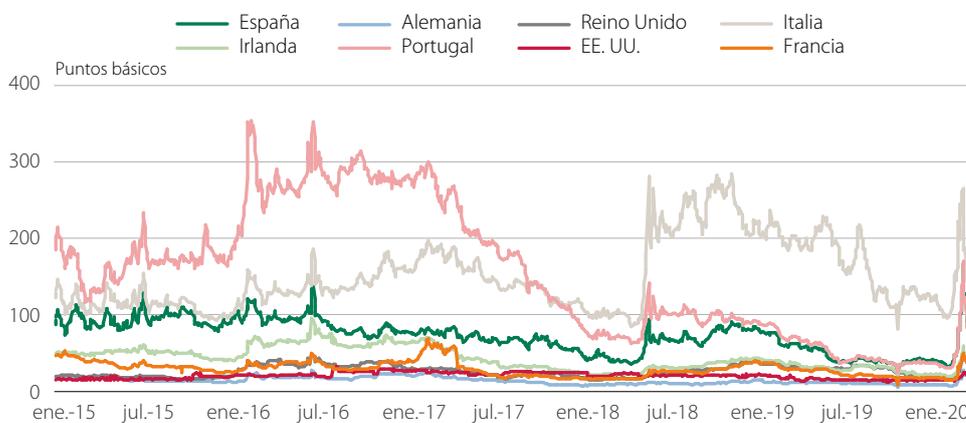
Las primas de riesgo de crédito soberano aumentaron a lo largo del primer trimestre de 2020 sobre todo en los países periféricos de la zona del euro.



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

- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

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



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

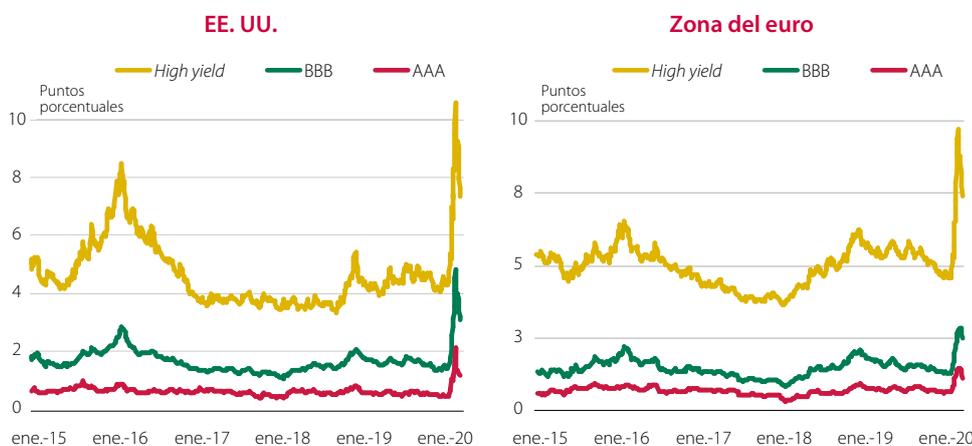
Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas aumentaron en todos los segmentos de bonos con respecto a los valores observados a finales de 2019, año en el que habían disminuido. Estos incrementos tuvieron algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona del euro, siendo en todo caso especialmente elevados en los activos de peor calidad crediticia durante marzo, aunque se produjo un leve descenso en los últimos días del mes (véase gráfico 5). En EE. UU., la prima de riesgo en el primer trimestre del año aumentó 447 p.b., hasta los 860 p.b., en el tramo *high yield*; 257 p.b. en el tramo BBB, hasta los 390 p.b., y 89 p.b. en el tramo AAA, hasta los 133 p.b. Por otra parte, en la zona del euro, el incremento de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 389 p.b. en el segmento *high yield*, hasta los 863 p.b.; 148 p.b. en el BBB, hasta los 280 p.b.; y 81 p.b. en el tramo AAA, hasta los 143 p.b.

De la misma forma, las primas de riesgo de crédito aumentaron en todos los segmentos de bonos, con algo más de intensidad en EE. UU. que en la zona del euro, y concentrándose el repunte en los bonos de peor calidad (high yield).

Primas de riesgo de la deuda privada

GRÁFICO 5

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹



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

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

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre del año (datos semestralizados) registraron un leve aumento con respecto al primer semestre de 2019, situándose en 6,5 billones de dólares (un 4,2 % más que en el mismo periodo del año anterior). Este incremento se debió al repunte de las emisiones del sector privado, sobre todo en el sector no financiero, en el que aumentaron un 19,3 %, mientras que en el sector financiero lo hicieron un 8 %. Distinto es el caso de las emisiones brutas en el sector público, donde disminuyeron ligeramente (aproximadamente un 1 %). Por regiones, destacan las emisiones de deuda en EE. UU., que aumentaron un 21,8 % con respecto al mismo periodo del año pasado, hasta los 3,2 billones de dólares (cerca de la mitad de las emisiones brutas totales).

Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre del año registraron un leve aumento del 4,2 % en términos interanuales, debido al incremento de las emisiones efectuadas por las compañías brutas del sector privado.

Las emisiones brutas soberanas disminuyeron ligeramente hasta los 3,9 billones de dólares (1 % con respecto al primer semestre de 2019), observándose una evolución heterogénea entre las regiones observadas. Así, mientras que en EE. UU. las emisiones brutas soberanas aumentaron un 11,4 %, hasta un importe de 1,9 billones de dólares, en el resto de áreas económicas disminuyeron con respecto al primer semestre de 2019 (en Europa un 12 % y en Japón un 1,8 %). Sin embargo, si se incluye el conjunto de las emisiones netas soberanas, el importe total habría descendido un 18,6 % debido al notable aumento de los vencimientos de deuda, sobre todo en Europa.

Las emisiones brutas soberanas avanzaron ligeramente (1 %) debido al incremento registrado en EE. UU. Descontando los vencimientos, el importe neto de estas emisiones habría registrado un descenso.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2020 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En cambio, las emisiones brutas del sector privado aumentaron, aunque con un incremento mayor que las del sector no financiero.

Los principales índices de renta variable, que en 2019 mostraron avances cuantiosos, registraron fuertes caídas en los tres primeros meses de 2020, en un entorno de elevadísima volatilidad.

En relación con las emisiones de deuda efectuada por los sectores privados, la tendencia general fue homogénea entre subsectores, aunque con un incremento mayor en aquellas realizadas por el sector no financiero. En este último, las emisiones brutas totales pasaron de 1,1 billones de dólares en el primer semestre de 2019 hasta 1,3 millones en 2020 (un 19,3 % más); una expansión que se originó en mayor medida en EE. UU. (49,5 %), si bien también se produjo un incremento en Europa (4,5 %). En cambio, el avance de las emisiones de deuda en el ámbito financiero estuvo determinado por las emisiones de EE. UU. y Japón, acumulando un aumento total del 8 % hasta situarse en 1,3 billones de dólares.

Los principales índices de renta variable, que en 2019 mostraron importantes avances, registraron fuertes caídas en los tres primeros meses de 2020 debido al parón de la actividad ligado a las medidas de aislamiento adoptadas por la mayoría de Gobiernos y a la expectativa de crisis económica provocada por el brote de COVID-19, que podría ser la más importante desde la segunda guerra mundial. Los mercados de renta variable experimentaron retrocesos abruptos de sus cotizaciones y aumentos sustanciales de la volatilidad, que, en algunos de los índices, llegaron a superar los niveles máximos observados en 2008. En determinados índices como el español se registró la mayor caída diaria de la historia (del 14,1 % el 12 de marzo).

Los índices bursátiles estadounidenses presentaron caídas significativas en el primer trimestre del año, destacando la del Dow Jones, de un 23,2 %, y la del S&P 500, que fue del 20 %, mientras que la del tecnológico Nasdaq fue inferior a las anteriores, de un 14,2 %. De igual manera, las bolsas europeas registraron disminuciones intensas que oscilaron entre el 25 % del Dax 30 y el 28,9 % del Ibex 35. En la mayoría de los casos los desplomes en bolsa de los índices europeos fueron superiores a los avances registrados en 2019 por estas (véase cuadro 1). El índice británico FTSE 100 también retrocedió con fuerza, un 24,8 %, así como los índices japoneses: 20 % en el caso del Nikkei y 18,5 % del Topix.

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

Los mercados bursátiles emergentes también se vieron afectados por la pandemia de coronavirus y mostraron caídas significativas de las cotizaciones en el primer trimestre de 2020, lo que dio lugar a un descenso del índice MSCI de renta variable del 21,4 %. Así, todos los índices registraron grandes caídas con respecto al trimestre anterior y, en la mayoría de casos, estas fueron superiores al 20 %. Destaca el caso de China, donde el índice Shanghai Composite, que cayó un 8 % en su apertura tras el año nuevo chino, finalmente cedió un 9,8 % en el primer trimestre, la menor caída entre los índices emergentes y, en particular, entre los asiáticos. El hecho de que esta economía haya atravesado las fases de aislamiento y de reanudación de las actividades habituales con anticipación respecto al resto de las economías puede explicar, en parte, esta evolución. Los índices asiáticos retrocedieron entre un 15 % (en Malasia) y un 31,9 % (en Filipinas). Entre las economías de Europa del Este, destacó el desplome del índice ruso (RTS), superior al 34,5 %, motivado por las bajadas del precio del petróleo tras el desacuerdo en las negociaciones entre Rusia y Arabia Saudí. Por su parte, entre los índices latinoamericanos destacaron los retrocesos del argentino Merval y del brasileño Bovespa, que cayeron un 41,5 % y un 36,9 % respectivamente, mientras que las bolsas peruanas y mexicanas lo hicieron a un ritmo menor (29,5 % y 25,2 %, respectivamente).

Los mercados bursátiles emergentes también tuvieron un comportamiento muy desfavorable en el trimestre, al verse afectados por la pandemia y por otras incertidumbres.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%	2016	2017	2018	2019	II 19	III 19	IV 19	I 20
Mundo								
MSCI World	5,3	20,1	-10,4	25,2	3,3	0,1	8,2	-21,4
Zona euro								
Eurostoxx 50	0,7	6,5	-14,3	24,8	3,6	2,8	4,9	-25,6
Euronext 100	3,0	10,6	-11,2	24,9	2,8	2,6	4,1	-25,0
Dax 30	6,9	12,5	-18,3	25,5	7,6	0,2	6,6	-25,0
Cac 40	4,9	9,3	-11,0	26,4	3,5	2,5	5,3	-26,5
Mib 30	-10,2	13,6	-16,1	28,3	-0,2	4,1	6,3	-27,5
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	-0,4	0,5	3,3	-28,9
Reino Unido								
FTSE 100	14,4	7,6	-12,5	12,1	2,0	-0,2	1,8	-24,8
Estados Unidos								
Dow Jones	13,4	25,1	-5,6	22,3	2,6	1,2	6,0	-23,2
S&P 500	9,5	19,4	-6,2	28,9	3,8	1,2	8,5	-20,0
Nasdaq-Composite	7,5	28,2	-3,9	35,2	3,6	-0,1	12,2	-14,2
Japón								
Nikkei 225	0,4	19,1	-12,1	18,2	0,3	2,3	8,7	-20,0
Topix	-1,9	19,7	-17,8	15,2	-2,5	2,4	8,4	-18,5

Fuente: Thomson Datastream.

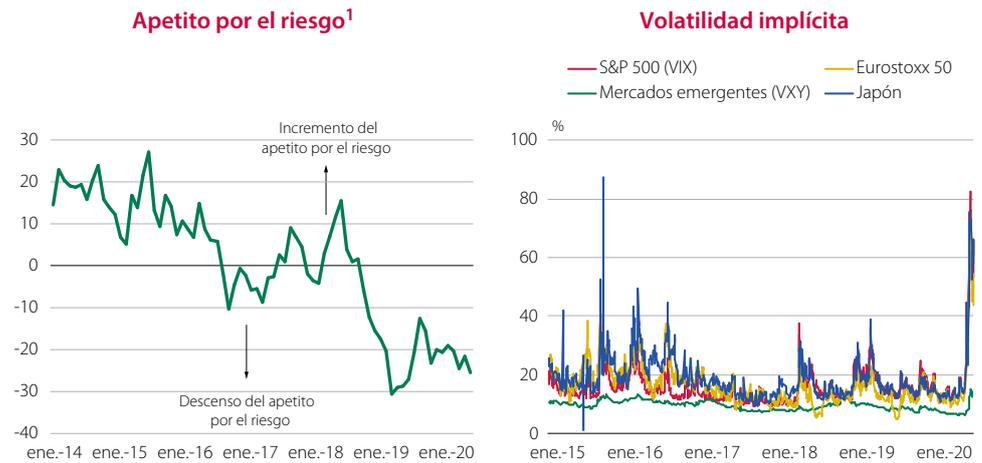
1 En moneda local. Datos hasta el 31 de marzo.

Las medidas de volatilidad implícita globales aumentaron durante el primer trimestre del año y alcanzaron picos puntuales muy elevados.

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes, que en 2019 se mantuvieron en promedio entre el 12 % y el 16 %, aumentaron durante el primer trimestre del año hasta situarse en niveles mucho más altos (entre el 24 % y el 29 % de media) y mostraron rebrotes puntuales muy altos. Así, coincidiendo con el periodo de mayores retrocesos de los distintos índices, los niveles de volatilidad implícita alcanzaron máximos puntuales de hasta el 90 % en el caso del Mib 30, 88 % para el Dow Jones y en torno al 78 % para el resto de índices más relevantes. Los máximos registrados por los indicadores de volatilidad implícita son similares a los observados en la crisis de 2008 en términos generales.

Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7

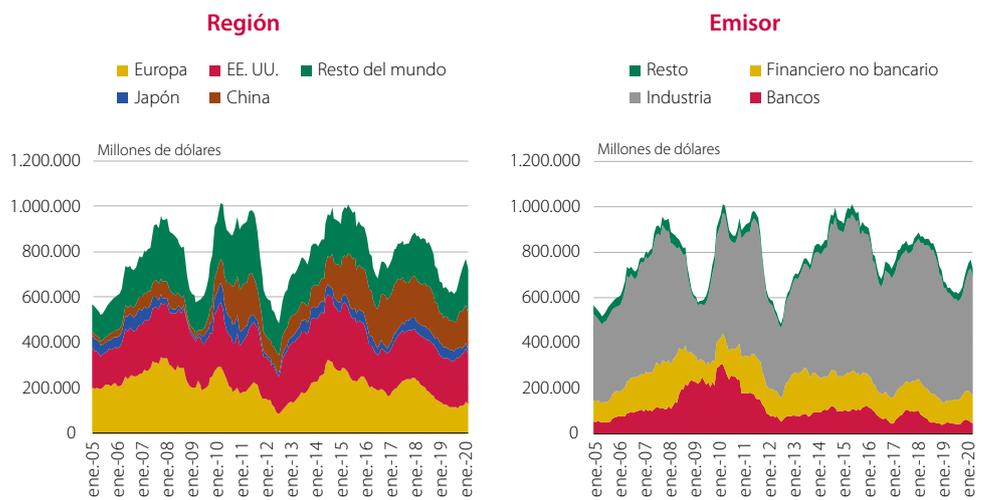


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

El volumen de emisiones de renta variable aumentó un 1,9 % en el primer trimestre de 2020, con incrementos destacados en las empresas de utilities.

El volumen de emisiones de instrumentos de renta variable aumentó ligeramente durante el primer trimestre de 2020 y se situó cerca de los 140.000 millones de dólares (un 1,9 % más que en el mismo periodo en 2019). Este avance fue originado por la expansión de las emisiones de renta variable en Europa (7 %), ya que el resto de

las regiones experimentó retrocesos de diversa cuantía. El más destacable se observó en Japón, donde las emisiones retrocedieron un 24,3 %. En China y en EE. UU. los descensos fueron menos pronunciados, un 5,1 % y un 6,4 %, respectivamente. Por sectores, crecieron sustancialmente las emisiones en las empresas de *utilities* y en menor medida en las industriales (un 172,6 % y un 22,1 %, respectivamente, con respecto al primer trimestre de 2019). En el resto de sectores se observaron retrocesos, que fueron más importantes en el sector bancario, con una caída del 86,7 %.

La nueva reorientación de la política monetaria y fiscal por la crisis del coronavirus

RECUADRO 1

Tras las últimas medidas de flexibilidad monetaria adoptadas a lo largo de 2019 tanto por parte del BCE (rebaja del tipo marginal hasta el -0,50 %, tercera ronda de financiación a la banca —TLTRO-III— extendiendo su plazo de 2 a 3 años e inicio de las compras netas de deuda por importe de 20.000 millones de euros mensuales desde noviembre) como de la Reserva Federal (3 bajadas de tipos hasta situarlos en el rango del 1,5-1,75 %), tanto las bolsas como los mercados de deuda iniciaron el año con la perspectiva de que las autoridades monetarias no adoptarían ninguna medida adicional e incluso podrían plantearse alguna revisión estratégica¹, como consecuencia de la resolución de algunos elementos de incertidumbre que afectaban a los mercados, como las disputas comerciales entre EE. UU. y China y la resolución final del *brexit*. Asimismo, el escenario previsto de reactivación del crecimiento en Europa y el mantenimiento de la expansión en EE. UU. favorecían la evolución de las cuentas públicas y, en consecuencia, la consolidación fiscal.

En este contexto, la extensión del coronavirus a Europa, EE. UU. y gran parte del resto del mundo provocaron fuertes caídas en los mercados de valores y las primeras tensiones en los mercados de deuda por las incertidumbres entre los agentes económicos sobre la evolución de la pandemia y sus potenciales efectos en las economías y las cuentas públicas de las mayores economías mundiales, en un escenario de cierre y confinamiento en muchas de ellas para hacer frente a la crisis sanitaria.

En este escenario, fue la propia Reserva Federal quien anunció la primera medida de carácter monetario, al rebajar por sorpresa sus tipos de interés 50 p.b. para hacer frente a los riesgos a los que se enfrentaba la actividad económica. Esta fue seguida posteriormente por un conjunto de estímulos monetarios, económicos y fiscales para hacer frente a los efectos económicos y sociales de la pandemia por parte del BCE, la propia Reserva Federal y otros bancos centrales, así como por los Gobiernos de los Estados miembros de la UE y EE. UU., además de otros organismos internacionales como el FMI.

En el marco europeo, el BCE aprobó un primer paquete de medidas, que incluyeron nuevas inyecciones de liquidez a los bancos a un tipo de interés más favorable² (desde junio de 2020 hasta junio de 2021), compras extraordinarias de activos por valor de 120.000 millones de euros hasta final de año, adicionales a los 20.000 millones de euros mensuales del programa de compra de activos actual (APP), con el objetivo de apoyar unas condiciones de financiación más favorables para la economía real, y una flexibilización de las normas de capital y liquidez para los bancos —que incluyeron la suspensión de los test de estrés previstos

para julio—. Posteriormente, en la segunda mitad de marzo, anunció un segundo paquete de medidas de mayor magnitud y alcance, el denominado Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP, por sus siglas en inglés), con un importe de 750.000 millones de euros, cuyos principales objetivos son garantizar la correcta expansión de la política monetaria y acabar con la escalada de los intereses de la deuda de los países más afectados por la expansión del coronavirus, asegurándose que todos los sectores de la economía puedan beneficiarse de condiciones financieras favorables que les permitan absorber este *shock*. Las principales medidas del programa incluyen: compras de deuda pública y privada por importe de 750.000 millones de euros hasta final de 2020 con un enfoque flexible en cuanto a su distribución, adquisición de valores de renta fija negociables con un vencimiento residual de 70 días y máximo de 30 años —permitiendo la adquisición de pagarés de empresa que hasta ahora no estaban incluidos— y una exención en los requisitos de elegibilidad para poder adquirir deuda pública emitida por Grecia.

Por su parte, otra autoridad monetaria europea como el Banco de Inglaterra rebajó también sus tipos de interés (desde el 0,25 % hasta el 0,10 %), a la vez que incrementó su programa de compras de bonos en 200.000 millones de libras (hasta un total de 645.000 millones de libras), además de ampliar temporalmente y sin límite la financiación directa³ al Gobierno del Reino Unido. A su vez, otros bancos centrales como el de Suecia han lanzado programas de compras de activos e inyecciones de liquidez, mientras que el Banco de Dinamarca ha optado por subir sus tipos de interés en un intento de proteger el tipo de cambio de su divisa.

Asimismo, desde un punto de vista fiscal, España y los Estados miembros de la UE han adoptado medidas de apoyo a la economía valoradas en casi el 2 % del PIB de la zona del euro, así como esquemas de provisión de liquidez en apoyo de las empresas y los ciudadanos por un importe cercano al 15 % del PIB. Entre estos planes, destacó el acuerdo del Eurogrupo, que movilizará hasta 550.000 millones de euros para los Estados (240.000 millones a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad) y las empresas (mediante el Banco Europeo de Inversiones, que movilizará hasta 200.000 millones de euros en préstamos y avales) y para evitar despidos masivos (a través de un nuevo mecanismo denominado Sure, un fondo destinado a mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia⁴).

A nivel internacional, destacaron las medidas establecidas por la Reserva Federal, que adoptó un domingo por la noche una segunda rebaja de tipos más intensa (100 p.b.) apenas unos días después de la anterior, hasta situarlos en el rango del 0-0,25 %, junto con un programa de compras de activos por valor de 700.000 millones de dólares, que incluirá deuda pública y activos con garantía hipotecaria. Finalmente, al igual que hizo el BCE, amplió el importe de las compras hasta un volumen ilimitado en las cantidades necesarias para mantener el funcionamiento normal de los mercados y una ejecución efectiva de la política monetaria, a lo que se unió el anuncio posterior de una inyección extraordinaria de liquidez por valor de 2,3 billones de dólares destinada a hogares y pequeñas empresas.

Además, a nivel fiscal, el Gobierno de EE. UU. aprobó un paquete de ayudas económicas por valor de 2 billones de dólares, que incluye un pago directo de efectivo a la mayoría de los ciudadanos del país, una línea de préstamos por valor

de 367.000 millones para ayudar las pymes a pagar nóminas y un fondo de 500.000 millones para industrias, ciudades y estados.

A todo ello hay que unir líneas de financiación por parte del FMI y el Banco Mundial para aquellos países que necesiten financiación de emergencia⁵, así como una batería de medidas de política monetaria por parte de, entre otros, los bancos centrales de Japón⁶, Canadá⁷, China⁸, Australia⁹ y Brasil¹⁰, puesto que el impacto económico causado por la pandemia tiene un alcance global.

- 1 La presidenta del BCE, Christine Lagarde, mostró su preocupación por los bajos tipos de interés, señalando que el BCE se mantendría atento a los efectos secundarios que pudiesen generar, además de anunciar una revisión estratégica de los instrumentos y los objetivos de la política monetaria de la institución. Por su parte, los responsables de la Reserva Federal señalaron que su política monetaria «era apropiada para apoyar la expansión de la actividad económica, las condiciones de fortaleza del mercado laboral y la vuelta de la inflación al objetivo del 2 %». Además, EE. UU. celebrará elecciones generales en noviembre de este año y, habitualmente, en condiciones normales, la Reserva Federal no adopta decisiones sobre los tipos de interés al objeto de preservar su neutralidad e independencia.
- 2 A un tipo que podría llegar a ser 25 p.b. inferior a la facilidad marginal de depósito si los fondos se destinan a ofrecer financiación bancaria a la economía real.
- 3 A través de la llamada *Ways and Means Facility (W&M)*, que es un mecanismo de descubierto que el Gobierno británico disfruta históricamente con el Banco de Inglaterra por el que este le presta directamente sin necesidad de que acuda al mercado a emitir deuda.
- 4 Este fondo servirá para financiar los ERTE y a las empresas que no despidan, reduciendo jornadas de trabajo o salarios de forma temporal.
- 5 El FMI ofreció financiación por importe de 50.000 millones de dólares, de los que el 10 % está destinado a los países más pobres, mientras que el Banco Mundial anunció un paquete de 12.000 millones de dólares con el mismo fin, pero aseguró estar preparado para distribuir hasta 160.000 millones de dólares en los próximos meses para responder a las consecuencias sanitarias e impulsar la recuperación económica.
- 6 El Banco de Japón (BoJ) amplió las compras de deuda pública y corporativa, así como de otros instrumentos como los fondos cotizados, además de la creación de una línea de financiación de empresas.
- 7 El Banco de Canadá aplicó 3 rebajas sucesivas de los tipos hasta el 0,25 %, a la vez que lanzó un programa de compras de activos de al menos 5.000 millones de dólares canadienses a la semana.
- 8 El Banco Popular de China (PBOC) aplicó varias rebajas sucesivas de tipos hasta situarlos en un mínimo histórico del 2,95 %, además de varias inyecciones de liquidez.

2.2 La evolución económica y financiera nacional

De la misma forma que en el análisis sobre el entorno internacional, la mayoría de los indicadores económicos expuestos aquí contienen información anterior a la intensificación de la crisis del COVID-19 en España y describen, en consecuencia, la situación previa de la economía española y no la actual, que se tratará convenientemente en informes posteriores del Boletín de la CNMV. Las perspectivas para la economía se tratarán en el último epígrafe (2.3) de esta sección, junto con las del resto de las economías de nuestro entorno; por su parte, la evolución financiera en detalle —que sí recoge el inicio de la crisis— se analiza en la sección 3 de este informe.

En 2019, el crecimiento del PIB de la economía española se situó en el 2 %, con lo que se prolonga la senda expansiva iniciada en 2014, aunque a un ritmo inferior al de años previos (2,4 % en 2018 y 2,9 % en 2017), en línea con el entorno de ralentización de otras economías. Con todo, la desaceleración de la actividad doméstica fue menor que la de la zona del euro (cuyo crecimiento pasó del 1,9 % al 1,2 % fundamentalmente por el peor comportamiento de Alemania), lo que elevó el diferencial de crecimiento desde 0,5 p.p. hasta 0,8 p.p.

El PIB de la economía española creció un 2,0 % en 2019, 8 décimas más que en la zona del euro.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento se redujo desde 2,6 p.p. en 2018 hasta 1,5 p.p. en 2019, mientras que la aportación del sector exterior terminó el año en 0,4 p.p. (-0,4 p.p. en 2018).

Desde el punto de vista de la oferta, el sector servicios avanzó de forma similar a 2018, siendo el sector industrial el único en experimentar una cierta aceleración.

La aportación de la demanda nacional al crecimiento del PIB se redujo a 1,5 p.p. en 2019 (2,6 p.p. en 2018), mientras que la contribución del sector exterior, que finalizó en terreno negativo en los 2 años previos, fue de 0,4 p.p. (7 décimas más que en 2018). En relación con los componentes de la demanda interna, se observó una desaceleración del crecimiento del consumo privado entre 2018 y 2019 (pasó del 1,8 % al 1,1 %) y, sobre todo, de la formación bruta de capital fijo (del 5,3 % al 1,9 %), mientras que la variación del consumo público experimentó una leve aceleración (pasó del 1,9 % en 2018 al 2,2 % en 2019). En cuanto a la evolución del sector exterior, las exportaciones crecieron ligeramente por encima del avance del ejercicio anterior (2,3 % frente al 2,2 %) a pesar de la ralentización del comercio internacional, mientras que las importaciones disminuyeron su ritmo de avance (del 3,3 % en 2018 al 1,2 % en 2019). La mayor ralentización de estas últimas permitió que la contribución de la demanda exterior al crecimiento fuera positiva durante todo el año.

Desde el punto de vista de la oferta, las ralentizaciones más intensas se observaron en las ramas primarias (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca), cuyo valor añadido pasó de crecer un 5,9 % en 2018 a cifras negativas en 2019 (-2,6 % de media anual) y en la construcción, aunque esta última mantuvo tasas positivas (pasó del 5,7 % en 2018 al 3 % en 2019). Por su parte, en el sector servicios se registró un avance similar al del año previo (2,6 % en 2019 frente a 2,7 % en 2018), siendo el sector industrial el único que experimentó una cierta aceleración, al pasar de un descenso del 0,4 % en 2018 a un avance del 0,7 % en 2019. Este comportamiento tuvo su origen en las industrias no manufactureras.

España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

	% var. anual				FMI ¹	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIB	3,0	2,9	2,4	2,0	-8,0	4,3
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	1,1	n.d.	n.d.
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,2	n.d.	n.d.
Formación bruta de capital fijo, de la que:	2,4	5,9	5,3	1,9	n.d.	n.d.
Construcción	1,6	5,9	6,6	0,9	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	1,8	8,5	5,7	2,7	n.d.	n.d.
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,3	n.d.	n.d.
Importaciones	2,7	6,6	3,3	1,2	n.d.	n.d.
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,0	-0,1	-0,3	0,4	n.d.	n.d.
Empleo²	2,8	2,8	2,5	2,3	-	-
Tasa de paro	19,6	17,2	15,3	14,1	20,8	17,5
Índice de precios de consumo³	-0,2	2,0	1,7	0,7	-0,3	0,7
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,7	1,9	1,9	2,2	2,4
Saldo de las AA. PP. (% PIB)⁴	-4,5	-3,1	-2,6	-2,6	-9,5	-6,7
Deuda pública (% PIB)	99,0	98,1	97,2	95,5	113,4	114,6
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	71,0	68,4	62,4	58,8	n.d.	n.d.

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

1 Previsiones del FMI publicadas a mediados de abril.

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

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

4 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2016, 2017, 2018 y 2019 por una cuantía del 0,2 %, 0,04 %, 0,01 % y 0,00 % del PIB respectivamente.

n.d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación —que alcanzó el 1,5 % en abril, su nivel máximo de 2019 por el repunte de los precios de la energía— se redujo posteriormente a medida que la tasa energética fue entrando en terreno negativo, hasta finalizar el año en el 0,8 %, tasa en la que se ha mantenido en los primeros meses de 2020 (0,7 % en febrero). La tasa subyacente (IPSEBENE), que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, se mantuvo en niveles mucho más acotados durante todo el periodo (entre el 0,7 % y el 1,0 %), para finalizar 2019 en el 1,0 % y registrar un leve incremento en febrero de este año (hasta el 1,1 %). Por su parte, el diferencial de inflación con la zona del euro finalizó 2019 en -0,5 p.p. y osciló en el periodo entre -0,1 p.p. en los momentos de máxima inflación en España en abril y -0,7 p.p. en junio. De media anual, esta diferencia fue de -0,4 p.p., frente a un valor prácticamente nulo en 2018. En febrero de 2020, el diferencial disminuía ligeramente hasta -0,3 p.p.

La tasa de inflación se fue normalizando a lo largo de 2019 a medida que se reducía la tasa energética. El diferencial respecto a la zona del euro finalizó el año en -0,5 p.p.

En el mercado laboral, el dinamismo de la actividad económica permitió que el empleo creciera de forma notable, un 2,3 % de media en 2019, pero con menor intensidad que en ejercicios previos (2,5 % en 2018 y 2,8 % en 2017). La información de la Encuesta de Población Activa (EPA) indica que el año pasado el número de empleados se incrementó en 402.300 (2,40 millones en los últimos 5 años) y que la tasa de paro descendió hasta el 13,8 % en el cuarto trimestre (14,5 % a finales de 2018). Además, la tasa de variación interanual media de los costes laborales unitarios se situó en 2,3 % en 2019, pues al aumento de la remuneración por asalariado (2 %) se le añadió la caída de la productividad aparente del trabajo (0,3 %).

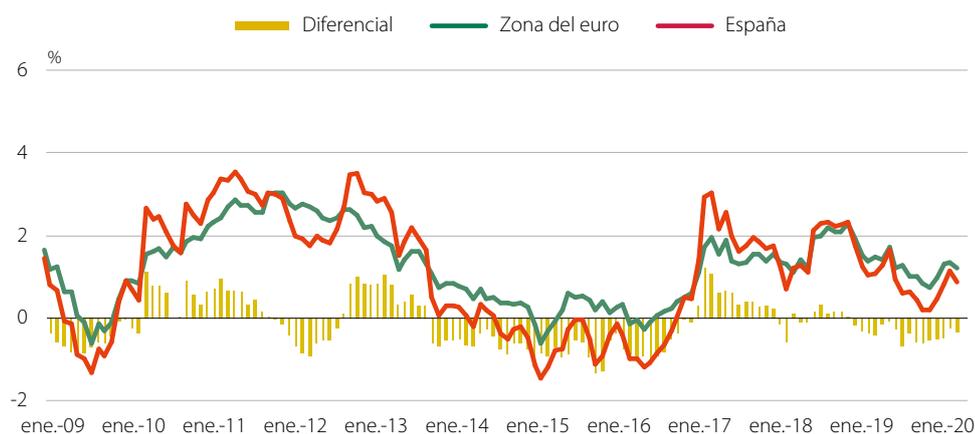
Los buenos datos de creación de empleo en 2019 (2,3 %) están ayudando a reducir la tasa de desempleo, todavía elevada.

Los primeros indicadores sobre la evolución del mercado laboral en el mes de marzo ilustran la intensidad que esta crisis puede tener en los próximos meses. El dato de paro registrado de marzo dio a conocer un incremento del número de personas desempleadas de 293.000 personas, con lo que se interrumpe la tendencia descendente de los últimos años. Por su parte, el número de afiliados a la seguridad social descendió de media en el mes en 243.000 personas⁶.

Los primeros indicadores sobre la evolución laboral en el mes de marzo ilustran la intensidad de la crisis, con un aumento de 293.000 en el número de personas desempleadas en un mes.

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

GRÁFICO 9



Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta febrero.

6 El dato medio del mes, que es el que se utiliza habitualmente, no refleja con rigor lo ocurrido en el conjunto del mes. A 31 de marzo, el número de personas afiliadas a la seguridad social fue de 18.445.436, lo que supone que hasta ese día el sistema perdió 833.979 afiliados.

El déficit público se mantuvo en el 2,6 % del PIB en 2019, lo que supone la continuidad de España por segundo año consecutivo fuera del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009.

La situación de las finanzas del sector público en su conjunto se mantuvo estable en 2019. El déficit público cerró el año en una tasa del 2,6 % del PIB, misma cifra que en 2018 y compatible, por tanto, con que España se mantenga por segundo año consecutivo fuera del procedimiento de déficit excesivo en el que se encontraba desde 2009. A excepción de las comunidades autónomas, cuyo déficit alcanzó el 0,55 % (0,28 % en 2018), las Administraciones que presentaban necesidades de financiación redujeron su importe, destacando la disminución del déficit de la Administración central, que pasó del 1,32 % en 2018 al 1,12 % en 2019; y, en menor medida, el de las Administraciones de la seguridad social, que se situó en el 1,29 % (1,44 % en 2018). Por su parte, las corporaciones locales experimentaron un leve descenso de su superávit, que pasó del 0,5 % al 0,3 % del PIB. El nivel de deuda pública se situó en el 95,5 % del PIB (datos del cuarto trimestre), 2,1 p.p. menos que en el mismo trimestre de 2018.

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

Los bancos continúan operando en un contexto complejo, dominado por un nivel reducido de los tipos de interés, que merma su rentabilidad. El dinamismo de la actividad económica continuó siendo un factor favorable para el sector financiero en España. Así, el buen tono del consumo privado, que favoreció la recuperación del crédito, y la evolución favorable del mercado laboral permitieron un nuevo descenso de la tasa de morosidad, que se situó en el 4,8 % en diciembre de 2019 (5,9 % en 2018). Por otra parte, existen varios retos latentes relacionados con la entrada de nuevos jugadores vinculados al sector tecnológico y otro tipo de incertidumbres de carácter legal, como la relacionada con la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) sobre las hipotecas referenciadas al IRPH.

La cuenta de resultados agregada del sector bancario mostró beneficios superiores a 13.700 millones de euros en 2019.

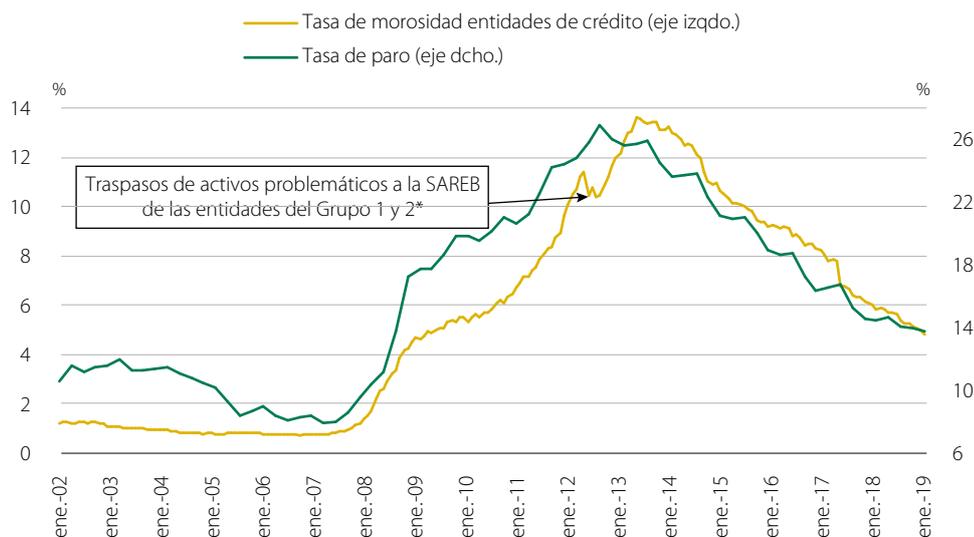
La cuenta de resultados de las entidades de crédito en relación con sus negocios en España mostró unos beneficios de 13.800 millones de euros en el conjunto de 2019 (12.356 millones en el mismo periodo de 2018). Como se ha comentado anteriormente, la rentabilidad de los bancos sigue presionada por el entorno de tipos de interés reducidos, que impide mejoras en el margen de intereses (23.149 millones de euros en 2019, frente a los 23.277 millones de 2018). Por otra parte, el aumento del rendimiento de los instrumentos financieros y el incremento de otros resultados del ejercicio marcaron la mejora del beneficio agregado del sector (que alcanzó máximos desde 2009).

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

La financiación bancaria al sector no financiero residente (empresas y hogares) experimentó en 2019 un avance relativamente parecido al de los ejercicios previos (0,7 % frente al 0,8 % en 2018 y 0,5 % en 2017) y prosiguió al alza en los primeros meses de 2020, aunque a un menor ritmo (0,5 % en febrero). La financiación a las sociedades no financieras, que en diciembre de 2019 aumentó un 1,0 % (1,2 % en 2018), lo hizo un 0,6 % en el mes de febrero. Por su parte, la financiación a los hogares, que se incrementó un 0,3 % en diciembre, en línea con lo acontecido el ejercicio previo y revirtiendo la tendencia de los últimos años (0,4 % en 2018 y -1,3 % y -0,6 % en 2016 y 2017 respectivamente), continuó con su crecimiento en febrero (0,4 %). La expansión del crédito destinado a consumo (4,5 % en febrero de 2020, 4,2 % en 2019 y 5,2 % en 2018) compensó el descenso del saldo vivo de crédito para la adquisición de vivienda (-1,1 % en febrero de 2020, -1,1 % en 2019 y -1,3 % en 2018).

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

GRÁFICO 10



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

¹ Sobre la población activa.

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

El tamaño del sector bancario, en términos del volumen agregado de activos por su actividad en España, aumentó en 2019 hasta 2,61 billones de euros (2,57 billones en 2018), con lo que rompió por segunda vez la tendencia descendente iniciada en 2012 (también ocurrió en 2017). Las fuentes de financiación más importantes tuvieron una evolución dispar: descendió la financiación que procede del Eurosistema, al igual que la partida que recoge el patrimonio, los ajustes y las correcciones de valor. Dentro de esta última cabe destacar que el patrimonio neto experimentó un leve aumento, que fue compensado por el descenso de la partida que recoge las provisiones constituidas para la cobertura de pérdidas por deterioro, tanto de los créditos como del resto de activos. Entre las partidas de pasivo que mostraron incrementos más relevantes estuvieron los depósitos del sector OSR y la financiación vía deuda.

El tamaño del sector bancario aumentó en 2019, rompiendo la tendencia descendente iniciada en 2012 (al igual que sucedió en 2017).

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 19.335 millones de euros en 2019, un 20 % menos que en 2018. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías, ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de una sola sociedad que obtuvo unas pérdidas muy elevadas⁷ (de un conjunto de 93), el beneficio agregado total habría crecido un 6,6 %. Por sectores, los mayores avances se produjeron en las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias, cuyos beneficios aumentaron un 61,6 % en el ejercicio, predominantemente impulsados por la evolución favorable de entidades en las que se observaron resultados negativos en 2018⁸ y de las empresas industriales, en las que el

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 19.335 millones de euros en 2019, un 20 % menos que en 2018, determinado por la evolución de una gran compañía.

7 Repsol (empresa dentro del sector de la energía) obtuvo unas pérdidas de 3.789 millones de euros en 2019 como consecuencia de los ajustes realizados para sentar las bases de la nueva orientación estratégica de la compañía, que se ha marcado como objetivo ser cero emisiones netas en el año 2050.

8 Entre estas empresas destacan Ferrovial, que ha pasado de pérdidas en 2018 a beneficios en 2019, y OHL, que ha reducido sensiblemente sus pérdidas.

beneficio consolidado creció un 2,3 %. En cambio, las caídas más significativas estuvieron concentradas en los sectores de la energía y del comercio y los servicios, con una disminución del resultado del 43,1 % y el 35,5 %, respectivamente. En ambos sectores, la evolución específica de algunas grandes compañías fue determinante en el agregado sectorial^{9,10}.

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

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
Energía	9.589	8.037	7.754	5.731	5.787	3.290
Industria	8.088	8.967	7.646	8.135	6.075	6.217
Comercio y servicios	16.036	13.041	14.138	9.673	10.158	6.549
Construcción e inmobiliario	5.627	5.197	4.244	3.953	2.029	3.279
Total agregado	39.340	35.242	33.781	27.492	24.049	19.335

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades cotizadas no financieras se incrementó un 8,1 % en 2019, hasta situarse por encima de los 249.000 millones de euros.

El nivel de las deudas de las sociedades no financieras cotizadas se incrementó un 8,1 % en 2019, hasta situarse cerca de los 249.000 millones de euros. Aunque las deudas a corto plazo representan una parte minoritaria (un 19 % del nivel total de deuda), experimentaron un crecimiento mayor que el de las deudas a largo plazo (16,6 % frente a 6,3 %). Por sectores se observa que todos presentaron incrementos de la deuda, destacando los registrados en las empresas del sector del comercio y los servicios (9,0 %, hasta los 87.965 millones), los de las energéticas (8,5 %, hasta los 89.168 millones) y los de las empresas de la construcción e inmobiliarias (7,4 %, hasta los 49.735 millones). Las empresas industriales registraron un aumento de la deuda más leve que las anteriores (de un 4,4 %, hasta los 22.613 millones), si bien estas compañías muestran, junto con las dedicadas al comercio y los servicios, las tasas más elevadas de apalancamiento medidas a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto (1,23 y 1,41 respectivamente). Estas cifras son superiores a las de la ratio de apalancamiento agregada, que pasó de 0,94 en 2018 a 0,99 en 2019. Finalmente, la ratio de cobertura de la deuda, calculada como el cociente entre las deudas y el resultado de explotación, experimentó un deterioro entre 2018 y 2019, al pasar de 5,8 a 7,1.

Sigue mejorando la posición patrimonial de los hogares (endeudamiento y riqueza) y se observa un aumento en la tasa de ahorro, que en 2019 se situó en el 7,4 % de la renta disponible.

Los últimos datos sobre posición patrimonial de los hogares revelan un incremento en las tasas de ahorro y de riqueza, mientras que la ratio de endeudamiento continuó descendiendo en 2019. El aumento de la tasa de ahorro, que pasó del 5,9 % de su renta bruta disponible (RBD) a finales de 2018 hasta el 7,4 % a finales de 2019, se explica

9 Dentro del sector de la energía, si se descuenta la evolución de Repsol, los resultados agregados se habrían doblado entre 2018 y 2019, impulsados por la mejora en los beneficios de Naturgy.

10 En el sector del comercio y los servicios, el descenso de los resultados agregados respondió en gran parte a la evolución desfavorable de IAG y Telefónica. Descartando estas compañías, la disminución de los beneficios de este sector sería menor (-4,2 %).

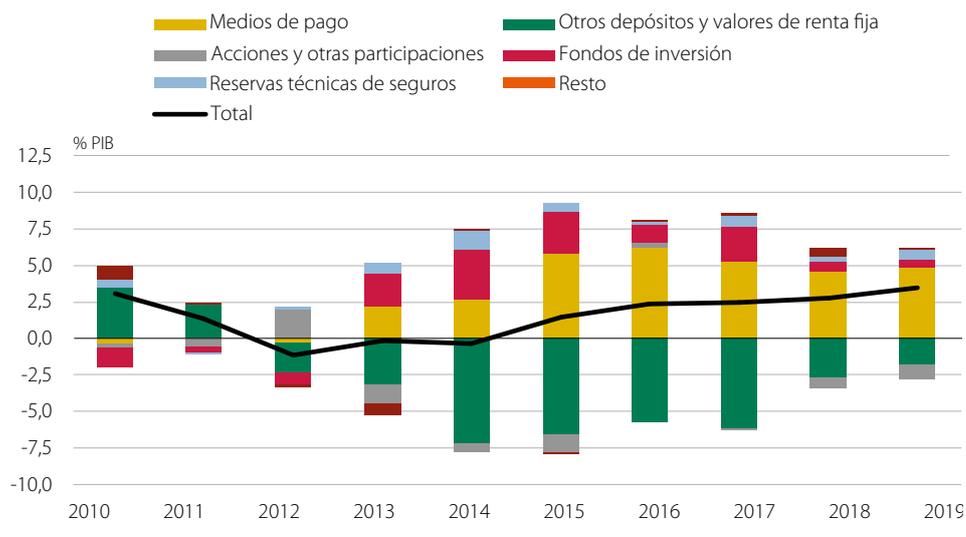
por un motivo de precaución de los hogares en un contexto de ralentización económica y por la presencia de varias incertidumbres que ha sido compatible con la expansión del consumo agregado y la mayor facilidad de acceso a la financiación. A pesar de registrar dos ejercicios consecutivos de aumento del ahorro, la tasa de los hogares españoles sigue siendo muy inferior a la media de la zona del euro (próxima al 13 % de la RBD). En el caso de la ratio de endeudamiento, que se redujo desde el 102,2 % de la RBD a finales de 2018 hasta el 98,7 % en 2019, se produjo tanto una disminución en el nivel de las deudas, fundamentalmente en el préstamo para vivienda, como un incremento en el nivel de renta disponible agregada. La riqueza neta de los hogares se incrementó durante 2019 (desde el 563,6 % del PIB hasta el 571,1 %) debido a la revalorización tanto de los activos financieros como, en menor medida, a la de los inmobiliarios.

Las inversiones financieras netas de los hogares ascendieron al 3,9 % del PIB en 2019 (2,8 % en 2018), manteniendo la tendencia de años anteriores. Así, continuó la inversión en medios de pago (4,9 % del PIB) y la desinversión en acciones y participaciones (1,0 % del PIB) y en depósitos a plazo y valores de renta fija (1,7 % del PIB), en este último caso con importes más pequeños que en años previos (véase gráfico 11). Los hogares invirtieron en participaciones en fondos de inversión siguiendo la tendencia iniciada en 2012, influidos probablemente por el buen comportamiento de los mercados en la última parte de 2019, aunque el volumen invertido también fue inferior al del ejercicio anterior. En total, invirtieron en estos productos un volumen de recursos equivalente al 0,5 % del PIB (0,7 % en 2018).

En cuanto a la evolución de la inversión en fondos de inversión y a diferencia de lo que venía sucediendo desde 2013, periodo en el que las variaciones patrimoniales se traducían en un descenso del peso relativo de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable), en 2019 los movimientos de los partícipes no fueron en una dirección tan clara. Si bien es cierto que los fondos de renta variable internacional —una vocación de las consideradas más arriesgadas— han registrado suscripciones netas positivas de más de 4.000 millones de euros, los fondos de renta fija han sido los que han recibido mayores recursos durante el año. El patrón temporal también fue importante, ya que en los primeros trimestres destacaron las suscripciones netas en los fondos de renta fija, efectuadas sobre todo por aquellos inversores más aversos al riesgo que se vieron influidos por el comportamiento negativo de los mercados a finales de 2018, mientras que las suscripciones de fondos en las vocaciones de renta variable internacional fueron significativas en la segunda mitad de año. Estas últimas, favorecidas por la disminución de algunas de las incertidumbres presentes en los mercados, pudieron ser efectuadas por la parte de los inversores que se decanta por opciones que tengan una rentabilidad esperada (y riesgo) superior, en un entorno de tipos reducidos como el actual.

En las decisiones de inversión financiera por parte de los hogares siguieron primando los activos más líquidos y los fondos de inversión, aunque en este último caso con un importe menor que en años anteriores.

Dentro de estos últimos las suscripciones netas fueron más elevadas en los primeros meses del año en las vocaciones de renta fija, mientras que en la parte final del mismo lo fueron en las de renta variable internacional.



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

2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones del FMI pronostican una contracción del PIB mundial del -3,0 % en 2020, una cifra más negativa que la de 2009 con la crisis financiera global (-0,6 %).

Las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI, que ya incorporan los efectos de la crisis originada por la propagación mundial del coronavirus pero están sujetas a un grado muy alto de incertidumbre, apuntan a un ejercicio 2020 muy desfavorable, sobre todo en la primera mitad del año, en el que tanto las principales economías avanzadas como la mayoría de las emergentes mostrarían distintos grados de recesión, exceptuando China y la India. Así, se espera una contracción del PIB mundial del 3,0 % este año (mucho más acusada que la de 2009 con la crisis financiera global, que fue del 0,6 %), para después aumentar hasta el 5,8 % en 2021. Estas previsiones han sufrido una revisión a la baja extraordinaria con respecto a las que publicó esta institución en su informe de enero (-6,3 p.p.), basada en el impacto de la crisis sanitaria en la actividad económica, así como en la repercusión de las respuestas de política económica adoptadas¹¹.

En las economías avanzadas, la contracción del PIB sería más acentuada que en las emergentes y se situaría en el 6,1 % este año, frente al avance del 1,7 % en 2019, siendo los retrocesos esperados para la zona del euro y para EE. UU. del 7,5 % y del 5,9 % respectivamente (frente a avances del 1,2 % y del 2,3 % en 2019). En Europa destaca el empeoramiento de los pronósticos para Italia y España, principales países europeos afectados por el virus y cuyas previsiones, revisadas en 9,6 p.p. entre enero y abril, sitúan las tasas de contracción para 2020 en el 9,1 % y el 8,0 %, respectivamente. Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo implican una contracción de un 1,0 % para este año, pues los datos de crecimiento pronosticados para China y la India (con avances esperados del 1,2 % y el 1,9 % para 2020 respectivamente)

En las economías avanzadas, la contracción del PIB sería más acentuada que en las emergentes y se situaría en el 6,1 % este año, frente al avance del 1,7 % en 2019, siendo los retrocesos esperados para la zona del euro y para EE. UU. del 7,5 % y del 5,9 % respectivamente (frente a avances del 1,2 % y del 2,3 % en 2019). En Europa destaca el empeoramiento de los pronósticos para Italia y España, principales países europeos afectados por el virus y cuyas previsiones, revisadas en 9,6 p.p. entre enero y abril, sitúan las tasas de contracción para 2020 en el 9,1 % y el 8,0 %, respectivamente. Las previsiones para las economías emergentes y en desarrollo implican una contracción de un 1,0 % para este año, pues los datos de crecimiento pronosticados para China y la India (con avances esperados del 1,2 % y el 1,9 % para 2020 respectivamente)

11 Las previsiones del FMI toman como escenario base la suposición de que la pandemia del COVID-19 se disipa en el segundo semestre de 2020 y que las medidas de contención se pueden replegar gradualmente, de forma que la actividad económica se normalice gracias al apoyo brindado por las políticas económicas implantadas por las autoridades.

suavizan la caída del PIB para este grupo de países. Posteriormente, para 2021 se espera una expansión del 6,6 % para el conjunto de economías emergentes.

Los riesgos más relevantes de este escenario están asociados principalmente a la incertidumbre sobre la duración de la expansión y contención del brote de COVID-19, así como a la efectividad de las medidas adoptadas, cuya duración también es incierta. Las consecuencias de la crisis sanitaria actual son difíciles de predecir y dependen de numerosos factores. Por una parte, es complicado predecir el ritmo de recuperación de la actividad económica una vez que las medidas de aislamiento se empiecen a flexibilizar de forma progresiva, e incluso existe la posibilidad de que se produzcan nuevos rebrotes que puedan motivar el endurecimiento o la prolongación de algunas de ellas. También es relevante tener en cuenta la elevada pérdida de riqueza de los agentes, originada por las fuertes caídas en los precios de los activos financieros (y es posible que próximamente de los activos reales) en un contexto de previsible disminución de sus rentas. Por otra parte, es difícil predecir el cambio y la intensidad de los patrones de consumo de los agentes y de su forma de interactuar en el futuro, factores que también van a condicionar el ritmo de salida de la crisis. Finalmente, cabe señalar el papel relevante de las diferentes autoridades e instituciones, que están adoptando medidas de distinto carácter para combatir la crisis. En este sentido, conviene mencionar la necesidad de preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas de las diferentes economías, especialmente de aquellas que financieramente son más vulnerables. En el caso europeo, sería deseable una mejora de la coordinación de los países e instituciones, así como un impulso más ambicioso en el diseño de un plan común para contener esta crisis.

Los riesgos más relevantes del escenario previsto se derivan principalmente de la duración de la expansión y contención del brote de COVID-19, así como de la efectividad de las medidas adoptadas. Todo ello en un escenario desconocido de empobrecimiento de las empresas y de los consumidores, con hábitos que pueden cambiar sustancialmente, y también de vulnerabilidad en las finanzas públicas.

Producto interior bruto

CUADRO 4

% var. anual

	2016	2017	2018	2019	FMI ¹	
					2020	2021
Mundial	3,2	3,7	3,6	2,9	-3,0 (-6,3)	5,8 (2,4)
EE. UU.	1,5	2,2	2,9	2,3	-5,9 (-7,9)	4,7 (3,0)
Zona del euro	1,8	2,4	1,9	1,2	-7,5 (-8,8)	4,7 (3,3)
Alemania	1,9	2,5	1,5	0,6	-7,0 (-8,1)	5,2 (3,8)
Francia	2,0	2,3	1,7	1,3	-7,2 (-8,5)	4,5 (3,2)
Italia	0,9	1,5	0,8	0,3	-9,1 (-9,6)	4,8 (4,1)
España	3,3	3,0	2,4	2,0	-8,0 (-9,6)	4,3 (2,7)
Reino Unido	1,9	1,7	1,3	1,4	-6,5 (-7,9)	4,0 (2,5)
Japón	0,9	1,7	0,3	0,7	-5,2 (-5,9)	3,0 (2,5)
Emergentes	4,4	4,7	4,5	3,7	-1,0 (-5,4)	6,6 (2,0)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2020 respecto a enero de 2020).

Para la economía española, como se ha comentado anteriormente, el FMI pronostica un descenso del PIB del 8,0 % en este ejercicio, para crecer posteriormente un 4,3 % en 2021, una vez superada la crisis sanitaria del COVID-19. La revisión a la baja del crecimiento de la economía española (9,6 p.p.) ha sido de las más elevadas, por haber sido uno de los países más afectados por el virus (al menos, hasta la fecha de elaboración del informe del FMI), si bien cabe señalar que el impacto negativo en el crecimiento de las economías europeas ha sido igualmente significativo, cercano a los 8 p.p. de media. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento con la zona del euro pasaría a ser negativo, situándose en -0,5 p.p. en 2020 y -0,4 p.p. en 2021.

El PIB de España se contraerá un 8,0 % en 2020 por la crisis sanitaria del coronavirus, en línea con otros países del entorno, situándose el diferencial con la zona del euro en -0,5 p.p. En 2021 volvería a avanzar un 4,3 %.

Los riesgos más relevantes de la economía española son comunes a los de otras economías afectadas por el virus, si bien destacan especialmente: el nuevo incremento del desempleo hasta tasas muy elevadas (cuando aún no se habían recuperado las cifras previas a la crisis anterior) y el reto de conciliar la adopción de las medidas necesarias para combatir la crisis y la necesidad de mantener la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Los riesgos más relevantes que se observan para el panorama económico nacional una vez superada la crisis sanitaria —algunos de los cuales son comunes a los de otras economías europeas— tienen que ver con: i) las dificultades para que se reanude la actividad a una tasa similar a la que existía antes de esta crisis (2 %), con el fin de lograr una salida en V y no en U o L, como se suele indicar. Para ello, serán muy importantes las medidas de reactivación de sectores estratégicos como la industria automotriz y el turismo; ii) el reto que supone compaginar una política fiscal a medida para minimizar los efectos de la crisis a tres niveles: sanitario, económico y social, con la necesidad de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. En este sentido el reciente acuerdo con Bruselas otorga una flexibilidad mayor a la hora de gestionar el déficit y la deuda pública a corto plazo; iii) la elevada tasa de desempleo originada por la pandemia: el FMI pronostica una tasa de paro del 20,8 % en 2020 y del 17,5 % en 2021, con el riesgo de que una parte relevante de esta población desempleada acabe siendo de larga duración; iv) la repercusión negativa para el negocio de las empresas exportadoras españolas expuestas a los mercados internacionales, agravada por el colapso de los precios de algunas materias primas; v) la variación en los patrones de consumo y los cambios previsibles en el comportamiento de la población (por ejemplo, en forma de renunciadas al uso del transporte público o a las compras en grandes establecimientos de consumo); y vi) la prolongación de algunas fuentes de incertidumbre política de carácter nacional.

Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19

RECUADRO 2

La crisis desencadenada a raíz de la propagación del COVID-19 está suponiendo un gran reto para la sociedad española y para el conjunto de instituciones que forman parte de ella. En este contexto la CNMV ha tomado múltiples decisiones de diferente naturaleza: en los primeros momentos, se adoptaron medidas para conseguir que la institución continuara funcionando con normalidad, generalizando en particular la actividad en régimen de teletrabajo y, con posterioridad, los esfuerzos se han centrado en un seguimiento de la evolución de los mercados y de los participantes en ellos, que, en algunos casos, ha dado lugar a decisiones como las restricciones establecidas sobre la operativa en corto. Este recuadro describe las principales actuaciones, decisiones o medidas adoptadas por la CNMV desde los primeros días de marzo:

i) Organización:

- Recursos humanos. Las primeras medidas relevantes que se pusieron en marcha, siguiendo las directrices sanitarias, estuvieron dirigidas a procurar que los empleados de la CNMV pudieran seguir desarrollando su trabajo con normalidad desde su domicilio. El proceso comenzó el 11 de marzo, cuando aproximadamente la mitad de la plantilla comenzó a teletrabajar, duplicándose los equipos en relación con las actividades consideradas especialmente relevantes para el funcionamiento de la CNMV¹. El día en que entró en vigor el Real Decreto del estado de alarma, que fue publicado el 14 de marzo, prácticamente todos los empleados estaban ya desarrollando su actividad desde sus domicilios. Según una encuesta realizada al personal de la CNMV sobre el trabajo y la actividad de la institución durante esta fase excepcional, que ha sido respondida por más de 300 empleados, más de dos tercios de ellos consideran que la

actividad de la CNMV sigue en un nivel similar al de momentos anteriores y valoran de modo favorable cómo están funcionando los sistemas y, en general, la institución. La experiencia ha reforzado la percepción sobre la relevancia que la tecnología y las comunicaciones tienen en el trabajo de la CNMV y ha implicado la utilización de nuevas herramientas, servidores y equipos.

A mediados de marzo se anunció el aplazamiento temporal de los procesos de selección de personal en marcha de la CNMV² (un total de cinco procesos).

- **Registro:** El 16 de marzo la CNMV comunicó el cierre de su Registro General en lo que respecta a la presentación física de documentos. Para garantizar la continuidad en la presentación y el registro de documentos se han habilitado varios canales: la zona abierta y la zona de inversores de la sede electrónica de la CNMV y la sede electrónica de los registros de las distintas Administraciones públicas³.

Por otra parte, el 20 de marzo se dio a conocer la aprobación de una resolución sobre la suspensión de plazos administrativos prevista en el Real Decreto 463/2020, relativo al estado de alarma, publicada en el *Boletín Oficial del Estado (BOE)* el 25 de marzo. Como se indica en la resolución, la suspensión de plazos prevista en dicho real decreto no afecta a la actividad de supervisión en general (requerimientos y otras actuaciones de supervisión) de la CNMV ni tampoco a las autorizaciones tramitadas por las Direcciones Generales de Entidades y Mercados susceptibles de producir efectos favorables al interesado ni a cualesquiera otros procedimientos que establezca motivadamente el Comité Ejecutivo de la institución⁴.

ii) Supervisión de mercados

El contexto de extremada volatilidad en los mercados financieros ha generado la necesidad de intensificar la actividad de supervisión de los mercados, sus infraestructuras y los agentes participantes en ellos. En este ámbito destacan las decisiones de restricción de la operativa en corto sobre valores cotizados en mercados de valores españoles (véase recuadro 3). La primera decisión, acordada el 12 de marzo, implicó la prohibición de las ventas en corto durante 1 día y afectó a 69 valores. La segunda decisión, de prohibición de constitución o incremento de posiciones cortas netas, se acordó el 16 de marzo por un periodo de 1 mes, afectó a la totalidad de los valores de renta variable y fue prorrogada posteriormente otro mes más⁵. Decisiones similares fueron adoptadas en los días subsiguientes por otros supervisores de valores europeos, en concreto por los de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia. Además, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidía, en paralelo, rebajar el umbral que desencadena la comunicación de posiciones cortas (desde el 0,2 % hasta el 0,1 % del capital⁶) a los supervisores. En el ámbito de las **infraestructuras** de los mercados, además de comprobar que los sistemas de negociación han funcionado con normalidad a pesar del severo episodio de volatilidad y caídas en los precios, se ha prestado una atención especial a la cámara de contrapartida central (ECC), BME Clearing. Esta entidad, además de activar el plan de contingencia para pandemias, ha realizado solicitudes de garantías extraordinarias en número e importes superiores a los habituales, como consecuencia de la superación de los

parámetros de variación de precio y de la aplicación de la normativa de la ECC, para cubrir excesos de riesgos puntuales. No se ha detectado ninguna incidencia en la transferencia de fondos a la ECC. Además, se realizan con frecuencia ejercicios de *back-test* para comprobar hasta qué punto esta puede afrontar la hipotética quiebra de los miembros más relevantes con los recursos financieros a disposición de la entidad y también se ha adelantado por parte de la ECC la revisión de los parámetros para requerir garantías. Asimismo, se ha prestado una atención especial a la actividad de liquidación, observándose un cierto aumento de la ineficiencia (fallidos en las entregas de valores en la fecha pactada) como consecuencia, según señalan las entidades, del aumento de actividad unido a su menor capacidad de respuesta y resolución de incidentes, al encontrarse el personal en régimen de teletrabajo. Esta tendencia, que también se ha observado en menor medida en otros países europeos, se ha revertido parcialmente en los últimos días.

En el ámbito de las sociedades se han publicado algunas consideraciones tanto en relación con la celebración de las **juntas generales**⁷ como con la formulación de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de las compañías⁸. Con respecto a la celebración de las juntas generales, la CNMV ha indicado que se considera razonable estimular la asistencia por representación, así como maximizar la utilización de los mecanismos de asistencia remota y voto a distancia de los accionistas. También ha indicado que entiende que en las circunstancias actuales debe reconocerse el máximo margen de flexibilidad a los consejos de administración de las compañías cotizadas para adoptar medidas y soluciones que contribuyan a preservar la salud de las personas y a evitar la propagación del virus, aunque no estén expresamente contempladas en los estatutos, en el reglamento de la junta o en las convocatorias realizadas, siempre que se garantice de modo efectivo el ejercicio de los derechos de información, asistencia y voto de los accionistas y la igualdad de trato entre aquellos que se hallen en la misma posición.

Respecto de las cuentas anuales y la propuesta de aplicación del resultado de sociedades mercantiles, la CNMV publicó un comunicado conjunto con el Colegio de Registradores de España aclarando que, en la medida en que la situación derivada de la crisis sanitaria del COVID-19 constituye una circunstancia absolutamente extraordinaria, las entidades pueden, entre otras alternativas, optar por sustituir la propuesta de aplicación de resultados contenida en la memoria de cuentas anuales por otra alternativa y ajustada a la situación. Tratándose de juntas ya convocadas, puede optarse por diferir la decisión sobre la propuesta de aplicación del resultado a una junta posterior a celebrar dentro del plazo previsto para la celebración de la junta ordinaria (estas medidas, aunque tenían encaje en la normativa vigente fueron posteriormente incorporadas, con finalidad aclaratoria, al Real Decreto-Ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, mediante Real Decreto-Ley 11/2020, de 31 de marzo).

iii) Supervisión de entidades

En el ámbito de la supervisión de entidades cabe destacar los esfuerzos que se han realizado respecto de las instituciones de inversión colectiva y, en particular, de los **fondos de inversión**. Los trabajos principales han estado relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos

y con la evolución de los reembolsos por entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles las obligaciones así como las herramientas de gestión de la liquidez que tienen disponibles. En este sentido, la CNMV ha dado indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*.

Las **condiciones de liquidez** de los fondos se han evaluado en función de diferentes indicadores como los volúmenes de negociación, el tiempo para deshacer una posición o la disponibilidad de precios para poder realizar compraventas. También se ha prestado atención a las calificaciones crediticias de los activos de deuda de estas instituciones y, en particular, a los activos calificados con BBB, al ser el último escalón que pertenece a la deuda de alta calidad (*investment grade*), que podría verse afectado si se percibe un empeoramiento del riesgo de crédito de las compañías emisoras. Con el resultado de estos análisis la CNMV está realizando un seguimiento especial de una serie de sociedades gestoras que gestionan al menos un fondo con una exposición más elevada a los activos considerados como menos líquidos o a la deuda con peor calificación crediticia.

En relación con el **seguimiento de los reembolsos**, se estima que su volumen neto acumulado desde que se recrudeció esta crisis a primeros de marzo hasta finales de dicho mes ascendió a aproximadamente 6.000 millones de euros, una cifra que las gestoras están afrontando sin incidencias. En un número reducido de fondos los reembolsos superaron el 20 % del patrimonio, porcentaje que obliga a una comunicación de información relevante (a estos efectos se tienen en cuenta los reembolsos realizados en un solo acto; no obstante, cuando los límites se alcanzan a través de sucesivos reembolsos solicitados por un mismo partícipe o por varios partícipes pertenecientes al mismo grupo en un periodo de dos meses, también se considera como hecho relevante). La única incidencia reseñable que se ha producido, por el momento, afecta a un fondo de fondos que tenía en su cartera participaciones de una SICAV luxemburguesa que había suspendido el cálculo del valor liquidativo. En consecuencia, el fondo realiza suscripciones y reembolsos parciales con normalidad sin tener en cuenta esta inversión, que representaba un 7,1 % de la cartera. Finalmente, cabe señalar la introducción, en virtud 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, de una nueva herramienta macroprudencial consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV.

Al margen de estas actuaciones, la CNMV también ha adoptado una serie de medidas que tienen que ver con determinadas obligaciones de información de las sociedades gestoras de IIC y de las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo⁹.

iv) Coordinación e interacción con otras instituciones

En la gestión de esta crisis la coordinación con otras instituciones tanto nacionales como foráneas está siendo esencial. A nivel nacional cabe destacar las reuniones —cuya frecuencia ha aumentado sensiblemente— que están teniendo lugar en el seno

de la Autoridad Macroprudencial Comité de Estabilidad Financiera (AMCESFI), que reúne a representantes del Ministerio de Economía, del Banco de España, de la CNMV y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones para analizar la situación del sistema financiero español desde el punto de vista de la estabilidad financiera y del aumento del riesgo sistémico. En momentos de turbulencias mayores en los mercados, es importante que los supervisores financieros intercambien información para conocer el alcance de los riesgos y, si procede, tomar las medidas necesarias.

A nivel internacional la CNMV ha intensificado el intercambio de información con las distintas instituciones con las que mantiene contacto habitualmente como, por ejemplo, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB), ESMA o la Junta Europeo de Riesgo Sistémico (ESRB). Por el momento, los contenidos más importantes de estas interrelaciones tienen que ver con el intercambio de experiencias supervisoras y de información sobre medidas de distinto tipo adoptadas.

- 1 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={7fdff436-acc0-4148-b7b7-b53c0d1c706a}>
- 2 <http://cnmv.es/DocPortal/Ofertas/AplazamientoProcesosSeleccion.pdf>
- 3 <http://cnmv.es/DocPortal/AIDia/RegistrosOficialesFuncionamiento.pdf>
- 4 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={1ade2289-962e-4680-a83c-f9fde62ceff0}>
- 5 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>
<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ec400229-cbc3-4ac7-a4b4-e7d18c5cdec2}>
<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={c74b6335-d151-4fe1-993f-b29c0bb67382}>
- 6 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-1291_pr_ssr_measure_march_2020.pdf
- 7 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={3802886d-7418-4765-9f9c-50877abccdd4}>
- 8 <http://cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={c8024b87-2f5d-4aef-9c34-06b7d2964462}>
- 9 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={8177ae71-abfb-4f5c-8f28-2d651217379b}>

3 La evolución de los mercados nacionales

La crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los mercados financieros han hecho que el indicador de estrés del sistema registre el aumento más elevado en tan solo 1 mes, al pasar de 0,19 a 0,56. En los últimos días, la intervención del BCE ha contribuido a evitar una escalada mayor del indicador al incidir en las primas de riesgo que lo componen.

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹² ha mostrado un incremento significativo en las últimas semanas hasta situarse en la zona de estrés elevado (por encima de 0,49) debido a la crisis generada por el COVID-19 y su impacto en los diferentes segmentos del sistema financiero. El indicador de estrés del conjunto del sistema, cuyo último dato se sitúa en 0,56 (10/04), experimentó el repunte más intenso de su historia en 4 semanas consecutivas: entre el 28 de

12 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio, y por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de Estabilidad Financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>.

Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 (http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf).

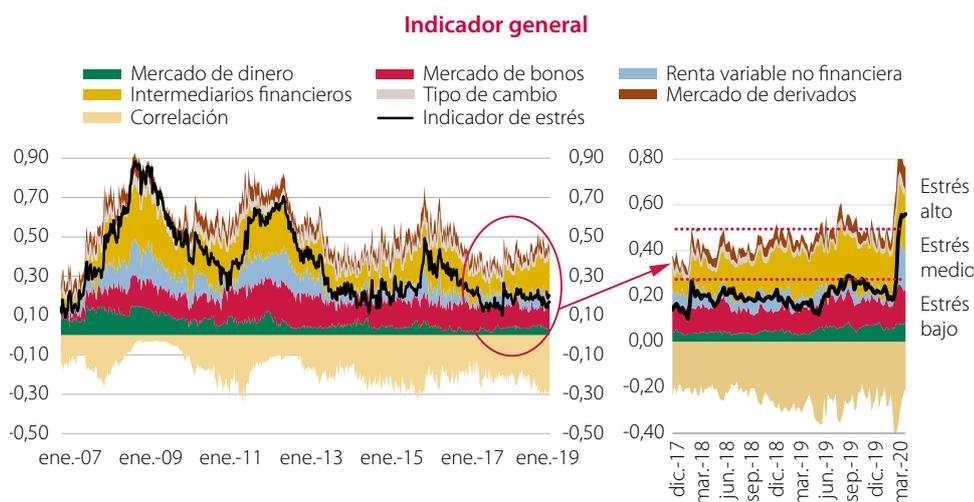
febrero y el 27 de marzo aumentó desde 0,19 hasta 0,56 (0,36 puntos más), una tendencia que contrasta con el incremento más progresivo de su valor observado en otros periodos de crisis. El indicador ha alcanzado, así, su tercer valor histórico más elevado, solo por debajo del nivel experimentado a finales de 2008 (0,88) o a mediados de 2012 (0,70). Las caídas abruptas de los precios de los activos, el incremento de la volatilidad y la pérdida de liquidez de los activos han generado aumentos muy importantes del nivel de estrés en la mayoría de los segmentos que conforman el indicador general.

Como se observa en el gráfico 12, los indicadores individuales más relevantes experimentaron repuntes hasta niveles superiores a 0,85 o incluso 0,95 en el caso de la renta variable no financiera. Desde finales de marzo, el valor agregado total del estrés se mantiene relativamente estable en valores que oscilan entre 0,55 y 0,60 debido a una cierta pérdida de intensidad de las turbulencias en los mercados a la que ha contribuido, sin duda, el conocimiento del paquete de medidas más ambicioso adoptado por el BCE. Además, el grado de correlación del sistema, aunque de forma lenta, ha ido aumentando también a lo largo de las últimas semanas, lo que puede contribuir a mantener el nivel de estrés del sistema en niveles elevados durante algún tiempo.

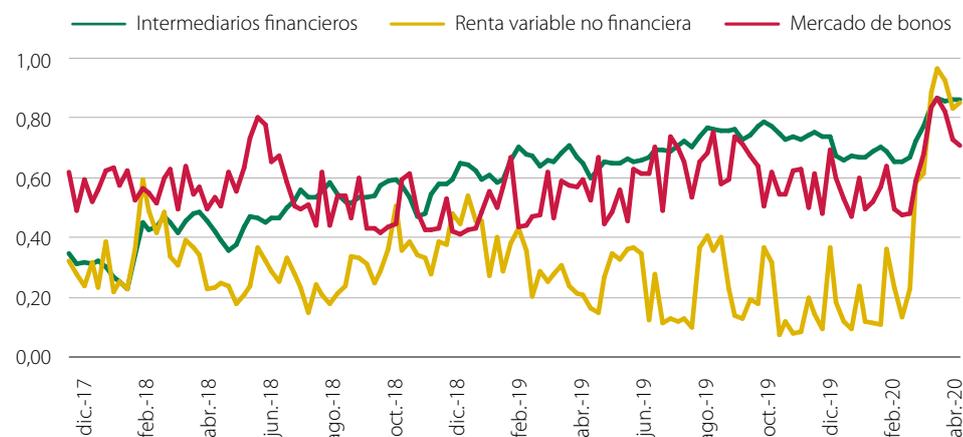
Los indicadores individuales más relevantes experimentaron repuntes hasta niveles superiores a 0,85 o incluso más en algunos de ellos, observándose un aumento progresivo de la correlación entre ellos.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable cayeron con fuerza en el primer trimestre, acumulando las mayores pérdidas de su historia en un trimestre, tras conocerse que el coronavirus se había extendido a Europa y a gran parte del resto del mundo, lo que abocaba a una recesión en la mayoría de las economías.

Los mercados de renta variable españoles, que habían finalizado 2019 con avances moderados que les habían permitido recuperar parte de las pérdidas del ejercicio anterior, comenzaron el trimestre con ligeros retrocesos por los temores a los efectos negativos del coronavirus para la economía y el crecimiento económico mundial. Así, tras un breve repunte transitorio al inicio de febrero gracias al mantenimiento de la política monetaria expansiva de los bancos centrales¹³ y la resolución de algunos elementos de incertidumbre¹⁴, cayeron con fuerza a partir de la última parte del mes tras conocerse que el virus se estaba extendiendo con fuerza en Europa y gran parte del resto del mundo, hasta acumular las mayores caídas de su historia en un mes de marzo. El fuerte retroceso de las cotizaciones, también el más grande en un trimestre de la historia, llevó a los índices nacionales a situarse en apenas un mes en su nivel más bajo desde 2012 —coincidiendo con la crisis de deuda en Europa—, ante la perspectiva de que tanto la economía española como la mundial experimentarán un fuerte retroceso en la primera mitad del año y, en consecuencia, entrarán en recesión. Las caídas de las bolsas, que se extendieron a todos los mercados internacionales, vinieron marcadas por un contexto de volatilidad muy elevada y un incremento de los volúmenes de contratación. En momentos puntuales se registraron leves aumentos de los precios debido al efecto en los mercados de las diferentes medidas económicas y monetarias anunciadas por los Gobiernos y las autoridades monetarias de Europa y EE. UU.¹⁵. Asimismo, diversos reguladores como el español establecieron limitaciones a la operativa en corto, mientras que en algunas bolsas internacionales se activaban los mecanismos que detienen transitoriamente la negociación del mercado como consecuencia de la rapidez e intensidad de sus caídas.

En este contexto, el Ibex 35 perdió un 28,9 % de su valor en el primer trimestre del año, la mayor caída trimestral de su historia. Su comportamiento, junto con el del índice italiano, fue ligeramente más desfavorable que el de otros índices de referencia europeos.

Así, el Ibex 35, que en 2019 había recuperado parte de las pérdidas de 2018 con un avance del 11,8 % en el conjunto del año, experimentó un descenso del 28,9 % durante el primer trimestre del ejercicio, su mayor caída de la historia en un trimestre (más de 22 p.p. correspondieron al mes de marzo). El índice se situó en torno a 6.785 puntos, su valor más bajo desde el verano del año 2012 cuando aconteció la crisis de deuda soberana. Estas caídas siguieron la tendencia de los principales índices internacionales de referencia¹⁶, aunque fueron algo más intensas al igual que las del

13 El BCE había iniciado la tercera ronda de financiación a la banca (TLTRO-III), extendiendo su plazo de 2 a 3 años, además de iniciar desde noviembre las compras netas en los mercados secundarios de deuda por importe de 20.000 millones de euros. Mientras tanto, los responsables de la Reserva Federal, que había bajado los tipos 3 veces en 2019, se habían mostrados partidarios de la estabilidad de los tipos de interés, señalando que su política monetaria era la apropiada para apoyar la expansión de la actividad económica, las condiciones de fortaleza del mercado laboral y la vuelta de la inflación al objetivo del 2 %.

14 Entre ellos, la firma a mediados de diciembre de la primera fase del acuerdo comercial alcanzado entre EE. UU. y China, así como la previsible resolución final del *brexit*.

15 Entre ellas, programas de estímulos de los Gobiernos europeos y de EE. UU., así como de la propia UE, además de rebajas de tipos y programas de compras de deuda de la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Inglaterra.

16 Los principales índices europeos también presentaron fuertes caídas: Eurostoxx 50 (25,6 %), Dax 30 (25 %), Cac 40 (26,5 %), Mib 30 (27,5 %), que se extendieron a los estadounidenses Dow Jones (23,2 %) y S&P 500 (20 %), siendo algo más moderadas para el tecnológico Nasdaq (14,2 %) y el japonés Nikkei 225 (20 %).

índice italiano. Los descensos del primer índice del mercado español se situaron a medio camino entre los retrocesos que presentaron las acciones de las compañías más pequeñas (24,6 %) y las de mediana capitalización (31 %), cuyos descensos fueron más intensos. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron caídas aún más intensas (del 46,3 % y 43,3 %, respectivamente), por las dudas sobre el impacto que la recesión económica esperada podría tener en las economías latinoamericanas¹⁷, muy vinculadas a los precios de las materias primas, así como a la depreciación de sus divisas respecto al euro¹⁸.

Todos los sectores finalizaron el trimestre con caídas, aunque su intensidad fue muy heterogénea entre ellos y también entre las compañías debido a las diferentes perspectivas de cada una sobre el impacto de esta crisis sanitaria y la previsible crisis económica posterior. Los retrocesos más significativos (véase cuadro 5) correspondieron a las compañías del sector de servicios de consumo, en el que destacaron las fuertes caídas de la aerolínea IAG y de las empresas hoteleras del sector turístico por el cese de su actividad y la previsible pérdida de la temporada turística; a los bancos, que se enfrentan a un escenario de caída de sus márgenes aún más intenso y extendido en el tiempo, en un entorno de morosidad y riesgos al alza, y a la principal compañía del sector petrolero (Repsol), que acusó el brusco descenso de los precios del petróleo¹⁹ y del gas natural, lo que lastra sus márgenes en un entorno de reducida actividad económica.

Asimismo, destacó la evolución negativa de los sectores productores de materias primas y bienes industriales y de la construcción, así como de los sectores inmobiliario, tecnológico y textil. Por un lado, las compañías productoras de materias primas y bienes industriales se enfrentan a una caída de los precios de las materias primas y de los bienes intermedios debido a la menor demanda en un entorno de reducción de la actividad a nivel internacional, mientras que las empresas de construcción afrontan el esperado retroceso de la inversión en capital. Por otro lado, los sectores inmobiliario, tecnológico y textil acusaron descensos en la demanda de bienes de inversión y de consumo. Entre las compañías con retrocesos más moderados destacaron las eléctricas, las farmacéuticas y las empresas de alimentación, para las que se espera una repercusión menos intensa de la crisis. Las primeras habrán de asumir una demanda menor, pero se verán favorecidas por el mantenimiento de los costes financieros en niveles bajos; mientras que las segundas se beneficiarán del mantenimiento de la demanda de bienes relacionados con la salud y las últimas, de su carácter anticíclico.

Los descensos no fueron homogéneos entre compañías, destacando por su intensidad los de las compañías del sector de servicios de consumo (aerolíneas y empresas hoteleras), los bancos y las compañías petroleras.

Entre las compañías con descensos más moderados destacaron las eléctricas, las farmacéuticas y las empresas de alimentación, para las que se espera una repercusión menos intensa de la crisis.

17 Los principales índices de los mercados de valores de Brasil (Bovespa) y México (S&P/BMV IPC) retrocedieron en el mismo periodo un 36,9 % y 20,6 %, respectivamente.

18 En el primer trimestre del año el euro se apreció respecto al real brasileño casi un 27,4 %, mientras que lo hizo casi un 23,3 % respecto al peso mexicano.

19 El precio del petróleo se situó por debajo de 25 dólares, su nivel más bajo desde 2002.

Índices	2017	2018	2019	I 19 ¹	II 19 ¹	III 19 ¹	IV 19 ¹	I 20 ¹
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	8,2	-0,4	0,5	3,3	-28,9
Madrid	7,6	-15,0	10,2	8,0	-0,6	-0,3	3,0	-29,4
Ibex Medium Cap	4,0	-13,7	8,4	4,7	-1,5	-5,5	11,1	-31,0
Ibex Small Cap	31,4	-7,5	11,9	9,4	-1,3	-1,3	5,0	-24,6
FTSE Latibex All-Share	9,0	10,3	16,3	14,0	0,9	-6,2	7,8	-46,3
FTSE Latibex Top	7,3	14,8	15,3	11,7	1,1	-5,8	8,4	-43,3
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	10,5	-27,1	-2,6	2,7	-3,0	-6,3	4,3	-40,7
Banca	10,6	-29,0	-3,4	2,7	-3,1	-6,5	3,8	-41,9
Seguros	0,1	-12,8	-0,5	2,9	3,9	-6,0	-0,9	-36,4
Inmobiliarias y otros	17,6	-26,1	-11,0	-2,9	-6,7	-0,5	-1,3	-31,3
Petróleo y energía	3,9	6,1	14,4	9,6	2,3	5,4	-3,2	-13,9
Petróleo	9,9	-4,5	-1,1	8,4	-9,7	4,0	-2,9	-40,2
Electricidad y gas	2,0	8,9	18,4	9,9	5,6	5,7	-3,4	-7,7
Mat. básicos, industria y construcción	2,6	-8,6	24,9	18,2	-0,6	2,1	4,1	-30,5
Construcción	9,9	-3,4	29,1	18,7	-1,3	10,1	0,1	-29,2
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-19,3	-10,4	21,1	19,9	-1,0	-12,0	15,9	-20,4
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	14,2	-25,3	4,4	7,5	0,8	-11,6	8,9	-38,7
Ingeniería y otros	-9,9	-21,3	19,1	14,4	5,0	-2,2	1,4	-44,3
Tecnología y telecomunicaciones	7,5	-5,5	4,5	9,0	-1,4	-2,5	-0,3	-30,3
Telecomunicaciones y otros	-5,1	-8,2	-4,5	3,7	-0,5	-0,5	-7,0	-23,8
Electrónica y <i>software</i>	36,6	-0,1	19,8	17,3	-2,6	-5,8	11,4	-40,1
Bienes de consumo	-2,1	-16,7	34,8	14,3	0,9	5,0	11,3	-19,1
Textil, vestido y calzado	-10,4	-23,1	40,6	17,2	1,0	7,4	10,7	-24,8
Alimentación y bebidas	5,2	-8,4	1,8	12,2	-9,7	-3,4	4,0	-2,1
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,6	-6,4	38,0	11,6	5,0	3,4	13,9	-8,6
Servicios de consumo	23,3	-19,7	8,6	2,0	-1,4	-3,9	12,3	-50,2
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	6,9	2,7	4,3	-2,6	2,4	-49,1
Transporte y distribución	-15,7	32,3	12,5	0,3	-0,5	-2,5	15,6	-52,5

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

La regulación adoptada en marzo para afrontar la crisis derivada del COVID-19 estableció restricciones a las opas extranjeras fuera del espacio económico europeo a empresas estratégicas españolas aprovechando las fuertes caídas de las cotizaciones.

La drástica caída de las cotizaciones, que situó las valoraciones de muchas empresas en niveles muy reducidos (varias han perdido más de la mitad de su valor y algunas cerca de dos tercios), unida a la ausencia, en algunos casos, de blindajes estatutarios o de accionistas de referencia, podría situar a varias de estas compañías como susceptibles de posibles ofertas públicas de adquisición por grandes grupos industriales o fondos extranjeros debido a su atractiva valoración. Con el objetivo de evitar situaciones de este tipo, 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, incluyó una limitación al régimen de inversiones extranjeras de fuera de la UE y del Espacio de Libre Comercio²⁰, al someter a autorización del Consejo de Ministros la adquisición por parte de

20 Esta normativa no afecta a la opa de Six sobre BME, porque la compañía es suiza y pertenece al Espacio de Libre Comercio.

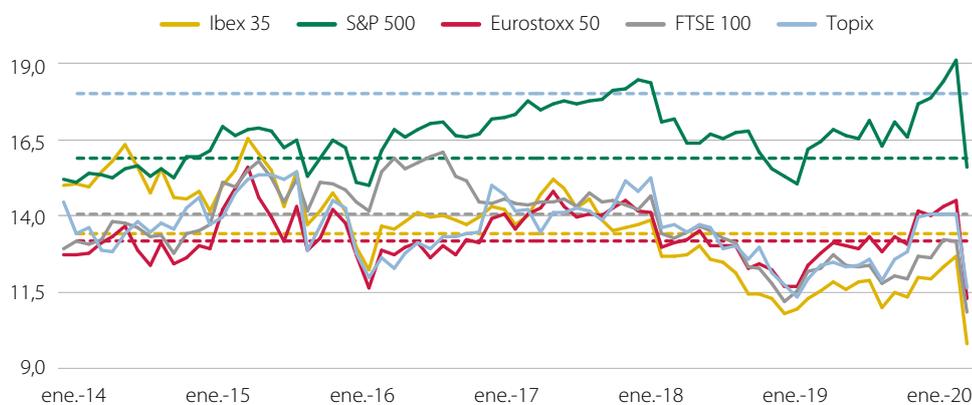
inversores extranjeros del 10 % o más del capital social (o incluso por debajo de ese porcentaje, cuando la operación implique la posibilidad de participar en la gestión o el control) de las empresas activas en sectores estratégicos. Posteriormente, el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, de medidas complementarias, precisó que los inversores extranjeros tampoco podrán tomar participaciones iguales o superiores al 10 % de las empresas de forma indirecta mediante aquellas estructuras de inversión que tienen establecidas en la UE o en países de la Asociación Europea de Libre Comercio.

La fuerte caída de las cotizaciones en el trimestre, junto con un retroceso menos intenso del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, provocaron que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) cayese, aunque es previsible que en los próximos meses aumente conforme las estimaciones de beneficios esperados recojan el fuerte *shock* que supone el cierre temporal de las economías para las empresas y cuya cuantía es muy difícil de estimar por el momento. El valor de esta ratio cayó desde 11,9 a mediados de diciembre hasta 9,8 en marzo, su nivel más bajo desde mediados del año 2012. Asimismo, como muestra el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global también presentaron un comportamiento similar en el trimestre, si bien en todos los casos los niveles de estas ratios eran mayores que el del índice español, lo que refleja el mejor comportamiento relativo de las cotizaciones de estos mercados en los últimos años. Aun así, con la excepción del índice estadounidense S&P 500, que se mantiene en niveles parecidos, todas las ratios PER pasaron a situarse ampliamente por debajo de sus valores medios durante el periodo 2010-2020.

La fuerte caída de las cotizaciones dio lugar a un descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) desde 11,9 en diciembre hasta 9,8 en marzo, el nivel más bajo desde 2012 y muy por debajo de su media histórica.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad del Ibex 35, que había alcanzado mínimos históricos durante el último trimestre del ejercicio 2019, subió con fuerza hasta alcanzar su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, al igual que sucedió en las principales bolsas europeas e internacionales, en las que en algún caso como el de la Bolsa de Nueva York se llegó a suspender temporalmente la contratación en varias ocasiones²¹. Al cierre del primer

La volatilidad, que venía de mínimos históricos durante el último trimestre de 2019, aumentó con fuerza hasta alcanzar su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, al igual que sucedió en las principales bolsas de valores internacionales.

21 En la Bolsa de Nueva York existe un sistema de cierre automático que se aplica tanto a valores individuales como a índices de mercado. En el caso del índice S&P 500, el cierre se aplica si cae un 7 % por debajo de su cierre anterior, lo que se conoce como una disminución de nivel 1. Las disminuciones de nivel 2 y 3

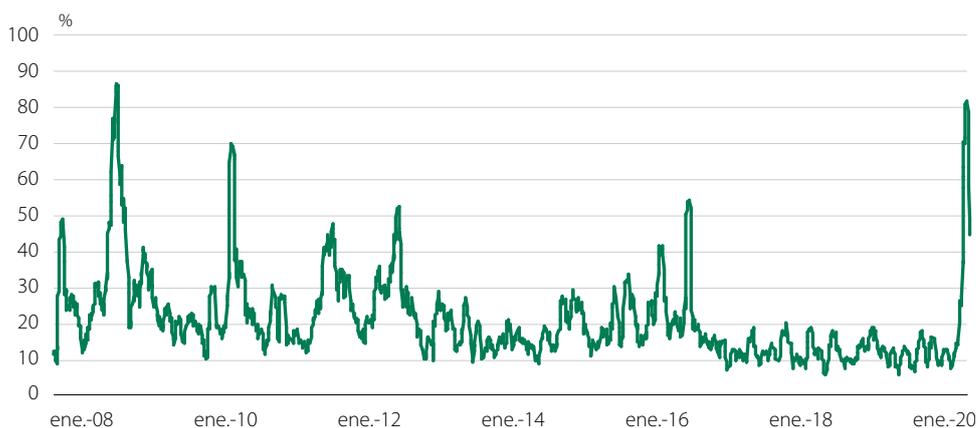
trimestre, la volatilidad del Ibex 35 se situaba por encima del 80 %, superando con creces el 57,5 % del promedio de todo el mes de marzo y casi 3 veces el promedio de todo el primer trimestre (28,2 %). La volatilidad del Ibex 35 se movió en un rango de más de 55 p.p. en marzo y de más de 70 en el trimestre. Este comportamiento de la volatilidad fue similar al de otros índices europeos como el Eurostoxx 50 (77,6 % al final del trimestre), pero el repunte fue algo menos pronunciado que en los índices estadounidenses, en los que el indicador de volatilidad histórica del Dow Jones alcanzó un máximo del 103,2 %²².

La CNMV prohibió durante un mes la realización de operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles.

Por otro lado, al igual que hicieron otros reguladores europeos²³, la CNMV prohibió durante un mes²⁴ —con efectos desde el 17 de marzo hasta el 20 de abril²⁵— la realización de operaciones sobre valores e instrumentos financieros que supongan la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en los centros de negociación españoles (bolsas de valores y Mercado Alternativo Bursátil, MAB) (véase recuadro 3). Asimismo, ESMA anunció la obligación de exigir temporalmente a los inversores con posiciones cortas netas en acciones cotizadas en mercados regulados de la UE que comuniquen a la autoridad nacional correspondiente cuando su posición sea igual o superior al 0,1 % de capital, frente al 0,2 % vigente hasta ese momento.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 14



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios del Ibex 35 de 21 días.

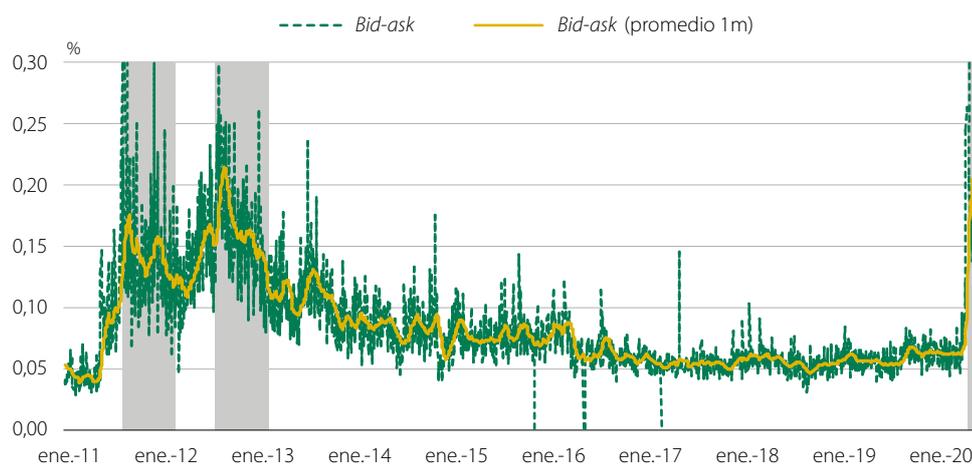
implican una caída del 13 % y 20 %, respectivamente. Los cierres automáticos de nivel 1 y 2 detienen la contratación durante 15 minutos, excepto si ocurre 35 minutos antes de la clausura definitiva. Los cierres de nivel 3 detienen la contratación por el resto del día de negociación.

22 La volatilidad del índice VIX —conocido como el índice del miedo— llegó a alcanzar el 64 %, su máximo histórico.

23 Los reguladores de Francia (AMF), Italia (CONSOB), Bélgica (FSMA) y Grecia (HCMC) también establecieron restricciones a las ventas en corto sobre valores cotizados en sus respectivos mercados.

24 Anteriormente, la CNMV había prohibido en la sesión del viernes 13 de marzo las ventas en corto sobre acciones de 69 sociedades cotizadas.

25 La CNMV extendió la prohibición un mes más, desde el 18 de abril hasta el 18 de mayo.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las áreas sombreadas del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a la prohibición más reciente, que comenzó el 16 de marzo de 2020. Las dos últimas prohibiciones afectan a todas las entidades.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron relativamente estables al comienzo del primer trimestre del año, pero conforme avanzó la crisis del coronavirus se deterioraron de forma sustancial, incrementándose el *spread* a la vez que lo hacía la volatilidad del mercado hasta valores que superaron los de la crisis financiera de 2008 y la de deuda de 2012. Este diferencial alcanzó el 0,107 % en promedio en el primer trimestre del año, pero se incrementó hasta el 0,25 % en la segunda mitad de marzo —casi 3 veces la media histórica de este indicador (0,091 %)—, cuando llegó a situarse transitoriamente por encima del 0,4 %, lo que podría estar parcialmente relacionado con la prohibición sobre las posiciones cortas.

En este entorno de alta volatilidad y de fuertes caídas de las cotizaciones, la contratación de renta variable española aumentó de modo destacable en el trimestre, hasta alcanzar el volumen más alto desde el primer semestre de 2018. El aumento se explica por la presión vendedora registrada como consecuencia de las caídas de precios, por las compras para el cierre de posiciones cortas tras el establecimiento de la prohibición a las ventas en corto y, también, porque la elevada volatilidad del mercado volvió a incentivar las modalidades de negociación algorítmica y de alta frecuencia²⁶. Así, la negociación de valores de renta variable españoles creció un 26,2 % en términos interanuales, hasta situarse por encima de 244.000 millones de euros, casi 51.000 millones más que en el mismo periodo de 2019, en línea con la tendencia de la mayoría de las principales bolsas europeas, en las que también se produjo un incremento significativo de la contratación²⁷. En términos diarios, la contratación media del mercado continuo en el primer trimestre alcanzó los 1.995 millones de euros,

Las condiciones de liquidez se deterioraron hasta niveles que superaron los de la crisis financiera de 2008 y la de deuda de 2012.

El repunte de la volatilidad del mercado favoreció el aumento de la contratación de los valores españoles, que fue del 26,3 % en términos interanuales en el primer trimestre...

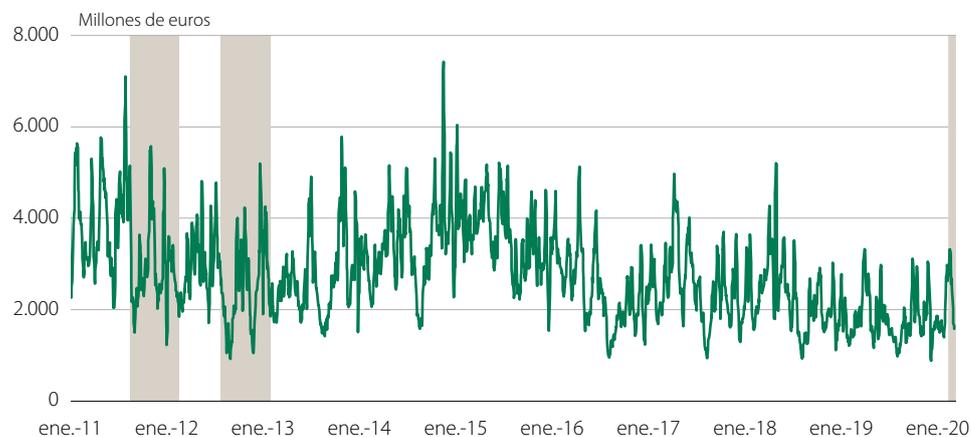
26 Denominada *High Frequency Trading (HFT)*.

27 Según datos de la World Federation of Exchanges, la contratación hasta febrero aumentó de modo destacado en términos interanuales en los principales mercados de valores europeos: un 29,0 % en Euronext,

un 17,6 % más que en el mismo periodo de 2019. Esta cifra también está por encima del promedio del trimestre anterior (1.979 millones de euros) y de 2019 en su conjunto (1.820 millones de euros). Cabe destacar, no obstante, que este incremento se produjo exclusivamente en el mes de marzo.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Las áreas sombreadas del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a la prohibición más reciente que comenzó el 16 de marzo de 2020. Las dos últimas prohibiciones afectan a todas las entidades.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

... y permitió que la contratación en centros de negociación y mercados competidores distintos del mercado de origen alcanzara el 47,8 % del total, el porcentaje más alto registrado de toda la serie histórica.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, un total de 126.698 millones de euros correspondieron al mercado regulado español (un 19,4 % interanual más), mientras que 117.730 millones (un 34,4 % más) se negociaron en otros centros de negociación y mercados competidores, que alcanzaron su volumen máximo histórico. Así, aunque la contratación en BME ha crecido de modo destacado en términos interanuales, apenas lo ha hecho respecto al trimestre anterior (un 0,8 % más), mientras que la de los centros de negociación y mercados competidores ha avanzado a un ritmo mucho más intenso en ambas mediciones. Esto ha permitido que la cuota de mercado de estos últimos haya continuado creciendo hasta alcanzar un nuevo máximo histórico del 47,8 %. La negociación de los centros de contratación y mercados regulados competidores sujetos a reglas de mercado se ha mantenido por encima del 40 % de la negociación total durante todos los trimestres del año 2019, observándose algunas recuperaciones transitorias de la cuota de mercado de BME. Sin embargo, en este trimestre el incremento de la volatilidad y, por tanto, de la negociación algorítmica y de alta frecuencia, que habitualmente se realiza en mayor medida en estos centros competidores, ha sido determinante para explicar el aumento de esta proporción hasta el máximo comentado (7,5 p.p. más que al cierre de 2019).

El mercado Cboe Global Markets siguió liderando la negociación de acciones españolas en el exterior, con el 72 % del total contratado fuera.

En cuanto a la contratación de las acciones españolas en el exterior, volvió a destacar el mercado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes

un 19,4 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia), un 25 % en Deutsche Borse y un 18,8 % en Cboe Europe.

diferentes, BATS y Chi-X—, con un nuevo incremento tanto de su negociación como de su cuota de mercado. Su contratación fue cercana a los 85.000 millones de euros en el primer trimestre, lo que supone el 72 % de la negociación en el exterior y en torno a dos tercios de lo contratado en BME. Asimismo, como ya sucedió en trimestres anteriores, siguió cambiando su distribución entre ambos libros de órdenes en beneficio de BATS. Tanto Turquoise como el resto de los operadores volvieron a perder cuota de mercado entre los centros competidores de BME, hasta situarse en el 6,8 % y el 21,1 %, respectivamente, puesto que su avance fue inferior al de la negociación total (véase cuadro 6).

Por otro lado, la CNMV autorizó el 25 de marzo la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de BME por parte de la suiza Six Group²⁸. La aprobación tuvo lugar una vez autorizada la adquisición por el Gobierno mediante acuerdo del Consejo de Ministros. La oferta se dirige al 100 % del capital de BME y el precio ofrecido es de 33,40 euros por acción.

La CNMV autorizó la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de BME por la suiza SIX Group.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 6

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	III 19	IV 19	I 20
Total	877.413,3	932.771,9	930.616,1	805.833,0	181.393,0	209.032,6	244.429,7
Admitida en SIBE	877.402,7	932.763,1	930.607,1	805.826,6	181.391,6	209.031,8	244.428,6
BME	631.107,2	633.385,7	579.810,4	460.267,4	99.552,2	125.712,6	126.698,3
Chi-X	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	20.312,6	16.053,1	22.954,9
Turquoise	51.051,8	44.720,1	42.833,4	30.550,6	6.730,5	5.711,7	7.954,3
BATS	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	42.557,4	39.694,3	62.025,5
Otros ²	32.984,5	61.346,5	29.552,2	58.236,1	12.238,9	21.860,2	24.795,5
Corros	7,5	8,1	8,2	6,2	1,4	0,7	1,1
Madrid	3,2	1,8	0,8	0,8	0,2	0,0	0,1
Bilbao	0,0	0,0	0,0	2,1	0,1	0,0	0,0
Barcelona	4,1	6,3	7,4	3,2	1,1	0,7	1,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	3,2	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera ³	6.033,0	6.908,0	3.517,1	3.480,5	698,0	962,1	987,7
MAB	5.066,2	4.987,9	4.216,3	4.007,7	710,4	1.345,8	1.145,3
Latibex	156,7	130,8	151,6	136,6	32,8	39,0	29,2
ETF	6.045,2	4.464,1	3.027,6	1.718,0	415,9	459,2	819,0
Total contratación BME	648.418,9	649.885,3	590.732,0	469.616,6	101.410,7	127.938,4	129.680,6
% RV española en BME respecto al total RV española	71,9	68,3	62,6	57,4	55,2	59,7	52,2

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

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

28 La oferta fue presentada el 18 de noviembre por Six Group a un precio de 34 euros por acción, de los que habría que descontar los dividendos pagados por la compañía.

	2017	2018	2019	II 19	III 19	IV 19	I 20
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	47	46	47	11	10	12	8
Ampliaciones de capital	45	45	47	11	10	12	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	91	81	52	13	10	15	15
Ampliaciones de capital	84	80	52	13	10	15	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV ²)	7	1	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	25.787,7	7.389,9	8.240,6	973,3	1.748,3	4.132,9	174,9
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	199,8	44,6	3.132,8	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	956,2	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
De las cuales ampliación	68,8	0,0	30,0	10,0	10,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	821,8	1.999,1	500,0	0,0	0,0	500,0	0,0
Ampliación de capital de contrapartida no monetaria ³	8.469,3	2.999,7	2.034,2	351,6	1.682,6	0,0	12,5
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	0,0	0,7	341,1	162,4
Otras	6.060,2	913,9	611,8	421,9	20,4	159,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.807,3	3.939,7	1.565,4	140,4	1.074,9	2,6	396,4
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	140,4	1.074,9	1,3	396,4
Total ampliaciones de capital	29.595,0	11.329,6	9.806,0	1.113,7	2.823,1	4.135,5	571,3
Ofertas públicas de venta	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	13	8	12	2	5	4	5
Número de emisiones	15	12	17	2	6	4	6
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	3,4	74,1	200,5	18,3
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	3,4	74,1	200,5	18,3
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	0,0	30,0	196,3	0,1
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

La emisión de nuevas acciones alcanzó su nivel más bajo desde el segundo trimestre de 2018 y fueron en su mayoría bajo el formato dividendo elección. Asimismo, no tuvo lugar ninguna salida a bolsa en el trimestre.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron 571,3 millones de euros en el primer trimestre, lo que representa menos de un tercio del importe emitido en el mismo trimestre de 2019 y la cifra más baja desde el segundo trimestre de 2018 (véase cuadro 7). Las ampliaciones de capital se concentraron en su mayoría en el formato de dividendo elección, coincidiendo con el pago en enero del dividendo de algunas grandes compañías energéticas bajo este formato, si bien esta modalidad continuó perdiendo atractivo tanto entre los inversores como entre los emisores. Aun así, es probable que esta opción vuelva a utilizarse con mayor intensidad en un futuro próximo, si las compañías perciben la necesidad de reforzar su capital en el contexto de la crisis. El resto de las ampliaciones correspondió en su mayoría a ampliaciones de capital por conversión, aunque su importe fue muy reducido, de

modo que las ampliaciones de capital con captación de recursos alcanzaron el nivel más bajo de los últimos años. Asimismo, al igual que sucedió en todo el ejercicio 2019, no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) en el trimestre. El escenario de incertidumbre y volatilidad esperado para los próximos meses hace poco probable que se produzca alguna operación de este tipo en el futuro inmediato.

Por otro lado, numerosas empresas, especialmente bancos²⁹, han anunciado la cancelación de sus dividendos o su intención de retrasar o reducir el importe de estos, así como la cancelación de sus programas de recompra de acciones, para reforzar sus balances y hacer frente a los retos económicos y financieros planteados por la crisis del coronavirus.

Numerosas empresas han anunciado la cancelación de sus dividendos y otras acciones para reforzar sus balances en el contexto de la crisis.

La CNMV introduce restricciones a la operativa en corto sobre valores cotizados en las bolsas españolas

RECUADRO 3

En un entorno de extrema volatilidad y de fuertes caídas en las cotizaciones, que se acentuaron en el mes de marzo, varias autoridades de valores europeas¹, entre ellas la española, decidieron establecer limitaciones a la operativa en corto sobre determinadas acciones. Estas decisiones se pueden adoptar sobre determinados instrumentos financieros ante situaciones de caídas significativas de sus precios o, de forma más general, cuando concurren circunstancias que constituyen una seria amenaza para la estabilidad financiera. En paralelo, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) decidió reducir temporalmente el umbral que determina la obligación de comunicar a la autoridad nacional competente de referencia las posiciones cortas de los tenedores desde el 0,2 % del capital emitido hasta el 0,1 %².

La CNMV, que desde los años de la crisis de deuda soberana en 2011 y 2012 solo había adoptado una medida de esta naturaleza con respecto a un valor específico (la acción de Liberbank, tras la resolución de Banco Popular), adoptó una primera decisión de prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre determinados valores y una segunda decisión posterior de prohibición de la constitución o el incremento de posiciones cortas netas, que repercutió en la totalidad de los valores y que recientemente ha sido prorrogada hasta el 18 de mayo. La primera decisión³ afectó a todas las acciones consideradas líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio hubiese caído más de un 10 % en la sesión anterior (12 de marzo) y a todas las acciones consideradas ilíquidas cuya caída hubiese superado el 20 %. En total afectó a 69 valores.

Posteriormente, el 17 de marzo la CNMV prohibió, conforme al artículo 20 del Reglamento (UE) n.º 236/2012, de forma temporal (hasta el 17 de abril) la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las que la CNMV es la autoridad competente, de acuerdo con lo que se prevé en el mismo reglamento⁴. Los días subsiguientes adoptaron medidas similares los supervisores francés, italiano, belga, austriaco y griego. La prohibición fue prorrogada posteriormente desde el 18 de abril hasta el 18 de mayo, ambas fechas incluidas, y podrá a su vez prorrogarse por

29 Los supervisores bancarios y de seguros han instado a las entidades financieras y aseguradoras a suspender el pago de dividendos.

periodos renovables no superiores a 3 meses, si se mantienen las circunstancias que la motivaron, de conformidad con el artículo 24 del reglamento mencionado anteriormente, o bien levantarse en cualquier momento sin agotar el plazo, si se considerase necesario. La prórroga⁵, que se aprobó tras diversos contactos con los supervisores de valores de los restantes países europeos que han adoptado medidas similares, se le notificó a ESMA según lo previsto en el reglamento y su motivación fue la persistencia de los riesgos e incertidumbres para la evolución de la economía y el mercado en el contexto de la situación creada por el COVID-19, el alto nivel de volatilidad y el riesgo de que puedan producirse movimientos de precios desordenados.

La prohibición afecta a cualquier operación sobre acciones o índices, incluidas operaciones de contado, derivados en mercados organizados o derivados OTC, que suponga crear una posición corta neta o aumentar una preexistente, aunque sea de forma intradiaria. Se entenderá por posiciones cortas netas las definidas en el artículo 3.1 del Reglamento (UE) n.º 236/2012. Estas posiciones incluyen las ventas en corto aunque estén cubiertas por préstamos de valores. Se excluyen del ámbito de la prohibición las siguientes operaciones:

- Las actividades de creación de mercado en los términos previstos en el Reglamento sobre ventas en corto.
- La creación o el incremento de posiciones cortas netas cuando el inversor que adquiere un bono convertible tiene una posición neutral en términos de delta entre la posición en el elemento de renta variable del bono convertible y la posición corta que se toma para cubrir dicho elemento.
- La creación o el incremento de posiciones cortas netas cuando la creación o el incremento de la posición corta en acciones estén cubiertos con una compra equivalente en términos de proporción en derechos de suscripción.
- La creación o el incremento de posiciones cortas netas a través de instrumentos financieros derivados sobre índices o cestas ponderadas de instrumentos financieros cuando el peso de los valores afectados por la prohibición no supere la mitad del índice o cesta (el alcance de esta excepción varía con respecto a la prohibición inicial, que se refería al número de instrumentos financieros, no a su ponderación o peso en el índice o cesta).

Las restricciones a la operativa en corto, que pueden estar indicadas en situaciones excepcionales, afectan a la eficiencia de los mercados, al reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez o el propio volumen de negociación. La CNMV está realizando un análisis específico para evaluar la repercusión en este caso de la medida adoptada.

1 En particular las de Italia, Austria, Bélgica, Francia y Grecia.

2 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-requires-net-short-position-holders-report-positions-01-and-above>

3 La decisión se tomó de conformidad con el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, que faculta a las autoridades nacionales competentes para restringir temporalmente las ventas en corto en el caso de una caída significativa en su precio. <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={031a482c-b537-469d-8c45-b131829d3647}>

4 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={ec400229-cbc3-4ac7-a4b4-e7d18c5cdec2}>

5 <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={c74b6335-d151-4fe1-993f-b29c0bb67382}>

3.2 Los mercados de renta fija

Los mercados de deuda iniciaron el año con ligeros repuntes en las rentabilidades, ante la perspectiva de que las autoridades monetarias no adoptarían ninguna medida adicional de política monetaria e incluso podrían plantearse una revisión de su estrategia, como consecuencia de la resolución de algunos elementos de incertidumbre que afectaban a los mercados. En este contexto, la extensión del coronavirus por Europa y el inicio de las turbulencias en los mercados financieros se tradujo en un proceso de sustitución de activos de deuda de mayor riesgo por emisiones de deuda de mayor calidad crediticia (*flight to quality*). En paralelo, se originó un aumento notable de las primas de riesgo soberanas y de la deuda corporativa de aquellos Estados y compañías más vulnerables, en los que el impacto sobre las cuentas públicas y actividad económica se espera que sea más significativo, que solo cambiaron su tendencia cuando los Gobiernos anunciaron medidas de estímulo económico y, especialmente, cuando el BCE anunció nuevas medidas excepcionales de política monetaria. Estas últimas incluyeron un voluminoso programa de compras de deuda específico para paliar los efectos de la pandemia, entre otros acabar con los repuntes de los intereses de la deuda de los países más afectados por la extensión del virus, denominado en inglés Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), cuyos detalles se comentaron en el epígrafe 2.1 y el recuadro 1 de este informe.

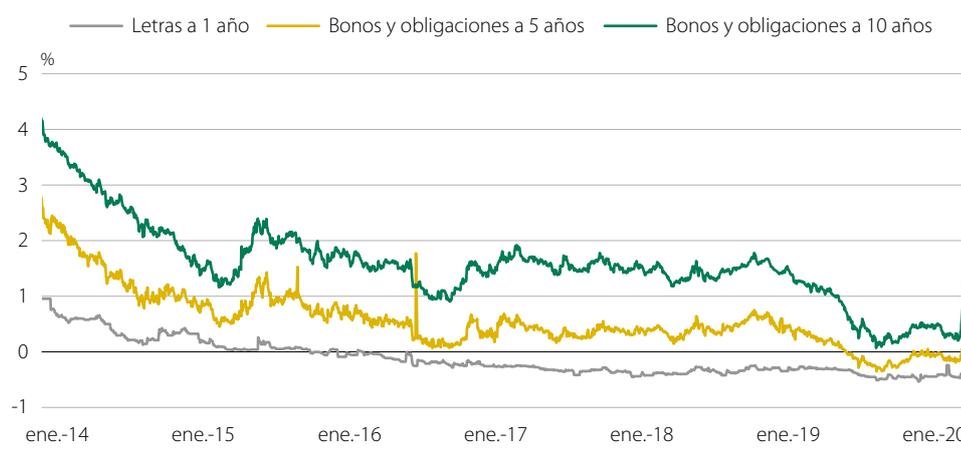
Las turbulencias de los mercados financieros se manifestaron en los de deuda en repuntes de las primas de riesgo soberanas y de la deuda corporativa de los Estados y compañías más vulnerables, que solo se relajaron tras el anuncio del programa de compras de deuda del BCE específico para paliar los efectos de la pandemia.

Los tipos de la deuda pública española, al igual que los de otras economías del sur de Europa, presentaron ligeras alzas en el trimestre, que finalmente fueron atenuadas por el efecto positivo del programa de compras del BCE, mientras que los de las economías europeas del norte presentaban ligeros retrocesos, que se concentraban en mayor medida en Alemania y Holanda. Los tipos de la renta privada a largo plazo también experimentaron avances, que fueron más destacables en el caso de la deuda corporativa con peor calificación crediticia. Como consecuencia de todo ello, la prima de riesgo española aumentó 48 p.b. en el trimestre, hasta situarse en 114 p.b., aunque alcanzó máximos puntuales cercanos a los 150 p.b.

A pesar del efecto positivo de las compras del BCE, los tipos tanto de la deuda pública como de la privada presentaron alzas en el trimestre, que fueron más intensas en los activos de deuda con peor calificación crediticia.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

En este contexto, las emisiones de renta fija de los emisores españoles registradas en la CNMV experimentaron pocos cambios en el primer trimestre, mientras que las efectuadas en el exterior siguieron aumentando.

El rendimiento de la deuda pública a corto plazo aumentó ligeramente, aunque siguió en valores negativos por quinto año consecutivo, mientras que el de los pagarés de empresa presentó leves retrocesos gracias al reforzamiento de la política monetaria ultraexpansiva del BCE.

En este contexto de tipos reducidos y cierta estabilidad de los mercados hasta el mes de febrero, las emisiones registradas en la CNMV se mantuvieron relativamente estables en el trimestre, mientras que las realizadas en el exterior volvieron a crecer, afianzando el hecho de que los importes emitidos fuera superan el volumen registrado en España, como ya sucedió en el conjunto de 2019. Además, los emisores siguieron aprovechando las buenas condiciones del mercado y su reducido coste para financiarse a medio y largo plazo, por lo que es previsible que muchas compañías —al menos las más grandes— cuenten con un nivel suficiente de liquidez para poder hacer frente en mejores condiciones a los riesgos e incertidumbres asociados a la pandemia.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo mostraron un comportamiento dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el primer trimestre, observándose ligeras alzas en el caso de la primera y leves retrocesos en el de la segunda. De este modo, el rendimiento de la deuda pública entra en su quinto año consecutivo de valores negativos para todo el tramo corto de la curva debido al reforzamiento de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, que ahora adopta medidas excepcionales para paliar los efectos del coronavirus³⁰. Así, a finales de marzo el rendimiento en el mercado secundario de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,28 %, el -0,24 % y el -0,28 %, respectivamente, ligeramente por encima de los valores del cierre de 2019, así como del tipo establecido por el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,50 %), con el que habitualmente se mantenían en línea. Todas las subastas de letras del mercado primario continuaron adjudicándose a tipos negativos y las últimas efectuadas en marzo también lo fueron (a plazos mayores presentaron rendimientos positivos³¹). En el caso de la renta fija privada a corto plazo las rentabilidades observadas a finales del primer trimestre eran inferiores a las del trimestre anterior, concentrándose los mayores retrocesos en los plazos de 6 y 12 meses, unos activos que ahora podrían ser elegibles dentro del programa de compras del BCE³². Sin embargo, se observa un importante número de emisores de menor tamaño que han dejado de emitir pagarés, bien por las mayores dificultades para colocarlos o bien por su mayor coste, al elevarse la rentabilidad exigida por los inversores. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión alcanzaba valores que en marzo se situaban entre el 0,19 % de la referencia a 3 meses y el 0,58 % de los pagarés a 12 meses³³ (véase cuadro 8).

30 El nuevo programa PEEP, dotado con 750.000 millones de euros, incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días.

31 Las subastas de bonos a 3 y 5 años realizadas el 2 de abril presentaron un tipo marginal del 0,107 % y el 0,276 %, respectivamente.

32 El BCE adquiriría en el marco de su programa de compras PEPP deuda a corto plazo, entre la que se podrían incluir los pagarés emitidos por algunas empresas españolas (como Endesa, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Red Eléctrica, Ferrovial, Naturgy, Abertis, Aena, ACS, Amadeus, Cellnex, Colonial, ACS y Viesgo), siempre y cuando cuenten con un calificación crediticia mínima de BBB- según Standard & Poors, Fitch y DBRS o de Baa3 según Moody's.

33 En materia de pagarés cabe resaltar que en el programa de avales que se ha establecido recientemente en el Real Decreto-ley, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo, se indica 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.

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19	mar.-20
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,62	-0,50	-0,58	-0,47	-0,54	-0,58	-0,28
6 meses	-0,45	-0,41	-0,47	-0,38	-0,53	-0,47	-0,24
12 meses	-0,42	-0,33	-0,48	-0,38	-0,49	-0,48	-0,28
Pagarés de empresa^{1,2}							
3 meses	0,39	0,24	0,20	0,21	0,16	0,20	0,19
6 meses	0,26	0,19	0,52	0,58	0,17	0,52	0,23
12 meses	0,19	0,07	0,71	1,06	0,43	0,71	0,58

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre mostrando una tendencia relativamente estable y con valores negativos hasta el plazo de 5 años, ante la perspectiva de que tanto el BCE como la Reserva Federal mantendrían su política monetaria acomodaticia al objeto de evitar la ralentización tanto en Europa como en EE. UU. e impulsar el crecimiento económico. Conforme se conocía la propagación del virus por España, los tipos comenzaron a subir para todo el tramo medio y largo de la curva, donde pasaron a tomar valores positivos e incluso recuperaron transitoriamente valores superiores al 1 % en el plazo de 10 años. Después disminuyeron conforme el BCE intensificaba sus compras de deuda pública³⁴ y anunciaba un nuevo programa de compras Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)³⁵ de mayor magnitud y alcance. Así, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba al cierre de marzo en el 0,02 %, el 0,26 % y el 0,68 %, respectivamente (véase cuadro 9). En el transcurso del trimestre la curva de tipos ha pasado de presentar valores negativos hasta el plazo de 5 años a hacerlo hasta el plazo de 2 años, puesto que la referencia a 3 años cerró el trimestre con valores ligeramente positivos.

En el caso de la renta fija privada, el comportamiento fue diferente, observándose notables alzas para todos los plazos de la curva, que llevaron a las rentabilidades a situarse en su nivel más alto desde finales de 2018. Así, a pesar de que se mantiene y se ha ampliado la dotación del programa de compras de deuda corporativa³⁶ del BCE, su alcance se limita a un número reducido de emisores con un *rating* mínimo de grado inversión, por lo que el alza de los tipos recoge las caídas de precios de los activos con más riesgo³⁷, entre los que se ha observado un incremento significativo

El rendimiento de la deuda pública a largo plazo aumentó para toda la curva, aunque las alzas fueron atenuadas gracias al efecto positivo de los programas de compras del BCE. Así, la curva de tipos pasó de presentar valores negativos hasta el plazo de 5 años a hacerlo únicamente hasta el de 2 años.

En el caso de la renta fija privada, el comportamiento fue diferente, observándose alzas en las rentabilidades, que fueron el reflejo de las caídas de los precios de los activos de mayor riesgo.

34 Hasta el 2 de abril, el BCE había adquirido deuda pública por un importe neto de 2.261.887 millones de euros, de los cuales 266.616 millones correspondían a títulos españoles.

35 El programa de compras de emergencia, que incluye compras de activos públicos y privados, se puso en marcha en marzo y hasta el 3 de abril acumulaba compras por importe de 30.153 millones de euros.

36 El programa de compras de deuda corporativa acumulaba hasta el 2 de abril un volumen de compras por importe de 203.405 millones de euros, de los cuales más del 18 % se adquirió en el mercado primario.

37 La muestra utilizada para calcular los tipos de interés incluyó un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo, entre ellos cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado inversión, bonos de alta rentabilidad e incluso deuda sin calificación crediticia.

de los *spreads* exigidos a la deuda *high yield* o de menor calidad crediticia, así como un fenómeno de *flight to quality*, puesto que muchos inversores han sustituido sus inversiones en deuda de este tipo por activos de deuda pública o con menor riesgo. A finales de marzo las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,48 %, el 0,65 % y el 1,49 %, respectivamente, lo que implicaba una prima de riesgo de entre 39 y 81 p.b. respecto a los activos de deuda pública. Además, las emisiones de varios emisores sufrieron, en la segunda parte de marzo, una rebaja en sus calificaciones crediticias o una revisión negativa sobre su perspectiva, que recogen los riesgos que afrontan sus actividades como consecuencia del impacto económico de la pandemia.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo

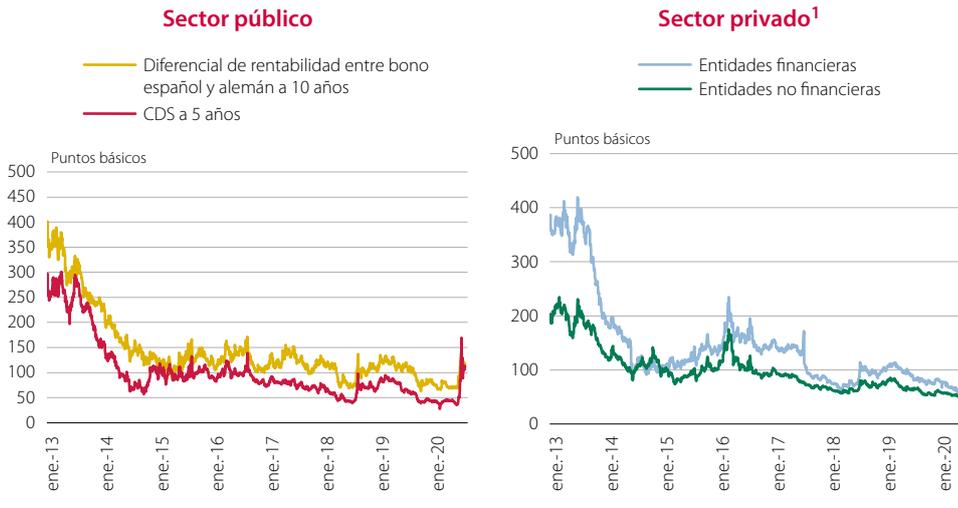
CUADRO 9

%							
	dic.-17	dic.-18	dic.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19	mar.-20
Renta fija pública							
3 años	-0,09	-0,04	-0,29	-0,31	-0,44	-0,29	0,02
5 años	0,31	0,43	-0,06	-0,10	-0,27	-0,06	0,26
10 años	1,46	1,43	0,45	0,50	0,20	0,45	0,68
Renta fija privada							
3 años	0,44	0,67	0,20	0,19	-0,10	0,20	0,48
5 años	0,41	0,55	0,23	0,34	0,10	0,23	0,65
10 años	1,16	1,52	0,79	1,05	0,63	0,79	1,49

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

La prima de riesgo soberano se incrementó 48 p.b., hasta alcanzar 117 p.b., aunque tuvo repuntes transitorios hasta 148 p.b.

La prima de riesgo soberano —medida como la diferencia de rentabilidad entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— comenzó el ejercicio en 66 p.b., cerca de su mínimo anual de 60 p.b. de 2019, y se mantuvo sin apenas cambios hasta finales de febrero, cuando comenzó a subir conforme la incertidumbre se extendía en los mercados. Este indicador continuó subiendo hasta mediados de marzo, situándose en 148 p.b. como consecuencia de la elevada incertidumbre sobre los efectos de la crisis en las finanzas públicas de las economías europeas, lo que podría generar tensiones en las primas de riesgo soberanas de las economías con mayores niveles de deuda. Como se ha comentado previamente, los anuncios de los programas de compras del BCE y la intensificación de su compras permitieron que las presiones sobre las primas de deuda se relajasen y que, en el caso español, finalizaran el trimestre en 114 p.b., 48 p.b. por encima del valor de principios de año. Asimismo, las alzas fueron similares para la prima de riesgo estimada utilizando el CDS (*credit default swap*) del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el de su subyacente—, que cerró el trimestre en 105 p.b., frente a los 41 p.b. de finales de 2019 (véase panel izquierdo del gráfico 18). A corto plazo, su comportamiento —como el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— va a estar condicionado por los efectos de la pandemia en la economía española y los plazos e intensidad de la recuperación, así como por el impacto de las medidas fiscales y de política monetaria establecidas por la UE, el Gobierno español y el BCE, respectivamente, para apoyarla.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Las primas de los subsectores privados de la economía experimentaron una trayectoria similar a la de la deuda pública, aunque sus alzas fueron algo más intensas en el caso de las entidades financieras. Estas últimas, a pesar de contar con el apoyo del BCE que les permite acceder a financiación a largo plazo y a bajo coste a través de la tercera ronda de financiación, se enfrentan a incertidumbres y riesgos crecientes³⁸ como consecuencia del escenario de recesión esperado. Este nuevo escenario extenderá en el tiempo su margen de intereses decreciente —como consecuencia de la prolongación del entorno de tipos de interés reducidos— e incluirá un probable deterioro de sus niveles de morosidad, en un contexto de menor actividad comercial y crediticia. Por el lado positivo, además de la extensión de las facilidades de financiación³⁹, el BCE prolongará e incrementará de modo significativo sus programas de compras de deuda, que incluyen programas específicos de compras de títulos emitidos por las entidades financieras como las cédulas hipotecarias y titulizaciones⁴⁰ (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente), a las que se unen ahora las compras de estos títulos a través del PEPP.

En el caso de las compañías no financieras, el ascenso de las primas fue más moderado, pese a lo cual alcanzaron su valor más alto desde finales del año 2016. A pesar de que estas compañías se benefician también del efecto positivo de los programas de compras del BCE, sus primas acusan el impacto potencial del deterioro económico en sus negocios, así como de un previsible incremento de sus

Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía aumentaron, siendo las alzas más significativas para las entidades financieras como consecuencia del impacto y los riesgos que tendrá la previsible crisis económica en sus márgenes y en sus balances.

Las primas de riesgo de los sectores privados de la economía aumentaron, siendo las alzas más significativas para las entidades financieras como consecuencia del impacto y los riesgos que tendrá la previsible crisis económica en sus márgenes y en sus balances.

38 El BCE ha instado a los bancos a anular la distribución de dividendos con cargo a los resultados de 2019 y 2020.

39 El BCE ha anunciado un paquete de medidas temporales que relajan las exigencias sobre las garantías y la valoración del colateral aportado en las operaciones de préstamo.

40 El programa de compras de cédulas hipotecarias (*covered bonds*) acumulaba hasta el 2 de abril compras por importe de 275.233 millones de euros, de los cuales más del 38 % fue adquirido en el mercado primario. Por su parte, el programa de compras de titulizaciones (*asset-backed securities*) acumulaba en la misma fecha compras por valor de 31.691 millones de euros, de los que casi el 52 % fue adquirido en el mercado primario.

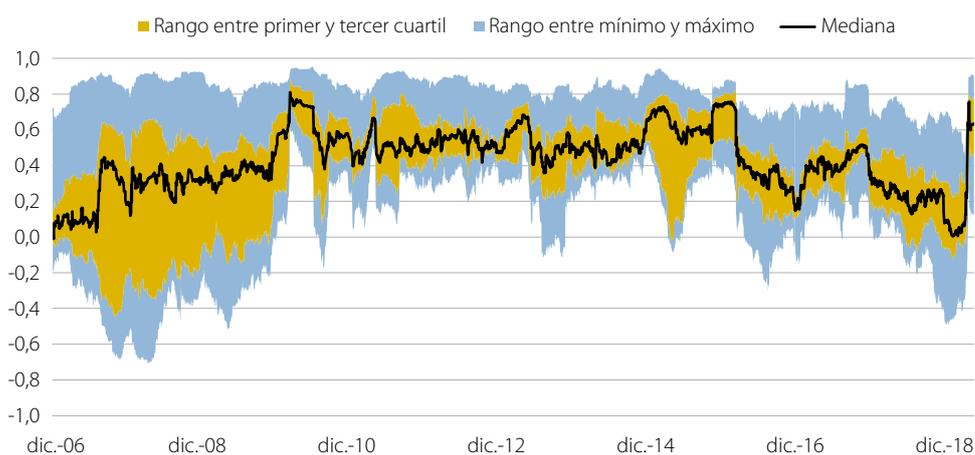
costes financieros originado por el aumento de su riesgo de crédito. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 125 p.b., 60 p.b. por encima de los 65 p.b. con los que inició el año; en el caso de las entidades no financieras, en cambio, la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 98 p.b., frente a los 52 p.b. de cierre del trimestre anterior.

La correlación entre los precios de los activos, que había disminuido de forma notable en el último trimestre de 2019, volvió a crecer con intensidad en los primeros meses de 2020. Las caídas de precios generalizadas entre activos explican esta evolución del indicador.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros españoles, que había disminuido de forma significativa durante el último trimestre de 2019 hasta situarse en su valor más bajo de la última década, volvió a crecer con mucha intensidad en el primer trimestre de este año y alcanzó su nivel más alto desde el segundo semestre de 2016 como consecuencia de las incertidumbres asociadas a la crisis sanitaria. El valor del indicador, uno de los de los más elevados observados en la última década, implica que las incertidumbres —y, por tanto, los potenciales riesgos originados a raíz de la crisis— se trasladaron a los diferentes tipos de activos disponibles, incluidas tanto acciones como deuda y crédito. Estas incertidumbres se tradujeron en caídas de precios generalizadas y dieron lugar al citado aumento de la correlación general.

Indicador de correlación entre clases de activos^{1,2}

GRÁFICO 19



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

El volumen de emisiones de renta fija registrado en la CNMV experimentó un leve descenso en el primer trimestre...

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el primer trimestre de 2019 se situaron en 20.203 millones de euros, un 3,2 % menos que las registradas en el mismo periodo del año anterior. El volumen de emisiones se mantiene en valores reducidos como en otros trimestres anteriores, y sigue condicionado por el elevado volumen de la actividad emisora en el exterior, que en 2019 ya superó las emisiones registradas en la CNMV. Además, muchas compañías aprovecharon durante 2019

las buenas condiciones del mercado para financiarse a un coste reducido, lo que disminuye sus necesidades para este año y, además, las entidades financieras disponen de otras fuentes de financiación atractivas, como la tercera ronda de financiación del BCE, para hacerlo en buenas condiciones. En cuanto a la composición de las emisiones, tanto en términos absolutos como relativos, los mayores incrementos correspondieron a las cédulas hipotecarias (56 %), los bonos de titulización (58 %) y los pagarés de empresa (53 %). En el caso de las primeras, su actividad se limita a la renovación de emisiones vencidas, puesto que su emisión está condicionada por la evolución del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que sigue reduciéndose⁴¹; las segundas corresponden a 2 programas de emisiones de titulización STS realizadas por sendas entidades de financiación; por su parte, las emisiones de los últimos se ven favorecidas por el retorno a España de los programas de emisión de pagarés de algunas compañías desde el exterior⁴². Por el contrario, el mayor retroceso correspondió a las emisiones de bonos y obligaciones simples, que se redujeron a menos de la mitad, debido a que la SAREB realizó una única emisión por importe de 4.064 millones de euros, frente a las 3 emisiones por un importe agregado superior a 10.200 millones de euros que registró en 2019.

Por su parte, las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los primeros meses del año (datos hasta febrero) continuaron manteniendo el dinamismo observado en el ejercicio anterior y crecieron hasta situarse en 26.098 millones de euros, la cifra más alta de los últimos trimestres y un 48 % superior a la del mismo periodo de 2019. El mayor crecimiento correspondió a las emisiones de deuda a largo plazo, que se incrementaron un 83 %, debido al aumento de las emisiones de bonos, que se duplicaron con creces, mientras que las emisiones de pagarés a corto plazo tuvieron un crecimiento más moderado (19 %). Por tanto, se puede deducir que las empresas han aprovechado las buenas condiciones del mercado —tanto en lo que respecta disponibilidad de fondos como a costes reducidos— para financiarse a largo plazo: las emisiones a largo plazo representaron el 55 % del total, frente al 44 % del mismo periodo del año anterior. Los datos preliminares de 2020 parecen anticipar, sujeto a los cambios que puedan derivarse de la nueva situación provocada por la pandemia, que la tendencia observada en 2019, cuando las emisiones en el exterior superaron por primera vez las registradas en la CNMV⁴³, va a mantenerse en este ejercicio o, incluso, intensificarse. Por otra parte, volvió a destacar el aumento de las emisiones de las filiales de empresas españolas en el resto del mundo, que se situaron en 18.315 millones de euros (datos hasta febrero), un 38 % más que en 2019. De este importe, el 77 % correspondió a bancos y el resto, a empresas no financieras, lo que refleja el crecimiento de las filiales de los bancos españoles dentro de su proceso de internacionalización y crecimiento en otras regiones.

... mientras que las emisiones españolas en el exterior siguieron creciendo, concentrándose en mayor medida en deuda a largo plazo.

41 Hasta febrero, según datos del Banco de España, el saldo del crédito hipotecario a hogares caía un 1,1 % en tasa interanual, hasta situarse en 517.102 millones de euros.

42 Como el caso de la energética Endesa, que ha pasado a registrar de nuevo sus emisiones de pagarés en la CNMV.

43 Estas emisiones representaron un 53 % del total en 2019 (un 47 % en 2018).

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 10

	2016	2017	2018	2019	2019		2020
					III	IV	I ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	139.028	109.487	101.296	90.161	19.968	35.018	20.203
Cédulas hipotecarias	31.643	29.824	26.575	22.933	6.750	7.508	6.250
Cédulas territoriales	7.250	350	2.800	1.300	0	1.300	0
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170	30.006	35.836	29.602	1.533	12.084	6.159
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35.505	29.415	18.145	18.741	4.909	9.681	3.066
Pagarés de empresa ²	22.960	17.911	15.089	15.085	5.275	4.446	4.728
De titulización	1.880	1.800	240	0	0	0	0
Resto de pagarés	21.080	16.111	14.849	15.085	5.275	4.446	4.728
Otras emisiones de renta fija	1.500	981	0	1.500	1.500	0	0
Participaciones preferentes	0	1.000	2.850	1.000	0	0	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.279	6.505	4.923	3.214	459	2.088	861
Emisiones aseguradas	421	0	0	0	0	0	0
					2019	2020	
En el exterior por emisores españoles	2016	2017	2018	2019	III	IV	I¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	58.587	84.760	89.358	100.321	23.754	22.318	26.098
A largo plazo	31.655	61.095	38.425	53.234	12.342	10.552	14.384
Participaciones preferentes	1.200	5.844	2.000	3.070	918	100	1.500
Obligaciones subordinadas	2.333	5.399	2.250	1.755	0	0	0
Bonos y obligaciones	28.122	49.852	34.175	48.409	11.424	10.452	12.884
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	26.932	23.665	50.933	47.087	11.412	11.766	11.714
Pagarés de empresa	26.932	23.665	50.933	47.087	11.412	11.766	11.714
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: Emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2019	2020	
	2016	2017	2018	2019	III	IV	I¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	56.674	66.790	91.446	92.284	22.187	17.789	18.315
Instituciones financieras	11.427	19.742	43.234	57.391	13.568	13.825	14.152
Sociedades no financieras	45.247	47.585	48.212	34.893	8.619	3.964	4.163

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

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

3 Datos hasta el 28 de febrero.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión, tras haber interrumpido en 2018 el crecimiento sostenido y elevado que había durado 5 años, volvió a aumentar con fuerza en 2019 y se situó en 279.377 millones de euros a finales de año, un 7,8 % más que al cierre del ejercicio anterior. El 90 % de este avance patrimonial se explica por el rendimiento positivo de los activos en sus carteras. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el 7,1 % en 2019, lo que se explica fundamentalmente por el avance de las cotizaciones en los mercados de renta variable a nivel mundial y, en especial, durante la primera parte del año. Las suscripciones netas fueron negativas durante los 3 primeros meses de 2019, influenciadas todavía por el retroceso de las bolsas de finales de 2018, y positivas durante el resto del año, especialmente en el cuarto trimestre (2.248 millones de euros). De esta forma, en el conjunto del año, las suscripciones netas fueron de 2.467 millones de euros, una cifra muy inferior a la de los últimos ejercicios.

A diferencia de años anteriores y a pesar de la prolongación del contexto de tipos de interés reducidos, los partícipes no mostraron una preferencia mayoritaria por las categorías de fondos de mayor riesgo, ya que parte de ellos optaron por fórmulas más conservadoras como consecuencia del comportamiento desfavorable de los mercados en 2018, especialmente en la última parte del año. Con todo, en el conjunto del ejercicio, la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue, con diferencia, la de los fondos de renta fija, con un total de 10.733 millones de euros, seguida de las categorías de renta variable internacional (4.114 millones de euros) y renta variable mixta (3.289 millones de euros). En el lado opuesto, los mayores reembolsos (en términos netos) correspondieron a los fondos de renta variable euro, con una salida de recursos de 3.588 millones de euros, y a los fondos de gestión pasiva, con 3.027 millones (véase cuadro 11). En esta última vocación se llevan produciendo importantes reembolsos durante los últimos 3 años, lo que ha provocado que desde finales de 2016 su patrimonio se haya reducido prácticamente a la mitad.

El rendimiento de la cartera de los fondos de inversión en 2019 fue positivo, sin excepción, en todas las categorías y fueron las vocaciones con mayor relevancia de acciones en su cartera las que mostraron las rentabilidades más altas. Así, los fondos de renta variable internacional y renta variable euro experimentaron una revalorización de su cartera del 22,2 % y del 14,3 %, respectivamente. Los fondos de renta variable mixta también registraron una rentabilidad elevada, ya que el rendimiento de su cartera se situó en el 9,3 %. La categoría que, por el contrario, mostró una rentabilidad menor fue la de renta fija, con una cifra del 1,4 %.

El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 7,8 % en 2019 debido, sobre todo, al rendimiento positivo de sus activos, en un año de menores suscripciones netas por parte de los partícipes.

A pesar del contexto actual de tipos de interés, una buena parte de los partícipes optó por invertir en categorías de fondos menos arriesgadas que en años anteriores, influenciados por el comportamiento desfavorable de los mercados de renta variable en 2018.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo en todas las categorías, más elevado para aquellas que invierten una proporción mayor en renta variable.

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	21.325,0	7.841,8	2.467,4	-402,3	326,2	295,6	2.247,9
Rta. fija ¹	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	2.996,7	2.469,2	4.352,6	914,1
Rta. fija mixta ²	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	-543,8	-1.631,4	-949,3	1.618,4
Rta. vble. mixta ³	5.498,6	2.485,9	3.288,8	-27,3	2.623,8	-0,8	693,1
Rta. vble. euro ⁴	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-1.331,1	-1.272,8	-518,3	-466,0
Rta. vble. internacional ⁵	4.514,0	3.864,1	4.113,8	-183,5	-38,9	2.843,5	1.492,7
Gar. rta. fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	98,3	24,2	-126,2	-278,9
Gar. rta. vble. ⁶	-309,5	-667,2	-1.857,0	-28,5	-4,7	-745,2	-1.078,6
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	182,9	93,2	-3.325,4	495,4
De gestión pasiva ⁷	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	-270,6	-680,3	-780,1	-1.295,8
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.295,4	-1.256,1	-454,9	153,5

Fuente: CNMV.

- 1 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 corto plazo.
- 2 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: renta variable euro.
- 5 Incluye: renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El número de fondos continuó descendiendo en 2019, en especial los fondos de gestión pasiva.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras continuó reduciéndose como consecuencia del proceso de racionalización llevado a cabo desde 2013, aunque de forma más moderada que en años anteriores (entre 2013 y 2016 el número de fondos disminuyó en cerca de 450). Así, el número de fondos a finales de año era de 1.710, es decir, 15 menos que al cierre de 2018. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos de gestión pasiva, con 39 fondos menos, seguidos por los fondos de retorno absoluto, con una reducción de 15. En cambio, los fondos de renta variable internacional, que ya habían aumentado en 2018 con 25 fondos más, mostraron un nuevo crecimiento en 2019 con 27 instituciones.

El número de partícipes superó los 11,7 millones a finales de año, destacando el avance en los fondos de renta fija, que fueron, a su vez, los que atrajeron mayores suscripciones.

Por su parte, el número de partícipes experimentó un incremento del 4,6 % en 2019 y cerró el año con un total de 11,7 millones de partícipes, frente a los 11,2 millones del año anterior⁴⁴. En línea con los datos de suscripciones netas, las

⁴⁴ Hay que tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como números de contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar, en algunas ocasiones, por la diversificación de un mismo inversor en un mayor número de fondos.

categorías de fondos de renta fija y de renta variable internacional fueron las que mostraron los mayores avances a lo largo de 2019, con prácticamente 1 millón más de partícipes los primeros y algo menos de medio millón los segundos. Por el contrario, las categorías de retorno absoluto y de renta variable euro experimentaron retrocesos destacables en el número de partícipes (285.000 y 232.000 menos, respectivamente).

Según los datos provisionales de los meses de enero y febrero de este año, el patrimonio de los fondos continuó el primer mes con la misma tónica que en 2019, con un descenso en el número de fondos, hasta 1.702 en febrero, 8 menos que en diciembre, y un aumento en el número de partícipes, un 2,4 % hasta superar los 12 millones. A partir del mes de marzo, no obstante, y como consecuencia de los efectos económicos derivados de la pandemia actual, se produjo una reversión de estas tendencias tanto por la pérdida de valor de la cartera de los fondos como por los reembolsos efectuados por los partícipes. Las primeras estimaciones muestran que en marzo los reembolsos producidos en los fondos de inversión se habrían situado cerca de los 6.000 millones de euros, lo que equivale a una contracción patrimonial de alrededor del 2 %, habiéndose concentrado los mayores reembolsos en los fondos de renta fija, seguidos por los fondos globales y de retorno absoluto. Estos reembolsos, unidos a la contracción que sufrieron las carteras de inversión como consecuencia de las bajadas generalizadas en los precios de los activos financieros, apuntan a una caída patrimonial en marzo cercana al 10 %.

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión empeoraron ligeramente a lo largo de 2019, aunque continuaron siendo satisfactorias, con un peso de los activos con liquidez reducida que queda muy lejos de los valores alcanzados en 2010, cuando llegaron a representar más del 30 % de la cartera de renta fija. Desde entonces, este porcentaje ha ido disminuyendo paulatinamente y a partir de 2014 se ha mantenido en niveles moderados, oscilando entre el 7 % y el 9 % de las carteras de renta fija privada de los fondos. Durante 2019, el peso de estos activos se incrementó 1,3 p.p., al pasar del 7,4 % al cierre de 2018 al 8,7 % a finales de 2019. Así, a 31 de diciembre de 2019 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 4.515 millones de euros, lo que representa el 1,62 % del patrimonio total de los fondos.

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se puede observar que el aumento se concentró en la renta fija no financiera y en la financiera con un *rating* inferior a AA. Así, en el primer caso, los activos con baja liquidez aumentaron durante el año en 549 millones de euros, hasta los 1.339 millones. En la renta fija financiera con *rating* inferior a AA, el avance anual fue de 265 millones de euros, hasta alcanzar los 1.844 millones a 31 de diciembre de 2019 (véase cuadro 13). Las titulaciones continuaron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, alcanzando un 75,1 %. No obstante, esta cifra ha ido disminuyendo progresivamente en los 2 últimos años y, además, estos activos tienen un peso muy reducido en las carteras de los fondos.

En los 2 primeros meses de 2020 continuó la tendencia expansiva de los fondos de inversión, que se truncó en marzo, con unas primeras estimaciones que indican una contracción patrimonial algo inferior al 10 % del patrimonio de los fondos.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos aumentó un 1,3 % durante 2019, situándose en el 8,7 % de la cartera de renta fija...

... con un aumento destacado de los activos de baja liquidez dentro de la cartera de renta fija no financiera.

	2017	2018	2019	2019			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión (número)	1.741	1.725	1.710	1.704	1.737	1.723	1.710
Rta. fija ¹	290	279	281	274	283	283	281
Rta. fija mixta ²	155	168	173	166	173	171	173
Rta. vble. mixta ³	176	184	185	188	191	186	185
Rta. vble. euro ⁴	111	113	113	113	114	113	113
Rta. vble. internacional ⁵	211	236	263	240	253	257	263
Gar. rta. fija	79	67	66	66	66	66	66
Gar. rta. vble. ⁶	188	163	155	161	164	159	155
Fondos globales	225	242	255	238	240	252	255
De gestión pasiva ⁷	202	172	133	160	161	148	133
Retorno absoluto	104	99	84	96	90	86	84
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	265.195	259.095	279.377,4	268.364,0	270.916,0	273.100,7	279.377,4
Rta. fija ¹	70.564	66.889	78.583,2	70.391,3	73.202,8	77.871,1	78.583,2
Rta. fija mixta ²	43.407	40.471	40.819,9	40.980,6	39.643,5	38.959,2	40.819,9
Rta. vble. mixta ³	22.387	23.256	28.775,8	24.465,0	27.350,1	27.613,4	28.775,8
Rta. vble. euro ⁴	12.203	12.178	10.145,1	11.844,7	10.676,8	10.034,3	10.145,1
Rta. vble. internacional ⁵	24.065	24.405	34.078,9	27.088,3	27.262,4	30.447,0	34.078,9
Gar. rta. fija	5.457	4.887	4.809,3	5.065,6	5.197,8	5.143,1	4.809,3
Gar. rta. vble. ⁶	15.418	14.556	13.229,1	14.724,9	14.938,2	14.395,0	13.229,1
Fondos globales	35.512	42.137	43.041,9	44.221,3	44.669,4	41.702,5	43.041,9
De gestión pasiva ⁷	19.478	16.139	14.073,8	16.396,7	15.983,2	15.355,0	14.073,8
Retorno absoluto	16.706	14.173	11.818,3	13.181,5	11.988,8	11.577,6	11.818,3
Participes							
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.211.400	11.350.779	11.227.036	11.739.183
Rta. fija ¹	2.627.547	2.709.547	3.668.324	2.737.450	3.279.530	3.376.056	3.668.324
Rta. fija mixta ²	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.168.810	1.124.303	1.044.836	1.087.881
Rta. vble. mixta ³	584.408	624.290	707.159	620.258	695.823	695.444	707.159
Rta. vble. euro ⁴	710.928	831.115	598.901	820.890	564.406	553.832	598.901
Rta. vble. internacional ⁵	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.226.793	2.301.171	2.512.222	2.655.123
Gar. rta. fija	190.075	165.913	154.980	162.551	164.034	161.392	154.980
Gar. rta. vble. ⁶	527.533	494.660	428.470	493.318	491.969	461.897	428.470
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.535.831	1.553.357	1.291.172	1.359.915
De gestión pasiva ⁷	638.966	543.192	429.428	525.194	503.369	474.947	429.428
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	917.346	669.857	652.278	646.042
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	2,42	-4,89	7,12	3,85	0,83	0,71	1,57
Rta. fija ¹	-0,13	-1,44	1,38	0,75	0,47	0,42	-0,26
Rta. fija mixta ²	1,10	-4,27	4,75	2,65	0,75	0,69	0,59
Rta. vble. mixta ³	3,23	-6,45	9,25	5,32	1,03	0,97	1,68
Rta. vble. euro ⁴	11,16	-13,01	14,27	8,21	0,82	-1,13	5,95
Rta. vble. internacional ⁵	8,75	-12,34	22,18	11,86	0,79	1,37	6,91
Gar. rta. fija	0,72	0,09	3,98	1,51	2,12	1,39	-1,07
Gar. rta. vble. ⁶	1,61	-1,33	3,62	1,38	1,42	1,42	-0,63
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	4,62	0,82	0,77	2,04
De gestión pasiva ⁷	2,13	-3,16	7,45	3,37	1,66	0,96	1,28
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	2,26	0,54	0,35	0,75

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

- 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 corto plazo.
- Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- Incluye: renta variable euro.
- Incluye: renta variable internacional.
- Incluye: GRV y garantía parcial.
- Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- Rentabilidad anual para 2017, 2018 y 2019. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	jun.-19	sep.-19	dic.-19	jun.-19	sep.-19	dic.-19
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	72	72	72	4,9	5,1	5,6
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.484	1.653	1.844	5,7	6,1	6,7
Renta fija no financiera	918	1.123	1.339	4,7	5,3	6,2
Titulizaciones	694	649	630	83,1	79,1	75,1
Titulización AAA	19	12	14	100	44,2	35,6
Resto de titulizaciones	675	638	616	82,7	80,2	77,0
Total	3.862	4.146	4.515	7,9	8,1	8,7
% sobre patrimonio FI	1,43	1,52	1,62			

Fuente: CNMV.

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

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Como ocurre desde 2015, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2019, ya que se produjeron 147 bajas y tan solo 3 altas, por lo que a finales del ejercicio había 2.569 vehículos registrados frente a los 2.713 de diciembre de 2018. Más del 60 % de las bajas, en concreto 91, fueron consecuencia de procesos de liquidación, mientras que 30 fueron absorbidas en procesos de fusión y 26 se transformaron en otro tipo de entidades (15 de ellas en S. L., 9 en S. A. y 2 en SIL). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 3,7 % hasta alcanzar los 398.552. Prácticamente todas las SICAV (más del 99 %) cotizaban en el MAB.

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja en 2019, con 147 bajas y tan solo 3 altas, hasta situarse en 2.569...

El patrimonio de estas IIC, en cambio, aumentó un 3,4 % y pasó de 27.836 millones de euros a finales de 2018 a 28.793 millones a finales de 2019. Esta variación fue consecuencia exclusivamente de la revalorización de los activos de la cartera de estos vehículos, sobre todo de la cartera de renta variable, ya que la puesta en circulación de acciones fue negativa en términos netos. El patrimonio medio por SICAV aumentó desde los 10,3 millones de euros en 2018 hasta los 11,2 millones en 2019.

... a pesar de lo cual el patrimonio de estas instituciones creció un 3,4 % gracias a la revalorización de su cartera.

En los dos primeros meses de 2020, el patrimonio de las SICAV se mantuvo relativamente estable, mientras que el número de vehículos registrados en la CNMV continuó disminuyendo y se situó al cierre de febrero en 2.549, 20 menos que a finales de 2019.

En los dos primeros meses de 2020 el patrimonio de las SICAV se mantuvo estable, pero el número de entidades continuó a la baja.

IIC de inversión libre

La inversión libre, a pesar del avance significativo experimentado en 2019, continúa teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que representa menos del 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva está formado por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de

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

forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). En ambos casos, los vehículos pueden estar constituidos como fondos o como sociedades.

... experimentaron un importante incremento de su patrimonio en 2019 (24,4 %), que se repartió de forma homogénea entre las dos tipologías de vehículos.

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un fuerte crecimiento en 2019, con un aumento patrimonial del 24,4 %, hasta situarse a finales de año en 3.398 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre, se produjo un avance del 25,2 %, hasta los 2.832,4 millones, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el patrimonio se incrementó un 20,7 %, hasta cerrar el año con 565,9 millones.

La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue relativamente elevada, en línea con las subidas de los precios de los activos de renta variable a lo largo del año.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, y fue positiva para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento de su cartera del 10,4 % en términos anuales, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del 5,1 %. Al igual que en los fondos de inversión, el mayor rendimiento se produjo en el primer trimestre del año.

El número de vehículos aumentó en 13 y finalizó el año en 69. Este avance correspondió a las IIC de inversión libre, que pasaron de 49 a 62, ya que en las IIC de IIC de inversión libre no hubo ningún movimiento, manteniéndose las 7 de 2018.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2019 ascendía a 69, 13 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 14, se produjo un fuerte incremento en el número de IIC de inversión libre, que pasó de 49 a 62, tras producirse 16 altas y 3 bajas durante el ejercicio. En el registro de IIC de IIC de inversión libre, en cambio, no se produjo ningún movimiento, manteniéndose las 7 de 2018. De estas, 6 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en diciembre de 2019 con un patrimonio de 267,6 millones de euros, un importe similar al de la totalidad de los 6 fondos de inversión que invierten en otras IIC de inversión libre.

El número de partícipes y accionistas mostró un crecimiento del 43,6 %, destacando el aumento en las IIC de inversión libre, gracias, en parte, al elevado número de altas.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró una tendencia similar a la experimentada por el patrimonio, con un avance del 43,6 %, por lo que a finales de diciembre había un total de 10.407. Este incremento fue dispar entre ambas tipologías de IIC, ya que en el caso de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 69,8 % durante 2019, hasta los 7.548, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre este avance fue muy pequeño, del 2,0 %, hasta los 2.859. El importante avance que registraron las IIC de inversión libre fue consecuencia, en gran medida, de las 13 nuevas altas (en términos netos) que se produjeron a lo largo del año.

En enero y febrero de 2020 no se produjo ningún movimiento en el registro de los vehículos de inversión libre.

En los dos primeros meses del año, no se produjo ningún movimiento en el registro de estas entidades, por lo que el número de IIC de inversión libre continuaba siendo de 62 y el de IIC de IIC de inversión libre de 7.

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

CUADRO 14

	2017	2018	2019 ¹	2019			
				I	II	III	IV ¹
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	8	7	7	7	7	7	7
Participes	3.596	2.804	2.859	2.847	2.850	2.861	2.859
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	565,9	506,9	513,7	562,4	565,9
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,07	1,86	1,34	1,10	0,68
IIC DE INVERSIÓN LIBRE							
Número	47	49	62	50	54	58	62
Participes	3.656	4.444	7.548	5.937	5.846	6.451	7.548
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
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	5,56	0,36	0,22	3,94

Fuente: CNMV.

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

IIC inmobiliarias

Las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias experimentaron un continuo e importante retroceso desde los peores momentos de la crisis financiera, en los que el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias fue uno de los más perjudicados. Esta evolución negativa ha continuado en los últimos años, a pesar de la mejoría que viene produciéndose en dicho sector desde 2015. Una de las principales razones reside en el hecho de que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando principalmente a través de SOCIMI⁴⁵ (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario). Estas entidades cotizan en un segmento específico del MAB, que presentó un gran dinamismo a lo largo de 2019, con la incorporación de 13 nuevas sociedades, hasta alcanzar 77 empresas a finales de año.

Por su parte, durante los últimos años, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han experimentado importantes retrocesos de sus principales magnitudes como consecuencia de los elevados reembolsos que se han ido produciendo y que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos al finalizar ese proceso. Así, desde un máximo de 10 FII a mediados de 2007, con un patrimonio que rondaba los 9.000 millones de euros, se pasó a 2 fondos (ambos en proceso de liquidación) a finales de 2018, que continuaban todavía registrados en la CNMV al cierre de 2019, con un patrimonio total de 309 millones de euros.

Por el contrario, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) experimentaron, igual que en 2018, un incremento patrimonial durante 2019, concretamente del 2,0 % hasta los 763,5 millones de euros, a pesar de haberse producido 1 baja en el último trimestre. La causa de este avance se encuentra, principalmente, en las suscripciones

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

Los FII muestran el comportamiento más desfavorable, pues solo quedan dos desde 2018, ambos en proceso de liquidación.

Por el contrario, las SII experimentaron un leve incremento del patrimonio (2 %), a pesar de haberse producido una baja en el cuarto trimestre de 2019.

45 Las SOCIMI son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste, de forma análoga a los FII y las SII, bien en la inversión en bienes inmuebles destinados a su arrendamiento, o bien en la inversión indirecta a través de la compra de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMI o entidades extranjeras análogas (conocidas como REIT).

netas positivas de una SII en los meses finales del año. Con la baja anteriormente mencionada, el número de SII cerró el año en tres, con una de ellas en proceso de liquidación que se ha dado de baja ya en el mes de enero de 2020.

IIC extranjeras comercializadas en España

El patrimonio de las IIC extranjeras continuó en expansión en 2019, rozando los 179.000 millones a finales de año, lo que supone un 36,4 % del patrimonio total de las IIC comercializado en España.

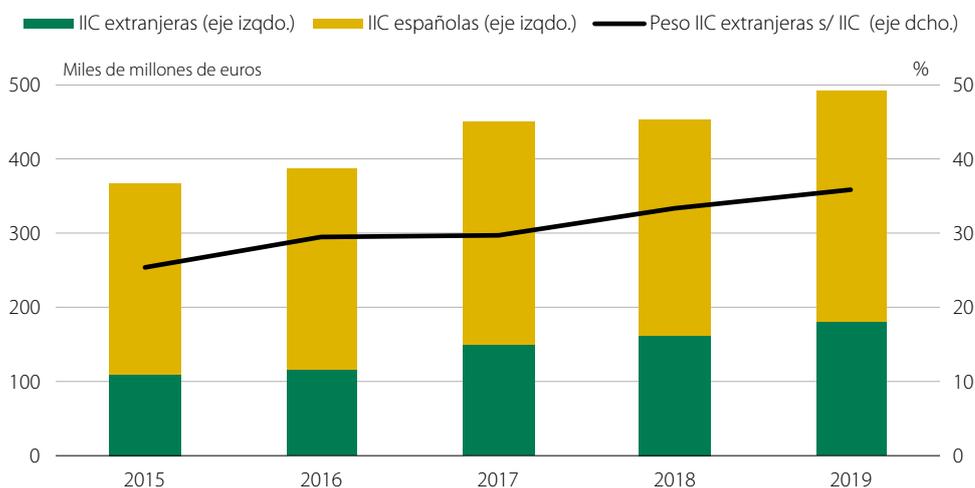
El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 9 durante 2019, hasta un total de 1.033 vehículos (399 fondos y 634 sociedades).

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España ha aumentado de forma constante y elevada durante los últimos años, habiéndose multiplicado prácticamente por 10 desde 2008. Así, se ha pasado de los 18.000 millones de euros de finales de 2008 a los 178.842 millones en diciembre de 2019. El aumento registrado en 2019 fue de 16.506 millones de euros, un 10,2 % más que en 2018⁴⁶. Como se puede observar en el gráfico 20, este fuerte ritmo de crecimiento ha hecho que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España haya ido aumentando de forma significativa en los últimos 5 años para situarse en el 36,4 % al cierre del año.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante en 2019 en 9 entidades (11 en 2018), por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.033 vehículos de este tipo (399 fondos y 634 sociedades). Este avance se debió exclusivamente, como ya venía sucediendo, al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 30. Por país de origen, se observa que en 2019 la mayoría de las altas correspondieron, al igual que en ejercicios anteriores, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 15 y 20 más, hasta situarse en 462 y 220, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses con inversiones en nuestro país registró un retroceso de 41, hasta los 222.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

46 Cabe mencionar que con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional de Valores, en la que se establece la obligación a todos los comercializadores de IIC extranjeras de remitir a la CNMV la máxima información posible del producto comercializado en España, la información recibida con anterioridad al 31 de diciembre de 2017 podría no ser totalmente comparable con la recibida a partir de esa fecha.

Perspectivas

La evolución de la industria de la inversión colectiva en 2019 y los primeros meses de 2020 parecía indicar que, aunque a ritmos moderados, continuaba la expansión iniciada en 2013, tanto por lo que respecta a los vehículos nacionales como a la inversión procedente de vehículos extranjeros. La crisis desencadenada en un periodo de tiempo tan breve ha supuesto una reversión de esta tendencia, cuya duración es difícil de pronosticar. En la actualidad es prioritario garantizar que las sociedades gestoras valoren correctamente los activos de las carteras de sus fondos y que atiendan con normalidad las peticiones de reembolsos que reciban utilizando, si fuera necesario, las diferentes herramientas de gestión de liquidez disponibles⁴⁷. La CNMV ha recordado a las gestoras la posibilidad de valorar los activos al *bid price* y de utilizar el *swing pricing*. Por el momento no se han producido incidencias para atender los reembolsos ni ninguna suspensión de estos, como sí ha ocurrido en casos puntuales en otros países de la UE. Con todo, la CNMV realiza un seguimiento especial de las gestoras con mayor exposición a activos menos líquidos o de menor calidad crediticia.

A medio plazo, la evolución del patrimonio de esta industria dependerá de la severidad de la crisis y de las necesidades de liquidez de los inversores. Lo más probable es que las decisiones relacionadas con la inversión o desinversión en estos productos no estén tan vinculadas con cuestiones puramente financieras (nivel de los tipos de interés, evolución de los mercados, etc.), sino que vengan más determinadas por el grado de disminución de la riqueza y de las rentas de los agentes y, en consecuencia, de su necesidad de deshacer determinadas posiciones en todo tipo de activos conforme avance la recuperación económica.

4.2 Prestación de servicios de inversión

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

La expansión de la industria ha sufrido un giro inesperado en marzo tras el desencadenamiento de la crisis, siendo prioritario que las gestoras valoren correctamente los activos y atiendan los reembolsos con normalidad.

A medio plazo las necesidades de liquidez de los agentes dirigirán los flujos de inversión en estos productos, sin que se puedan descartar nuevos aumentos de los reembolsos.

La prestación de servicios de inversión pueden realizarla varios tipos de entidades, entre las que destacan las entidades de crédito, que reciben casi el 90 % de los ingresos que genera este negocio.

47 Estas herramientas se han revisado recientemente para incorporar la posibilidad de que las sociedades gestoras puedan, si lo consideran necesario, establecer periodos de preaviso en los reembolsos aunque esta posibilidad no esté incorporada en el folleto del fondo. La CNMV también puede adoptar esta medida.

Millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Entidades de crédito ² (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	381	3.409	3.790	89,9
Colocación y aseguramiento de valores	9	294	304	96,9
Tramitación y ejecución de órdenes	188	478	666	71,8
Gestión de carteras	30	474	504	94,1
Asesoramiento en materia de inversión	38	577	614	93,9
Comercialización de IIC	116	1.585	1.702	93,2
Total servicios auxiliares	197	889	1.087	81,8
Administración y custodia	44	643	687	93,7
Otros servicios auxiliares	154	246	400	61,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye sociedades gestoras de cartera.

2 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

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

En este epígrafe se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV, que son las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera⁴⁸ y las entidades de asesoramiento financiero. También se ofrece información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito que están autorizadas para ello y sobre las que la CNMV realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con los clientes.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales registradas en la CNMV se situó en 112 a finales de 2019, 2 menos que en 2018, mientras que el número de entidades extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión era de 476, 15 más.

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 112 a finales de 2019, 2 menos que en 2018⁴⁹. Se puede considerar que este ligero descenso sigue guardando relación con el efecto de consolidación derivado del proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 476, 15 más que el año anterior. De ellas, 419 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 57, a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (469 entidades).

48 Con respecto a estas últimas, al cierre de 2019 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2018. Debido a la menor relevancia de este tipo de entidades con respecto a las demás, no se les dedica un epígrafe específico.

49 Cabe señalar que en 2019, de las 112 entidades de crédito registradas, solo 101 se pueden considerar activas en la prestación de servicios de inversión.

Ingresos de las entidades de crédito¹ por la prestación de servicios de inversión y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 16

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	% s/total comisiones EE. CC.
Por servicios de inversión	1.501	1.737	1.719	1.823	12,0
Colocación y aseguramiento de valores	208	281	216	294	1,9
Tramitación y ejecución de órdenes	536	565	504	478	3,2
Gestión discrecional de carteras	286	382	410	474	3,1
Asesoramiento en materia de inversión	471	508	588	577	3,8
Por servicios auxiliares	777	879	952	889	5,9
Administración y custodia	621	649	663	643	4,2
Elaboración de informes y análisis financieros	112	148	183	133	0,9
Otros servicios auxiliares	44	82	106	113	0,7
Por comercialización de productos financieros no bancarios	3.632	3.725	4.208	4.083	26,9
Instituciones de inversión colectiva	1.611	1.808	1.674	1.585	10,4
Fondos de pensiones	520	498	892	939	6,2
Seguros	1.446	1.330	1.507	1.437	9,5
Otros	55	90	135	122	0,8
Total	5.910	6.341	6.879	6.796	44,8
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	3.890	4.423	4.345	4.298	28,3
Ingresos totales por comisiones	13.486	14.295	14.928	15.176	100,0

Fuente: CNMV y Banco de España. En 2017 se modificaron los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España, debido a la adaptación a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP de la Unión Europea.

1 Incluye sucursales de entidades de crédito comunitarias.

El cuadro 16 muestra los ingresos de las entidades de crédito procedentes de la prestación de servicios de inversión de valores y de la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios⁵⁰. Como se observa en el cuadro, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de inversión y comercialización de IIC se redujo un 1,1 % en 2019, hasta situarse en 4.298 millones de euros. La prestación de servicios de inversión supuso unas comisiones de 1.823 millones de euros para las entidades de crédito, un 6,1 % más que en 2018. Sin embargo, el comportamiento de los ingresos por los diferentes servicios de inversión fue desigual. En particular, aumentaron de forma notable las comisiones por colocación y aseguramiento de valores (36,0 %) y por gestión discrecional de carteras (15,7 %). En cambio, disminuyeron los ingresos por la tramitación y ejecución de órdenes y por asesoramiento en materia de inversión, un 5,2 % y un 2,0 % respectivamente. Esta última actividad, que había registrado un impulso significativo en 2018 como consecuencia de la puesta en práctica de la regulación MiFID II, tendió a normalizarse en 2019 y, de hecho, habría experimentado un ligero aumento en el año si se corrigiera una incorrecta clasificación de ingresos que se produjo en 2018 por parte de una entidad. Por su

El importe de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se redujo un 2,1 % en 2019, aunque en algunos segmentos particulares, como la gestión de carteras, se registraron avances.

50 En 2017 se modificaron los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España, debido a la adaptación a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP de la Unión Europea. Este cambio contable hace que la comparación de los datos del año 2016 con los de 2017, 2018 y 2019 se realice sobre una base no homogénea.

parte, el descenso observado en los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes podría estar relacionado con el hecho de que una parte cada vez más relevante de la negociación sobre valores españoles tiene lugar en mercados extranjeros.

Los ingresos recibidos por servicios auxiliares, entre los que destaca la administración y custodia, experimentaron una disminución del 6,3 %.

En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, las entidades de crédito percibieron 889 millones de euros, lo que representa un descenso del 6,6 % con respecto a 2018. De entre estos servicios, destaca el servicio de administración y custodia, que supone el 72 % del total y que sufrió un 2,9 % de descenso respecto al ejercicio anterior.

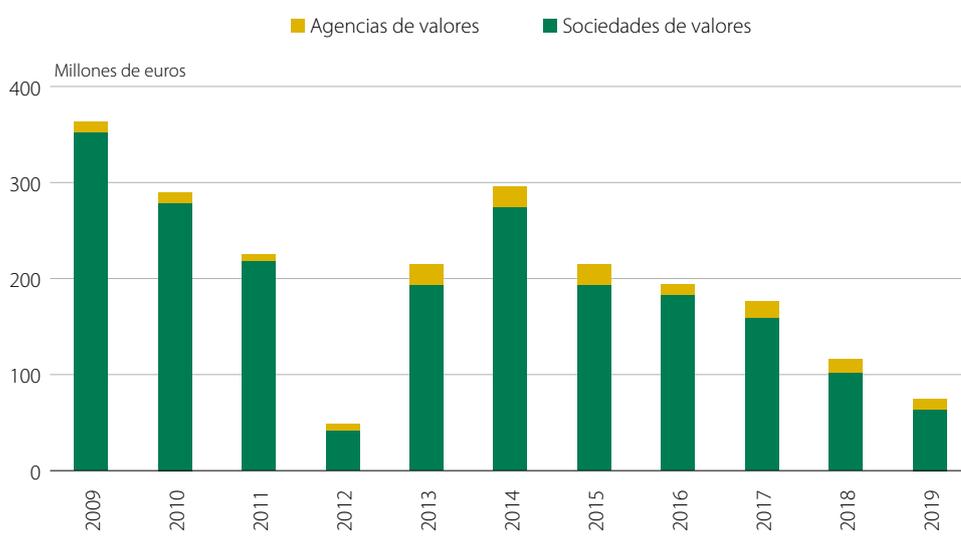
Sociedades y agencias de valores

En 2019 las sociedades y agencias de valores siguieron reorientando su modelo de negocio y, a pesar de registrar un aumento en el número de entidades, el beneficio agregado antes de impuestos descendió un 35 %, hasta los 75,5 millones de euros.

En 2019 la actividad de las sociedades y agencias de valores se siguió viendo lastrada por la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros y el desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas de negociación establecidas fuera del territorio nacional. El número de entidades registró un incremento, pero no así sus resultados, que experimentaron un descenso del 35,2 %, hasta los 75,5 millones de euros. La disminución se produjo tanto en las sociedades como en las agencias de valores, observándose una cierta polarización entre las entidades, puesto que la disminución de los beneficios fue compatible con un retroceso, también, del número de entidades en pérdidas. Estas entidades, que en los últimos años han ido reorientando su negocio desde actividades tradicionales como la ejecución y tramitación de órdenes hacia otros servicios de inversión, se enfrentan a un nuevo periodo de crisis con las dificultades que ello conlleva y que fueron patentes en la crisis anterior.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

¹ Excepto las EAFI y las SGC.

A finales de 2019 estaban registradas en la CNMV un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que en 2018, lo que parecía apuntar al fin de la reestructuración del sector tras la última crisis.

A finales de 2019 estaban registradas en la CNMV un total de 95 sociedades y agencias de valores, 4 más que a finales de 2018, como consecuencia de 8 altas y 4 bajas. De las primeras, 7 correspondieron a agencias de valores independientes y la restante es una sociedad de valores que se constituyó para la gestión de un

sistema multilateral de negociación especializado en deuda soberana europea y derivados. Este aumento de entidades podría valorarse como un signo positivo para el sector, tras el importante y largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera. Sin embargo, es conveniente señalar que el escenario de crisis que se ha desencadenado en la actualidad podría volver a situarlo en un nuevo proceso de ajuste.

Como es habitual, la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 50 (1 más que al cierre de 2018) y tan solo 6 entidades mantenían sucursales en otros países (1 menos que en 2018). Por su parte, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España continuó creciendo en 2019, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 2.894 a 3.020, como mediante sucursal, que lo hizo de 61 a 65 (algo más de la mitad de estas últimas estaban radicadas en el Reino Unido).

Como se aprecia en el cuadro 17 las sociedades de valores experimentaron un descenso de su beneficio agregado antes de impuestos del 37,4 %, hasta los 65 millones de euros. A ello contribuyeron todas las partidas salvo la del resultado de inversiones financieras y la de otros productos y cargas de explotación. En particular, fue notable el descenso de los ingresos por margen de intereses (-48,5 %). Por su parte, la caída de los ingresos por comisiones netas fue del 5,5 %, si bien la evolución de las diferentes partidas fue dispar. Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que continuaron siendo las más importantes, aumentaron un 2,7 % con respecto al año anterior. Este ligero aumento se debió a la contribución de una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera. Como consecuencia del *bretxit*, esta sociedad trasladó a España parte de su actividad, que consiste principalmente en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes. En cuanto al resto de comisiones, resulta significativo el descenso de las percibidas por colocación y aseguramiento de valores (-20,2 %) y el aumento de las provenientes del asesoramiento en materia de inversión (114,7 %). En el caso de estas últimas, el incremento podría estar vinculado al proceso de adaptación del mercado a la regulación MiFID II. Las comisiones satisfechas, por su parte, aumentaron de forma notable (25,0 %).

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se mantuvieron prácticamente estables, si bien las dos subpartidas que los componen se comportaron de forma dispar. En este ejercicio el descenso del margen bruto se tradujo en una reducción del resultado de explotación (-34,8 %), que pasó de 85,8 millones de euros en 2018 a 56,0 millones en 2019. El resultado antes de impuestos cayó un 37,4 % y se situó en 65,0 millones de euros debido a la existencia de «otras ganancias» por valor de 9 millones de euros. Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, 4 sociedades de valores acumularon el 75,7 % sobre el total de los resultados de las sociedades con beneficios, lo que indica una mayor concentración que en años precedentes.

50 de ellas operaban en la UE bajo la modalidad de libre prestación de servicios y 6 mediante sucursales.

El beneficio de las sociedades de valores se redujo un 37,4 % en 2019, hasta los 65 millones de euros, un descenso al que contribuyeron la mayoría de las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Como en años anteriores un número reducido de entidades generó la mayor parte de los beneficios de este sector.

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-18	dic.-19	% var.	dic.-18	dic.-19	% var.
1. Margen de intereses	73.969	38.125	-48,5	1.583	1.252	-20,9
2. Comisiones netas	296.037	279.650	-5,5	135.782	130.293	-4,0
2.1. Comisiones percibidas	414.595	427.813	3,2	156.624	150.842	-3,7
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	2,7	20.018	23.194	15,9
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	-20,2	1.120	580	-48,2
2.1.3. Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	-0,7	824	879	6,7
2.1.4. Gestión de carteras	13.505	15.102	11,8	15.412	14.890	-3,4
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	9.562	23.400	144,7	25.725	14.183	-44,9
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	543	1.302	139,8	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	55.483	53.506	-3,6	63.821	62.866	-1,5
2.1.9. Otras	121.134	118.406	-2,3	29.704	34.251	15,3
2.2. Comisiones satisfechas	118.558	148.163	25,0	20.842	20.549	-1,4
3. Resultado de inversiones financieras	27.088	29.452	8,7	-51	910	-
4. Diferencias de cambio netas	283	117	-58,7	85	75	-11,8
5. Otros productos y cargas de explotación	16.331	28.949	77,3	-364	1.119	-
MARGEN BRUTO	413.708	376.293	-9,0	137.035	133.648	-2,5
6. Gastos de explotación	315.951	316.406	0,1	121.611	120.787	-0,7
7. Amortizaciones y otras dotaciones	11.267	3.265	-71,0	3.381	3.542	4,8
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	653	644	-1,4	12	35	191,7
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	85.837	55.978	-34,8	12.031	9.284	-22,8
9. Otras ganancias y pérdidas	18.016	9.033	-49,9	501	1.159	131,3
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	103.853	65.011	-37,4	12.532	10.443	-16,7
10. Impuesto sobre beneficios	12.082	10.483	-13,2	5.073	4.280	-15,6
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	91.771	54.528	-40,6	7.459	6.163	-17,4
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	91.771	54.528	-40,6	7.459	6.163	-17,4

Fuente: CNMV.

Las agencias de valores, que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia, experimentaron un descenso de los beneficios antes de impuestos del 16,7 % en 2019 hasta los 10,4 millones de euros.

Los ingresos percibidos por comisiones descendieron en su conjunto pero la evolución no fue homogénea entre las diferentes partidas.

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros porque no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias obtiene el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría de ellas ha tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Las entidades independientes predominan en este subsector, 50 agencias de un total de 56 lo son. Pues bien, el resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió un 16,7 % en 2019, hasta situarse en 10,4 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió a unos menores ingresos, fundamentalmente por comisiones percibidas, y a unos costes que se mantuvieron prácticamente estables.

Dentro de los ingresos por comisiones (brutas), que en conjunto disminuyeron un 3,7 %, destacaron por su avance la partida de ingresos por tramitación y ejecución de órdenes (15,9 %) y de las comisiones catalogadas como «otras» (15,3 %). Por el contrario, se registró un importante descenso en los ingresos por asesoramiento en

materia de inversión (-44,9 %), si bien es cierto que esta partida había experimentado un importante incremento durante 2018 (122,3 % con respecto a 2017). El resto de las comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC descendieron un 1,5 % y las de gestión de carteras lo hicieron un 3,4 %.

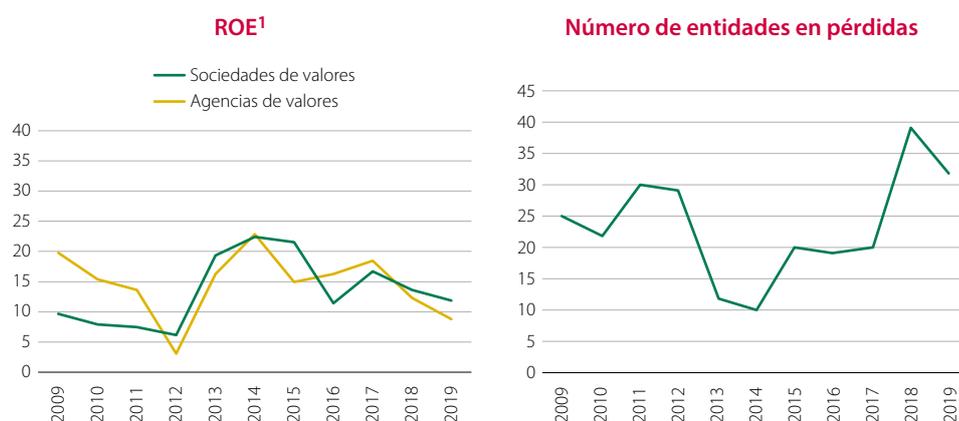
La disminución de los ingresos por comisiones de las agencias de valores tuvo su reflejo en un pequeño descenso de las comisiones satisfechas a terceros (-1,4 %). Como consecuencia del comportamiento de los ingresos por comisiones, el margen bruto agregado presentó un retroceso del 2,5 % hasta situarse en 133,6 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación apenas experimentaron variación con respecto a 2018 (-0,7 %). La conjunción de unos menores ingresos y unos gastos de explotación relativamente invariables hizo que el resultado neto de explotación fuera de 9,3 millones de euros, lo que supone un 22,8 % menos que en 2018.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un retroceso durante el ejercicio, al pasar del 12,3 % al 9,2 %, como consecuencia del comportamiento desfavorable de los resultados. Esta contracción se produjo tanto en las sociedades como en las agencias de valores, aunque fue mayor en las primeras, cuyo ROE se redujo más de 3 puntos porcentuales hasta situarse en el 8,9 %. En el caso de las agencias de valores, la ratio descendió del 13,5 % al 12,1 % (véase panel izquierdo del gráfico 22).

El descenso de los ingresos, junto con una cierta estabilidad en los gastos de explotación, hizo que el resultado neto de explotación descendiera un 23 %, hasta los 9,3 millones de euros.

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

ROE antes de impuestos de las ESI y número de entidades en pérdidas GRÁFICO 22



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El descenso de los beneficios afectó de forma desigual a las compañías, pues no impidió una disminución en el número de entidades en pérdidas. Así, en 2019, 13 sociedades de valores y 19 agencias de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 5 y 2 entidades menos, respectivamente, que al cierre de 2018. El importe acumulado de las pérdidas aumentó un 3,9 % en el caso de las sociedades, hasta los 29,9 millones de euros, y un 3,7 % para las agencias de valores, hasta los 11,3 millones.

El descenso de los beneficios no fue homogéneo entre las entidades pues el número de ellos en pérdidas experimentó un descenso, aunque el volumen de las pérdidas se incrementó.

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante 2019: a finales de año el margen de recursos propios era 4,9 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2018 esta cifra era sensiblemente inferior, en concreto, 4,3. En términos absolutos esta holgura es poco

Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en 2019 y mayores en las sociedades de valores respecto a las agencias.

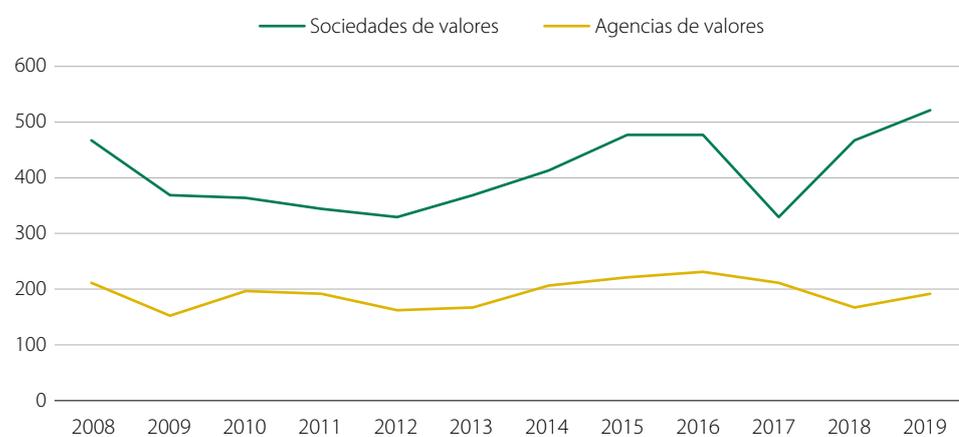
relevante por tratarse de importes reducidos. Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 5,2, para las segundas se mantuvo en 1,9 (véase gráfico 23).

A finales de marzo la CNMV anunció su decisión de intervenir una agencia de valores, al haber sido informada de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de derivados.

Finalmente, cabe señalar que a finales de marzo la CNMV anunció el acuerdo sobre la intervención de Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., tras haber sido informada por la propia entidad de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de las posiciones en derivados de un número limitado de clientes. La medida, que se adopta de acuerdo con la modalidad de mera intervención (no de sustitución de administradores), se tomó a petición de la entidad. Esta entidad está considerando diversas opciones para resolver la situación, que —siempre de acuerdo con la información por ella facilitada— podría tener un impacto patrimonial máximo de aproximadamente seis millones de euros.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

El volumen de patrimonio asesorado por las EAF se redujo un 31,7 % en 2019, hasta los 21.600 millones de euros, al igual que el número de entidades, que cerró el año en 140. La mayor pérdida de clientes correspondió a las contrapartes elegibles.

El número de empresas de asesoramiento financiero (EAF) se contrajo en 2019, al pasar de 158 a 140, con lo que se repite la tendencia de los últimos 2 años. El volumen de patrimonio asesorado, que sí había crecido en los ejercicios anteriores a pesar del descenso del número de entidades, disminuyó con fuerza durante 2019 y se situó en 21.628 millones de euros, un 31,7 % menos que en 2018 (véase cuadro 18). Si bien tanto el patrimonio procedente de clientes minoristas como de profesionales y contrapartes elegibles⁵¹ (epígrafe «Otros») se contrajo, fue el de estos últimos el que experimentó un mayor descenso, lo que también se vio reflejado en el número de clientes asesorados: de 91 a finales de 2018 se pasó a 29 al cierre de 2019. Esto hizo que la distribución patrimonial se modificara de forma sustancial a favor de los clientes minoristas, que pasaron de representar el 32,5 % del patrimonio gestionado al 38,4 %.

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

El descenso del volumen de activos gestionado se tradujo en una disminución de los ingresos por comisiones de un 9,7 %, hasta los 56 millones de euros. Tanto las comisiones percibidas procedentes directamente de sus clientes como las correspondientes a otras entidades se contrajeron durante el año en el mismo porcentaje, situándose en 45,4 y 9,8 millones de euros, respectivamente.

Los ingresos por comisiones cayeron un 9,7 %, tanto por la disminución de las comisiones percibidas de sus clientes como de aquellas procedentes de otras entidades.

Principales magnitudes de las empresas de asesoramiento financiero

CUADRO 18

Miles de euros

	2017	2018	2019	% var. 19/18
NÚMERO DE ENTIDADES	171	158	140	-11,4
PATRIMONIO ASESORADO¹	30.790.535	31.658.460	21.627.677	-31,7
Cientes minoristas	9.096.071	10.281.573	8.313.608	-19,1
Cientes profesionales y otros	21.694.464	21.376.887	13.314.069	-37,7
NÚMERO DE CLIENTES¹	6.775	6.524	6.458	-1,0
Cientes minoristas	6.321	5.997	6.025	0,5
Cientes profesionales	359	436	404	-7,3
Otros	95	91	29	-68,1
INGRESOS POR COMISIONES²	65.802	62.168	56.128	-9,7
Comisiones percibidas	65.191	61.079	55.258	-9,5
De clientes	51.475	50.247	45.432	-9,6
De otras entidades	13.716	10.832	9.827	-9,3
Otros ingresos	611	1.088	870	-20,0
PATRIMONIO NETO	32.803	33.572	32.746	-2,5
Capital social	8.039	6.894	5.522	-19,9
Reservas y remanentes	13.317	15.386	17.525	13,9
Resultado del ejercicio	11.361	10.626	7.889	-25,8
Resto de fondos propios	86	666	1.809	171,6

1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

La información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España desde un punto de vista amplio (es decir, incluyendo la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal) se realiza atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad: entidad de crédito, ESI o SGIIC. Sin embargo, una concepción menos formal, que atienda al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales, aconseja delimitar con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se realiza por parte de bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente (más de dos tercios de ellos) de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...) y qué parte la realizan entidades que se

El análisis alternativo sobre las entidades que prestan servicios de inversión atendiendo a su modelo de negocio y no a su forma legal revela que...

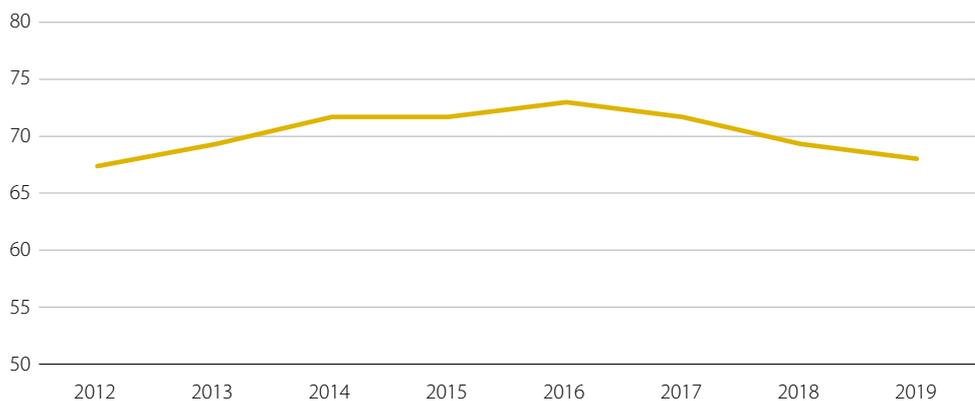
pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión. Entre estos últimos estarían entidades como Allfunds, Banco Inversis, Cecaban y Renta 4.

... el 70 % de los ingresos relacionados con esta actividad lo perciben bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.

Pues bien, como se observa en el gráfico 24, la proporción del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) que corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos fue algo inferior al 70 % del total en 2019, mientras que el resto fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Esta proporción se ha mantenido relativamente estable en los últimos años en torno al 70 %, si bien se aprecia un leve descenso desde 2016, año en que alcanzó un máximo del 73 %.

Participación de las entidades financieras relacionadas con la banca comercial¹ en los ingresos totales derivados de la prestación de servicios de inversión²

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

- 1 Este grupo de entidades incluye a los bancos comerciales (entendiendo por bancos comerciales aquellos que no están especializados en la provisión de servicios financieros) y a las ESI y SGIIC que pertenecen a ellos.
- 2 Incluye la actividad de gestión de IIC aunque esta no sea un servicio de inversión desde un punto de vista legal.

Perspectivas

Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son más inciertas en el contexto de crisis que se acaba de desencadenar y que podría dar lugar a un nuevo proceso de reestructuración en el sector.

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son más inciertas que en ediciones anteriores de este informe, al igual que las de otros participantes en los mercados financieros, como consecuencia de la fuerte crisis que se ha desencadenado en las últimas semanas. En los últimos años se ha observado un aumento de la competencia en la prestación de servicios de inversión que ha dado lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, en el que su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros son cada vez más importantes. El desplazamiento de la negociación de valores españoles hacia otros centros de negociación distintos de los de origen también ha podido influir en este cambio. En el contexto actual de crisis,

está por ver si esta competencia se incrementa y si es posible que se desencadene un nuevo proceso de reorganización del sector, semejante al que aconteció tras la última crisis financiera y que dio lugar a un descenso notable del número de entidades.

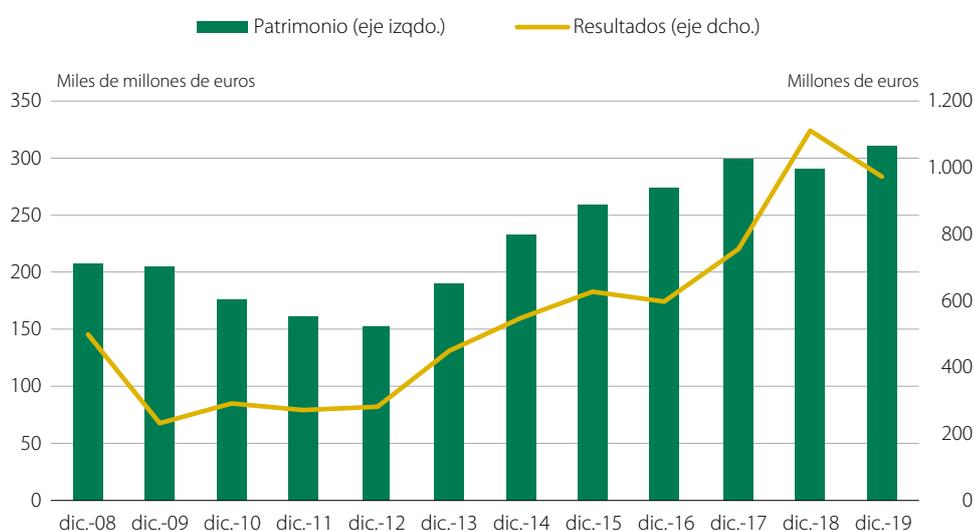
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Al cierre de 2019 había un total de 123 SGIIC registradas en la CNMV, 4 más que al cierre de 2018, después de las 7 altas y 3 bajas producidas a lo largo del año. Esta tendencia al alza, iniciada en 2016, deja atrás el proceso de reestructuración del sector, durante el cual se redujo notablemente el número de SGIIC que operaban en España. De esta manera se han recuperado las cifras previas a la mencionada reestructuración. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró 2019 con un crecimiento del 7,5 %, hasta situarse ligeramente por encima de los 312.000 millones de euros, después de un año en el que se había interrumpido la tendencia expansiva iniciada en 2013 (véase gráfico 25). Más del 90 % de este aumento tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, cuyo patrimonio avanzó especialmente por la revalorización de su cartera de inversiones. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2019: las 3 mayores gestoras mantenían una cuota conjunta del 42 % del patrimonio total, una cifra similar a la de ejercicios anteriores.

Las SGIIC continuaron la tendencia expansiva de los últimos 3 años, con 4 vehículos más (7 altas y 3 bajas) y un incremento del patrimonio gestionado del 7,5 %, hasta los 312.000 millones de euros.

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

A pesar del incremento del patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se contrajeron un 13,1 % con respecto a 2018, hasta los 976,4 millones de euros. Este retroceso, no obstante, se explica por un aumento puntual en las comisiones de una sola entidad en 2018, concretamente en lo referente a la gestión de carteras, que dio lugar a un aumento muy elevado de los beneficios agregados totales (véase gráfico 24). Si descontamos las cifras de esta entidad, los beneficios habrían crecido un 2,3 % y si comparamos el beneficio agregado de todas las entidades entre 2019 y 2017, se observa un aumento del 28,5 %.

El resultado de estas entidades se redujo un 13,1 % en 2019 en relación con el año anterior, aunque crecieron un 28,5 % respecto a 2017.

El resultado de estas entidades se redujo un 13,1 % en 2019 en relación con el año anterior, aunque crecieron un 28,5 % respecto a 2017.

Las comisiones netas se redujeron un 8,6 % respecto a 2018, hasta los 1.557 millones de euros, como consecuencia de una disminución de las comisiones satisfechas (-3,0 %) menor que la bajada de las comisiones percibidas (-6,0 %). No obstante, esta última cifra se ve influenciada por el aumento antes mencionado de las comisiones por gestión de carteras de 2018. De esta forma, si se excluyen dichas comisiones del análisis, se puede observar que las comisiones percibidas se mantuvieron en 2019 prácticamente constantes, con un crecimiento del 0,6 %. Esto fue consecuencia, sobre todo, de la estabilidad que presentan las comisiones por gestión de IIC, que son, con diferencia, las más cuantiosas, al suponer cerca del 88 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras (el 83 % en 2018). Estas comisiones experimentaron un ligero descenso del 0,4 %, hasta los 2.638 millones de euros, mientras que el año anterior habían crecido un leve 0,1 %. Alcanzaron un importe total equivalente al 0,85 % del patrimonio, por debajo del 0,91 % de finales de 2018, debido posiblemente a la recomposición del patrimonio de los fondos de inversión hacia categorías como la renta fija, que, en general, lleva asociadas unas comisiones menos elevadas que otras categorías con mayores niveles de riesgo. A pesar de la reducción de los beneficios, se produjo un ligero aumento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) desde 115,4 a finales de 2018 hasta 120,6 en 2019, a la vez que el número de sociedades en pérdidas disminuyó de 26 a 21 y el volumen de dichas pérdidas pasó de 12,3 millones a 7,8 millones.

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

CUADRO 19

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2011	161.481	1.503	0,93	65,6
2012	152.959	1.416	0,93	64,6
2013	189.433	1.588	0,84	62,0
2014	232.232	2.004	0,85	61,8
2015	258.201	2.442	0,95	63,7
2016	272.906	2.347	0,86	61,7
2017	299.974	2.647	0,88	58,7
2018	290.364	2.649	0,91	51,2
2019	312.072	2.638	0,85	49,8

Fuente: CNMV.

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

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

Capital riesgo

A lo largo de 2019 se produjo una importante expansión en el sector del capital riesgo...

A lo largo de 2019 continuó la expansión que se está produciendo en el sector del capital riesgo durante los últimos años, con más fuerza, si cabe, que en ejercicios precedentes. Así, el número de entidades pertenecientes a esta categoría registradas

en la CNMV se incrementó en 101 (89 vehículos de inversión y 12 gestoras), tras producirse 124 altas y 21 bajas.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁵², se produjo un total de 68 altas y 12 bajas, por lo que al cierre del año había 210 fondos de capital riesgo (FCR) y 148 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se registraron 5 altas y 3 bajas (las primeras desde su creación), hasta alcanzar los 29 vehículos (10 fondos y 19 sociedades) a 31 de diciembre de 2019. También se inscribieron 12 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), hasta un total de 20, y 4 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), después de que el primero lo hiciera el ejercicio anterior⁵³.

Las entidades de inversión colectiva cerradas también experimentaron un importante dinamismo en 2019, con 17 altas y solamente 2 bajas producidas a lo largo del ejercicio. Así, a 31 de diciembre había un total de 46 vehículos de esta tipología, de los cuales 20 eran fondos (FICC) y 26 eran sociedades (SICC). Cabe mencionar que esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

... que fue generalizada entre los distintos tipos de entidades, afectando tanto a las entidades de capital riesgo tradicionales como a otras figuras relativamente recientes, como los fondos de emprendimiento social europeo (FESE).

También las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, que tienen una elevada flexibilidad en su política de inversión, experimentaron un aumento significativo de los vehículos registrados.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2019

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2018	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2019
Entidades				
Fondos de capital riesgo	181	36	7	210
Fondos de capital riesgo pyme	10	3	3	10
Fondos de capital riesgo europeos	8	12	0	20
Fondos de emprendimiento social europeo	1	4	0	5
Sociedades de capital riesgo	121	32	5	148
Sociedades de capital riesgo pyme	17	2	0	19
Total entidades de capital riesgo	338	89	15	412
Fondos de inversión colectiva cerrados	12	8	0	20
Sociedades de inversión colectiva cerradas	19	9	2	26
Total entidades de inversión colectiva cerradas	31	17	2	46
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC¹)	94	16	4	106

Fuente: CNMV.

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

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

53 Los FCRE y los FESE son figuras contempladas en el Reglamento (UE) n.º 345/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de capital-riesgo europeos y el Reglamento (UE) n.º 346/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2013, sobre fondos de emprendimiento social europeos.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo creció un 41,2 % en 2019, hasta superar los 8.500 millones de euros. Destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que suelen estar implicados en las operaciones de mayor tamaño.

La inversión en buy-outs representó el 40 % del volumen total invertido con 3.374 millones de euros, mientras que el *venture capital* creció un 45,9 % y superó los 700 millones.

La inversión pública instrumentalizada a través del fondo FOND-ICO Global continuó siendo relevante, participando en 90 operaciones.

Tras unos primeros años de intensa actividad, el número de plataformas de financiación participativa registradas disminuyó hasta 4 en 2019...

... lo que unido a las 2 primeras bajas hizo que el número total de plataformas en el Registro a finales de año fuera de 28.

Los datos correspondientes a 2019 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) muestran un crecimiento del sector todavía mayor que en años precedentes, con un volumen de inversión de 8.513 millones de euros, un 41,2 % más que en 2018. Los fondos internacionales siguieron mostrando un elevado interés por el mercado español y concentraron el 80,7 % del volumen total de inversión, con una cifra de casi 6.870 millones de euros repartidos en 115 operaciones; además, tuvieron un protagonismo especial en las operaciones de gran tamaño o *megadeals* (operaciones superiores a 100 millones de euros). Estas grandes operaciones, que fueron 18 en total frente a las 8 de 2018, representaron, en términos de volumen, un 68,4 % de la inversión del sector. Por su parte, las operaciones de *middle market* (entre 10 y 100 millones de euros) también experimentaron un crecimiento significativo: la inversión alcanzó los 1.990 millones de euros, un 27,8 % más que el año anterior, que se repartió en 69 operaciones (63 en 2018).

Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, destacó la inversión en *buy-outs*⁵⁴, que supusieron casi el 40 % del volumen total invertido, con 3.374 millones de euros repartidos en 71 operaciones. El *venture capital* (fases semilla y arranque), por su parte, se mantuvo muy activo a lo largo del año y experimentó un crecimiento del 45,9 %, con un volumen de inversión de 737 millones de euros acumulado en 517 operaciones (510 en 2018). Estas inversiones, como sucediera en otros ejercicios, estuvieron protagonizadas por los fondos nacionales privados. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, se produjo un retroceso del 16,7 % en el volumen invertido en 2019, que se situó en 1.813 millones de euros.

Como en ejercicios anteriores, la iniciativa del ICO, a través de FOND-ICO Global, FCR, tuvo gran relevancia en la captación de nuevos recursos del sector privado, a través de fórmulas de coinversión. En este sentido, se produjeron 90 operaciones protagonizadas por inversores nacionales públicos a lo largo de 2019, 76 de las cuales fueron inversiones en *venture capital*.

Plataformas de financiación participativa (PFP)

En 2019 continuó el descenso en el número de plataformas de financiación participativa registradas durante el año, después de unos primeros ejercicios de intensa actividad en los que, tras la publicación de la Ley 5/2015, muchas de las solicitudes se correspondían con plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su actividad.

De esta forma, a lo largo de 2019 se registraron 4 nuevas plataformas (5 en 2018) y se produjeron las 2 primeras bajas, por lo que al cierre del año había un total de 28 en el Registro de la CNMV. Por otra parte, en el transcurso del ejercicio se recibieron 8 solicitudes de inscripción (4 menos que en 2018), mientras que no se denegó ningún proyecto (1 un año antes). Además, desistieron o se dieron por desistidos 5, 8 menos que en 2018.

54 Operaciones apalancadas (inversiones en empresas maduras en las que para la adquisición de participaciones se utiliza deuda externa, además de *equity*) cuyos inversores pertenecen a la propia empresa.

De las 28 plataformas registradas a finales de diciembre, 12 se correspondían con vehículos de valores, 9 eran de préstamos y 7 eran mixtas. En relación con el sector objeto de la inversión, cabe mencionar que 8 de ellas eran inmobiliarias, el doble que en 2018 (1 de valores, 4 de préstamos y 3 mixtas). Además, continuaba habiendo 2 plataformas controladas por sociedades extranjeras.

De todas las PFP, 12 eran de valores, 9 de préstamos y 7 eran mixtas.

Número de PFP registradas

CUADRO 21

Tipo PFP	2018			2019			Total acumulado desde 2015		
	Total	de las cuales		Total	de las cuales		Total	de las cuales ¹	
		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona		Madrid	Barcelona
Valores	3	1	1	2	1	0	12	5	4
Préstamos	1	1	0	0	0	0	9	6	1
Mixtas	1	0	1	2	1	0	7	4	1
TOTAL	5	2	2	4	2	0	28	15	6

Fuente: CNMV.

- 1 Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017 se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia. En 2018, también se registró una PFP con domicilio social en Bilbao y en 2019, una con domicilio social en Ávila y otra en Las Palmas.

II Informes y análisis

Análisis de la rentabilidad y los gastos de las IIC (FI y SICAV) domiciliadas en España entre 2009 y 2019

María Isabel Cambón Murcia (*)

Juan Ángel Gordillo Santos (*)

Gema Pedrón Fernández (*)

(*) María Isabel Cambón Murcia es la subdirectora del área de Estudios del Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV, departamento al que pertenecen Juan Ángel Gordillo Santos y Gema Pedrón Fernández.

Resumen

- Este estudio describe la evolución de la rentabilidad y los gastos soportados por las instituciones de inversión colectiva (IIC) españolas —fondos y SICAV— en el periodo 2009-2019, agrupando estas instituciones en siete vocaciones: monetarias, renta fija, renta fija mixta, renta variable mixta, renta variable euro, renta variable internacional y retorno absoluto.

También se realizan otras agregaciones de interés para comprobar si existen diferencias significativas entre los rendimientos y los gastos de los fondos que se asocian con inversores institucionales y los de las IIC minoristas, así como entre los de las IIC de gestoras que pertenecen a algún grupo bancario (distinguiendo banca comercial) y los del resto de las gestoras, que se denominan *independientes* en este informe.

- Con anterioridad, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) había publicado a principios del año pasado un estudio que proporciona estimaciones de rentabilidad y de gastos para las IIC de 14 países de la Unión Europea (UE) que cumplen con la Directiva sobre instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). Para ello se utilizó una base de datos comercial que se correspondían con el 68 % del mercado europeo en 2017.

Este estudio de ESMA, del que se acaba de publicar una actualización con información de 2018¹, presenta varias limitaciones que se derivan de la cobertura parcial del sector, de ciertos problemas metodológicos y de la posibilidad de algún defecto de calidad en los datos utilizados.

En este contexto se plantea este trabajo, referido a las IIC españolas, al poderse abordar algunas de las limitaciones del estudio europeo mediante la utilización de los datos a disposición de la CNMV, que son de elevada calidad y que se corresponden con la totalidad de la industria de las IIC en España. En este sentido, cabe señalar que la CNMV se encuentra en una posición de fortaleza relativa con respecto a otros supervisores europeos en cuanto a la cantidad y calidad de los datos que recibe de las entidades a efectos de supervisión .

- Los principales resultados en relación con la rentabilidad bruta de las IIC son los siguientes:
 - La rentabilidad de las IIC de carácter monetario siguió la evolución de los tipos a corto plazo de la zona del euro, marcando un máximo en 2012 con

1 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1106-asr-performance_and_costs.pdf

un 2,8 % y finalizando el periodo de análisis en 2019 en el 0,24 %, con lo que se evita el terreno negativo en el actual contexto de tipos de interés (media del periodo 1,07 %).

- Una tendencia similar, aunque con registros más elevados, se observa en los fondos de renta fija, que registraron máximos (superiores al 5 %) en el periodo de la crisis de deuda soberana y que, tras un rendimiento negativo en 2018, alcanzaron una rentabilidad del 2,5 % en el último año del estudio (media del periodo: 2,4 %). En general, en las vocaciones de renta fija los fondos obtuvieron una rentabilidad bruta que estuvo en línea con los activos de referencia.
 - Las categorías de renta variable pura mostraron rendimientos medios anuales superiores a los de las categorías de renta fija: 13,2 % en renta variable internacional y 9,5 % en renta variable euro, con una variabilidad más elevada por su propia naturaleza. En muchas ocasiones el rendimiento de estas instituciones fue superior al de algunas referencias (*benchmarks*) contempladas, si bien ese rendimiento superior se reduce si se incorpora el efecto de los dividendos (que se reflejan en la rentabilidad de las IIC pero no en las de los índices de renta variable). Así, por ejemplo, se estima que el 63 % de las IIC de renta variable euro (73 % del patrimonio de esta categoría) experimentó un rendimiento superior al de una cartera de referencia basada en el Ibex 35 y el Eurostoxx 50²; estos porcentajes se reducen hasta el 35 % del número de IIC (43 % del patrimonio) cuando se incorpora una estimación de la rentabilidad por dividendo.
 - La evolución en el periodo de los rendimientos de las IIC de carácter mixto estuvo en consonancia con la proporción de activos de renta fija y renta variable de sus carteras. De media, la rentabilidad bruta de las IIC de renta fija mixta fue del 3,0 % y la de las IIC de renta variable mixta, del 5,1 %.
- El análisis de los rendimientos netos de los fondos de carácter institucional y minorista ha mostrado resultados relativamente homogéneos durante el periodo analizado y dentro de cada una de las vocaciones.

En general, las IIC en manos de inversores institucionales obtuvieron un rendimiento mayor que las IIC en manos de minoristas en la mayoría de los periodos. Sin embargo, el rendimiento de las IIC institucionales ha sido más variable, siendo superior al de las IIC minoristas en periodos de revalorizaciones en los mercados e inferior en momentos de caídas. De media la diferencia no es muy grande y se sitúa en 0,4 puntos porcentuales (p.p.): 3,4 % para las institucionales y 3,0 % para las minoristas.

- El análisis de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora realizado revela que los resultados obtenidos por las gestoras independientes fueron superiores a los de las gestoras bancarias como promedio (4,3 % frente al 2,8 %), lo que se

2 El índice de referencia toma pesos relacionados con la importancia relativa en la cartera de los fondos de los activos de la cartera interior y exterior.

ha manifestado sobre todo en un mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable. En estas vocaciones la diferencia de rentabilidad en algunos años fue próxima o superior a los 10 p.p. En las vocaciones de renta fija estas diferencias no fueron tan acusadas, situándose la media del periodo próxima a cero. Se ha efectuado también el análisis teniendo en cuenta únicamente las IIC de gestoras que pertenecen a bancos no comerciales (cuyos ingresos provienen mayoritariamente de servicios de inversión) y los resultados revelan que los rendimientos netos obtenidos por estas gestoras son superiores a los de las gestoras de bancos comerciales y a los de las gestoras independientes en la mayoría de vocaciones (excepto en los fondos mixtos)³.

- El análisis de los gastos soportados por las IIC se ha realizado con base en la ratio de gastos corrientes, que incluye las comisiones de gestión, depositario y los demás gastos de gestión corriente soportados⁴ por la IIC. Esta ratio presenta una gran dispersión entre las distintas vocaciones inversoras, soportando las vocaciones de renta variable unos gastos muy superiores a las de renta fija. Así, en 2019 las vocaciones monetaria y de renta fija mostraban una ratio de gastos media del 0,23 % y el 0,58 % respectivamente, siendo del 1,62 % y del 1,79 % en las vocaciones renta variable euro y renta variable internacional, respectivamente.

La evolución de la ratio de gastos en el periodo de análisis muestra una tendencia descendente en la mayoría de las vocaciones, que se explica por un cierto aumento de la competencia entre las entidades y el entorno de tipos de interés reducidos que ha presionado significativamente a la baja las comisiones de los fondos que invierten mayoritariamente en deuda. Así, en términos absolutos, los mayores descensos se produjeron en las vocaciones de renta variable y alguna mixta, pero en términos relativos el descenso fue mayor en las de renta fija.

- Los resultados por tipo de inversor revelan que los gastos soportados por los inversores institucionales fueron considerablemente menores que los de los minoristas, de forma sistemática en todos los años y en todas las vocaciones. De media, estos gastos se situaron en el 0,75 % en el caso de los inversores institucionales y en el 1,19 % en los minoristas. No obstante, el diferencial medio de la ratio de gastos disminuyó en el periodo y pasó de 0,51 p.p. en 2009 a 0,37 p.p. en 2019.
- El análisis del nivel de gastos soportado por las IIC gestionadas por gestoras bancarias frente a las independientes revela que las diferencias entre ambas

3 Si bien hay que matizar dos cuestiones: i) que si se tienen en cuenta todos los fondos incluyendo, por tanto, los mixtos, la rentabilidad neta de las gestoras de bancos no comerciales se sitúa en un punto intermedio entre las de los bancos comerciales y las de las independientes; y ii) que este mejor comportamiento ser debe en exclusiva a una entidad, sin la cual los rendimientos netos de este grupo de entidades sería inferior tanto al de las gestoras independientes como al de las pertenecientes a grupos de bancos comerciales.

4 Incluidos los gastos indirectos soportados como consecuencia de la inversión en otras IIC. No incorpora la comisión de gestión cuando esta se calcula sobre los resultados ni los gastos de transacción asumidos por los fondos en las operaciones de compra y venta de valores.

son reducidas y menos persistentes que las observadas por tipo de inversor. Las mayores diferencias se encuentran en las vocaciones de renta variable euro, internacional y retorno absoluto, en las que las IIC de gestoras independientes soportan unos costes menores que las de las gestoras bancarias (la diferencia media osciló entre los 0,1 p.p. y los 0,4 p.p.). En el resto de categorías las diferencias son pequeñas y, en ocasiones, su signo varía en función del año considerado.

- De acuerdo con los cálculos efectuados por ESMA a efectos del estudio antes mencionado, las IIC españolas presentarían, en términos generales, niveles tanto de rentabilidad como de gastos inferiores a la media europea. Sin embargo, según dicho estudio esto no ocurriría en todas las vocaciones y periodos. Sobre todo se observa en las categorías de renta fija y en los fondos mixtos, mientras que los de renta variable, además de mostrar rentabilidades inferiores, registrarían también unos costes superiores. Los fondos de retorno absoluto mostrarían rendimientos brutos y netos superiores, con un balance poco concluyente en relación con los costes.

Frente a ello, los cálculos efectuados por la CNMV sitúan tanto el nivel de rentabilidad como de costes de las IIC españolas por debajo de las estimaciones efectuadas por ESMA. En todo caso, la comparación debe tomarse con cautela tanto en la vertiente de los rendimientos como en la de los costes:

- En relación con los rendimientos la metodología empleada por ESMA es diferente a la utilizada en este trabajo, puesto que la de ESMA, basada en medias anuales de datos trimestrales, suaviza las series temporales de un modo que dificulta no solo esta comparación sino también aquellas que utilizan *benchmarks* de mercado.
 - En relación con los costes, el estudio de ESMA no distingue las jurisdicciones en las que los costes de comercialización están incluidos en la comisión de gestión de aquellas en las que son explícitos para el inversor, de manera que las primeras, entre ellas España, registran un sesgo al alza sistemático en la ratio de costes estimada.
- Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones y con referencia específicamente a los tres últimos ejercicios disponibles en el estudio de ESMA (2016-2018):
 - La rentabilidad bruta de las IIC españolas, inferior a la media europea según los cálculos de ESMA, resultaría algo menor, sobre todo en la categoría de renta variable y de retorno absoluto. Las diferencias en las vocaciones de renta fija y mixta son mucho más reducidas.
 - En relación con los gastos, los cálculos de la CNMV (basados en los datos que tiene a su disposición) sitúan el nivel medio de estos en las IIC españolas por debajo de la estimación realizada por ESMA para España y también para la media de los países de la UE, con la excepción de los fondos de renta variable.

Además, si se tuviera en cuenta el volumen de retrocesiones en España, que entre 2016 y 2018 representó el 57,2 % de las comisiones de gestión, y el importe resultante de aplicar este porcentaje se restara del importe que representan los costes de gestión dentro de los gastos totales (un 87,2 % de media), las IIC españolas que ya eran más competitivas (renta fija y mixtos) lo serían aún más, mientras que las IIC que parecían mostrar gastos superiores, como las de renta variable, quedarían con un nivel de gastos inferior al de la mayoría de los países excepto los Países Bajos.

- En términos de rentabilidad neta —que es la que efectivamente percibe el partícipe del fondo— y para el periodo 2016-2018, se puede deducir, con carácter general, que las IIC españolas de renta fija, mixtas y de retorno absoluto estarían prácticamente en línea con la media de la UE, mientras que las de renta variable mostrarían un peor comportamiento (debido a su menor rendimiento y sus mayores costes). En las vocaciones citadas primeramente, los menores rendimientos se acaban compensando con unos gastos también inferiores. Las IIC monetarias muestran, en cambio, unos rendimientos netos superiores al promedio de la UE, aunque su importancia relativa en España es muy reducida.
- Por otra parte, el ajuste teniendo en cuenta las retrocesiones (costes de comercialización) situaría la rentabilidad neta de las IIC españolas por encima de la media de la UE en todas las categorías, salvo en renta variable.

1 Motivación del estudio

El pasado 19 de enero de 2019, ESMA publicó el primer informe sobre rentabilidad y costes de productos de inversión a disposición de los inversores minoristas, en el que se realiza un análisis comparativo de la rentabilidad y ratio de gastos soportada por las IIC que cumplen con la Directiva sobre UCITS y domiciliadas en 14 jurisdicciones⁵ de la UE. A estos efectos, las UCITS se clasificaron en 5 vocaciones inversoras: monetarias, renta fija, renta variable, mixtas y alternativas. Los horizontes temporales analizados fueron de 1, 3, 7 y 10 años, finalizando todos ellos en diciembre de 2017. Se distinguió entre IIC dirigidas a inversores institucionales y a minoristas, a efectos de comparar la rentabilidad y el nivel de gastos entre ambas. A principios de abril de 2020, ESMA publicó su segundo informe, cuyos datos alcanzan hasta diciembre de 2018. ESMA no recopila actualmente datos de rentabilidad y gastos de las UCITS, por lo que decidió recurrir a los datos publicados por Thomson Reuters Lipper, que cubren el 68 % del mercado de UCITS europeo para el ejercicio 2017 y el 74 % en 2018.

El análisis comparativo de ESMA no es concluyente para todos los periodos considerados ni homogéneo entre vocaciones de fondos, aunque se podría decir que, en general, las IIC españolas muestran menores rentabilidades en términos brutos y también menores costes. Eso se aprecia, sobre todo, en los fondos de renta fija y en los fondos mixtos, aunque la rentabilidad de estas instituciones presenta una mejora relativa en el caso español para el periodo más reciente. En los fondos de renta variable, se observa que los rendimientos brutos son inferiores en todos los periodos, mientras que los gastos son superiores, por lo que en términos netos estas instituciones muestran registros muy inferiores a los del resto de las jurisdicciones de la zona. En las IIC de retorno absoluto la rentabilidad bruta y neta es, en general, superior a la media de la UE siendo el balance de costes algo heterogéneo. Finalmente, las IIC monetarias españolas muestran mayores rendimientos y costes, aunque por su patrimonio estas instituciones son poco relevantes en el conjunto del sector.

El análisis efectuado por ESMA tiene varias limitaciones que tienen que ver con la cobertura de los datos, con la metodología empleada y con la posibilidad de que la calidad de estos no sea suficientemente elevada. Existen dos aspectos particularmente relevantes de su análisis que impiden determinadas comparaciones. En primer lugar, ESMA emplea una metodología de cálculo de rendimientos que trata de suavizar las series de rentabilidad y que podría considerarse que introduce solapamientos de información y genera confusión, al impedir comparaciones con el comportamiento de *benchmarks* y de otras referencias habituales (tampoco permite realizar una comparación adecuada con las rentabilidades que se presentan en este trabajo). Por otra parte y en relación con los gastos, existe una diferencia especialmente relevante que impide la comparación de las magnitudes entre países, por la imposibilidad de separar los gastos de comercialización de las IIC de otro tipo de gastos en varias jurisdicciones. Al realizar comparaciones entre los gastos soportados por los inversores de IIC en diferentes jurisdicciones, se debería tener en cuenta que en España, como en algunos otros países europeos, por lo general se retribuye a

5 Por orden de mayor a menor tamaño de mercado: Luxemburgo, Reino Unido, Irlanda, Francia, Suecia, Alemania, Italia, España, Finlandia, Dinamarca, Austria, Bélgica, Holanda y Portugal.

los comercializadores mediante la cesión por parte de las gestoras de un porcentaje relevante de su comisión de gestión, lo que determina que esta sea, en general, superior. En el estudio de ESMA se considera la comisión de gestión, pero no las comisiones que paga directamente el inversor al comercializador —como es lógico, al no ser comisiones soportadas por el fondo—, por lo que en el estudio los países en los que el comercializador es remunerado de modo explícito por el inversor muestran unos gastos soportados por los inversores más bajos.

En este contexto la CNMV plantea este trabajo sobre las IIC españolas con el fin de arrojar algo de luz sobre el rendimiento y los costes de estas instituciones, tratando de superar algunas de las limitaciones encontradas en el trabajo de ESMA. La manera de abordar ciertas limitaciones radica en emplear los datos a disposición de la CNMV, que son de elevada calidad y que se corresponden con la totalidad de la industria de las IIC, y en emplear otra metodología en los cálculos de rentabilidad.

En el análisis se han considerado todas las IIC de carácter financiero, tanto los fondos de inversión como las SICAV. Se han dejado fuera del análisis únicamente las IIC de inversión libre (las IICIL e IICIICIL) y las IIC inmobiliarias. El horizonte temporal considerado ha sido de 11 años, desde 2009 hasta el cierre de 2019. Se ha optado por aumentar las vocaciones analizadas desde las 5 que propone ESMA hasta 7, por entender que la comprensión de algunos indicadores mejora al realizar algunas divisiones adicionales. Así, se ha desdoblado la vocación mixta en dos: renta fija mixta y renta variable mixta, de la misma manera que se ha procedido para la renta variable, que se ha segmentado en renta variable euro y renta variable internacional.

En las secciones siguientes se presenta un análisis exhaustivo sobre la evolución de la rentabilidad y los gastos de las IIC españolas entre 2009 y 2019, que incorpora, además, nuevas vertientes que pueden resultar de interés. Una de ellas compara la rentabilidad y los gastos de las IIC en manos mayoritariamente de inversores que tienen una participación muy alta en la institución (a los efectos de este informe se denominarán *IIC institucionales*) respecto a las IIC en manos de inversores que realizan aportaciones inferiores (*IIC minoristas*). Finalmente se compara el rendimiento y los gastos de las IIC que pertenecen a grupos bancarios con el de aquellas otras IIC gestionadas por entidades que no tienen dicha vinculación y también se analiza la evolución de las IIC que tienen alguna relación de dependencia con entidades que pueden ser consideradas exclusivamente como bancos comerciales.

Este trabajo se articula de la siguiente manera: en la sección 2 se realiza la descripción de la metodología empleada; en la sección 3 se describen las principales magnitudes (número de instituciones y patrimonio) de la base de datos empleada; la sección 4 contiene los cálculos principales efectuados sobre la rentabilidad y los gastos de las IIC españolas, así como una comparación con las estimaciones efectuadas por ESMA. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones. En la parte final del documento se presenta el análisis sobre rentabilidad y gastos de forma detallada, incluyendo apartados específicos por vocaciones, por tipos de inversor (institucional frente a minorista) y por tipos de gestora (bancaria frente a independiente).

2 Metodología

El análisis se ha realizado a partir de la información de los estados reservados que las sociedades gestoras de IIC domiciliadas en España envían de forma periódica a la CNMV. Se han tomado datos anuales de todas las IIC de carácter financiero —tanto fondos de inversión (FI) como sociedades de inversión de capital variable (SICAV)— existentes entre los años 2009 y 2019. Se han excluido las IIC de inversión libre (las IICIL e IICHICIL) y las IIC de carácter inmobiliario.

Se han tomado, para cada uno de los años, las IIC que estuvieron dadas de alta durante todo el ejercicio, descartándose aquellas que se crearon durante el mismo pero que no existían al inicio, así como aquellas otras que sí existían al inicio pero causaron baja a lo largo del periodo. El cálculo de las rentabilidades referido a cada uno de los 11 ejercicios analizados (desde 2009 hasta 2019) se realizó a partir de los valores liquidativos de cada una de las IIC al cierre del año (31/12/n), frente a los valores liquidativos al cierre del año anterior (31/12/n-1).

Las sociedades gestoras de IIC (SGIIC) deben realizar el cálculo de los valores liquidativos de cada una de las IIC bajo gestión a partir del cálculo del patrimonio diario dividido entre el número de participaciones/acciones en circulación. El cálculo del patrimonio diario incorpora la valoración a precios de cierre de mercado de los activos en cartera, así como los ingresos devengados en el día, y descuenta los gastos soportados. Las comisiones de gestión y de depositario y aquellos otros gastos establecidos como porcentaje anual del patrimonio del fondo se descuentan diariamente del cálculo del patrimonio del fondo en la cuantía diaria equivalente. En consecuencia, la rentabilidad calculada a partir de los valores liquidativos de las IIC es una rentabilidad neta de todos los gastos que soporta el fondo.

La Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, establecía 15 categorías distintas en función del peso de las inversiones en renta variable y renta fija, la duración de la renta fija, en el caso de los fondos monetarios, y las áreas geográficas de los mercados en los que se invierte. Posteriormente, las Circulares 3/2011 y 2/2019 modificaron la Circular 1/2009, incorporando nuevas vocaciones, hasta completar un total de 20 en la actualidad. En este estudio se ha decidido agrupar estas categorías en un número más reducido con el objetivo, por un lado, de tener una clasificación comparable con la de ESMA y, por otro, de contar con una masa crítica de patrimonio suficiente en cada una de ellas, que permita realizar el análisis comparativo planteado con la suficiente representatividad.

Por tanto, se han agrupado las vocaciones existentes en las 7 categorías siguientes⁶:

- i) **Monetarios (M)**. Incluye monetarios y monetarios a corto plazo.
- ii) **Renta fija (RF)**. Incluye renta fija euro, renta fija internacional y garantizados de renta fija.

6 Las siglas que se incluyen tras el nombre de cada vocación se utilizarán en los cuadros y gráficos del informe.

- iii) **Renta fija mixta (RFM).** Incluye renta fija mixta euro, renta fija mixta internacional, con garantía parcial y garantizados de renta variable. Estos últimos se han incorporado en esta categoría, al resultar comparables en términos de exposición a renta variable durante el periodo.
- iv) **Renta variable mixta (RVM).** Incluye renta variable mixta euro, renta variable mixta internacional, gestión pasiva y fondos globales. Las dos últimas categorías se han agregado con base en su exposición media a renta variable.
- v) **Renta variable euro (RVE).** Incluye únicamente renta variable euro.
- vi) **Renta variable internacional (RVI).** Incluye renta variable internacional exclusivamente.
- vii) **Retorno absoluto (RA).** Incluye únicamente la vocación retorno absoluto.

En relación con los gastos, los partícipes soportan dos tipos de gastos cuando invierten en fondos de inversión: los directos, pagados por el partícipe en el momento de suscribir o reembolsar sus participaciones en concepto de comisión de comercialización o bien de suscripción/reembolso, y los indirectos, soportados y pagados por el propio fondo y en consecuencia detraídos del cálculo del valor del patrimonio diario, lo que tiene un efecto negativo en el valor liquidativo y, por tanto, en la rentabilidad del fondo.

En España, el modelo de comercialización habitual de fondos de inversión implica que los partícipes soportan los gastos de forma indirecta, siendo muy poco frecuente el pago de comisiones directas de comercialización o de suscripción y reembolso.

Existe una metodología armonizada a nivel europeo, recogida en las directrices del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) —*CESR's Guidelines on the methodology for calculation of the ongoing charges figure in the Key Investor Document* (CESR/10-674)— para calcular el impacto en términos anuales y porcentuales de la suma de todos los gastos de gestión corriente soportados por una IIC respecto a su patrimonio medio diario. Esta metodología se desarrolló para favorecer la transparencia y la comparación entre el nivel de gastos soportado por distintas IIC a nivel europeo. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en algunos países, como España e Italia, es frecuente que las sociedades gestoras remuneren a los distribuidores retrocediéndoles un porcentaje importante de la comisión de gestión, por lo que esta incorpora los gastos por comercialización, mientras que en otros países, anglosajones y del norte de Europa, es frecuente el pago de una comisión directa de comercialización por parte del inversor. Este hecho imposibilita una comparación completa de los gastos ya que, mientras que en España la ratio de gastos es una aproximación muy cercana al total de gastos soportado por los inversores, en otras jurisdicciones sería necesario añadir la comisión de comercialización pagada directamente por el partícipe.

Los informes periódicos de las IIC dirigidos a los partícipes deben incluir información histórica sobre la ratio de gastos soportada en cada uno de los últimos 5 años,

calculada según la metodología de las directrices del CESR⁷. La ratio de gastos corrientes incluida en los informes correspondientes al segundo semestre de cada ejercicio y referida al último ejercicio anual se traslada al documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) en su actualización anual, que se produce en los 35 primeros días hábiles de cada ejercicio.

Para realizar el análisis se ha tomado la cifra de la ratio de gastos corrientes incluida en los informes a partícipes y volcados en el DFI de cada uno de los 11 años considerados. La ratio de gastos debe incluir en el numerador la suma de las comisiones de gestión, del depositario y todos los demás gastos de gestión corriente soportados por la IIC, incluida una estimación de los gastos indirectos soportados como consecuencia de la inversión en otras IIC, cuando estas representan más del 10 % de la IIC inversora. La ratio de gastos no incorpora la comisión de gestión cuando esta se calcula sobre los resultados ni los gastos de transacción asumidos por los fondos en las operaciones de compra y venta de valores.

El análisis de gastos se ha realizado sobre la misma muestra que el análisis de rentabilidad, es decir, se ha considerado el 100 % de todas las clases de participaciones de fondos de inversión y el 100 % de las SICAV, siempre que figurasen en el registro de la CNMV tanto a principio como a final de alguno de los ejercicios analizados. Ello significa que para cada año analizado se han considerado exclusivamente las IIC *vivas* a lo largo de todo el ejercicio.

En relación con el análisis que trata de comparar las IIC institucionales con las IIC de minoristas, se ha considerado que el perfil del inversor de una IIC es institucional si cumple los siguientes criterios:

- En el caso de los FI, o bien la inversión inicial mínima exigida para suscribir dicha clase es igual o mayor a 100.000 euros⁸, o bien se comercializa exclusivamente a clientes que tienen firmados contratos de gestión discrecional de cartera.
- En el caso de las SICAV, en general, no suelen exigir suscripción mínima inicial, aunque su patrimonio en muchos casos está concentrado en un número pequeño de accionistas; por esta razón se ha adoptado un criterio diferente para determinar aquellas que se consideran institucionales: aquellas en las que más del 50 % de su patrimonio se encuentra en manos de inversores cuya inversión supera los 150.000 euros.

Finalmente, el análisis realiza una comparativa entre el rendimiento y los gastos de los fondos gestionados por sociedades gestoras que pertenecen a grupos bancarios respecto de los fondos gestionados por el resto de gestoras. En este análisis se

7 Las directrices CESR/10-674 empezaron a aplicarse a partir de 2011. En los ejercicios anteriores se calculaba también una ratio de gastos totales (TER) con una metodología ligeramente distinta. La diferencia fundamental es que la TER sí incluía (a diferencia de la ratio de gastos corrientes) la comisión de gestión sobre resultados y los gastos de financiación pero, sin embargo, no incorporaba en el cálculo los gastos indirectos como consecuencia de la inversión en otras IIC.

8 Esta información no está disponible entre los años 2009-2013 para los fondos de inversión dados de baja antes de 2013. Por defecto estos fondos se clasifican como minoristas.

denomina a estas últimas *gestoras independientes*, aunque hay que matizar que algunas de ellas pueden pertenecer a otros grupos no bancarios como, por ejemplo, una entidad aseguradora.

3 Descripción de la muestra

En total se dispone de una muestra de 4.688 clases de participaciones de fondos de inversión y 3.867 SICAV distintos, es decir, fondos o sociedades para los que se dispone de al menos un ejercicio de información. El número de fondos para los que se dispone de observaciones para todos los años de la década contemplada (índice de supervivencia) es de 800 (17,1 % del total) y el número de SICAV es de 1.999 (51,7 %). En el cuadro inferior se detalla el número de IIC de cada tipo que se ha considerado en cada uno de los 11 años analizados.

Número de entidades analizadas

CUADRO 1

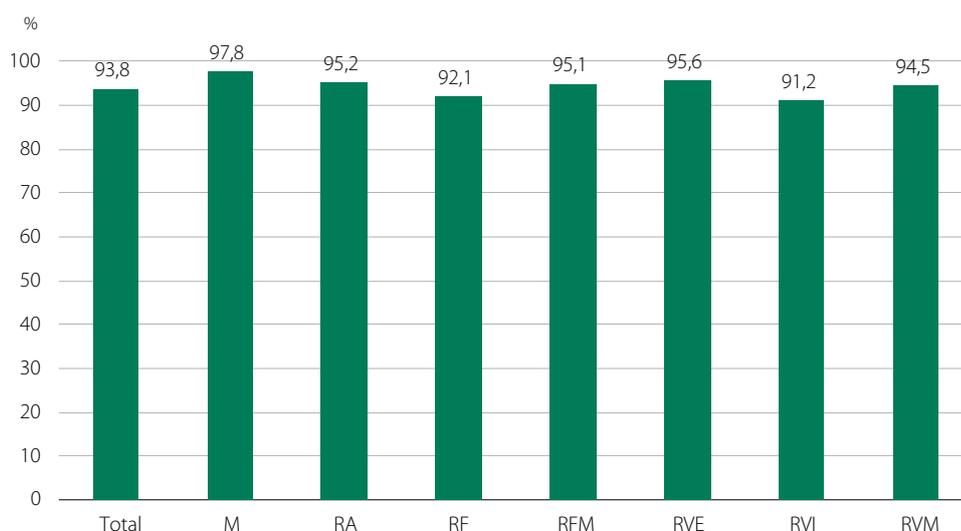
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fondos de inversión (nivel clase)	2.446	2.310	2.247	2.211	2.077	2.025	1.954	1.987	2.044	2.169	2.330
Monetarios	72	78	80	70	60	55	41	40	36	36	8
Renta fija	688	694	734	782	747	659	545	495	431	444	508
Renta fija mixta	707	634	547	476	403	375	334	313	348	358	403
Renta variable mixta	417	367	378	377	417	488	576	627	677	698	697
Renta variable euro	178	173	151	141	119	117	117	149	155	175	204
Renta variable internacional	241	229	219	239	224	216	231	254	275	324	398
Retorno absoluto	143	135	138	126	107	115	110	109	122	134	121
SICAV	3.179	3.070	2.989	2.926	2.899	2.990	3.195	3.169	2.813	2.694	2.556
Monetarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Renta fija	3	5	4	4	5	4	3	3	4	3	3
Renta fija mixta	7	5	7	9	11	7	9	11	11	9	11
Renta variable mixta	3.166	3.057	2.972	2.907	2.876	2.972	3.176	3.149	2.788	2.673	2.533
Renta variable euro	3	1	2	2	2	2	3	3	3	3	3
Renta variable internacional	0	0	1	1	2	2	1	1	5	5	5
Retorno absoluto	0	2	3	3	3	3	3	2	2	1	1

Fuente: CNMV.

En lo que respecta a la representatividad, como se observa en el gráfico 1, el patrimonio de las IIC de la muestra del estudio representa entre el 93 % y el 98 % del patrimonio total de estas IIC en valor promedio de la década, por lo que la representatividad es elevada en todas las categorías de fondos.

Representatividad de la muestra¹

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

1 Se mide como el porcentaje del patrimonio medio de la muestra en el conjunto del periodo sobre el patrimonio medio total de las IIC de cada categoría.

M: monetario, RA: retorno absoluto, RF: renta fija, RFM: renta fija mixta, RVE: renta variable euro, RVI: renta variable internacional y RVM: renta variable mixta.

En el cuadro 2 se muestra el patrimonio total, expresado en millones de euros, de las IIC analizadas en cada año, desglosado por vocaciones inversoras. Como puede observarse, el patrimonio total del conjunto de entidades estudiado ha aumentado considerablemente en el periodo de análisis, al pasar de 183.842 millones de euros en 2009 a 278.157 millones en 2019. En los primeros años de la serie este patrimonio se redujo hasta el mínimo de 140.338 millones en 2012, para luego comenzar una etapa de expansión en los siguientes con aumentos de hasta el 30 % de 2013 a 2014 (hasta los 216.612 millones), consolidándose por encima de los 275.000 millones en los 3 últimos ejercicios de estudio.

Evolución del patrimonio por vocación inversora

CUADRO 2

Millones de euros

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Monetario	12.586	8.135	8.028	5.855	8.421	7.296	8.320	9.722	7.108	6.804	3.787
Renta fija	83.647	68.541	67.076	65.743	72.578	81.680	65.547	71.875	63.178	60.692	62.177
Renta fija mixta	33.187	28.750	22.822	19.706	19.547	35.216	53.337	48.709	55.672	52.924	52.494
Renta variable mixta	35.094	34.535	31.560	32.603	45.088	65.565	80.829	82.935	104.499	105.843	112.892
Renta variable euro	6.359	5.449	4.919	5.287	8.411	8.238	8.368	8.701	10.016	11.994	10.020
Rente variable internacional	5.899	8.024	6.168	6.578	8.645	12.125	16.200	17.200	20.068	23.610	26.491
Retorno absoluto	7.071	7.861	5.856	4.617	4.608	6.491	11.010	11.844	15.366	13.978	10.297

Fuente: CNMV.

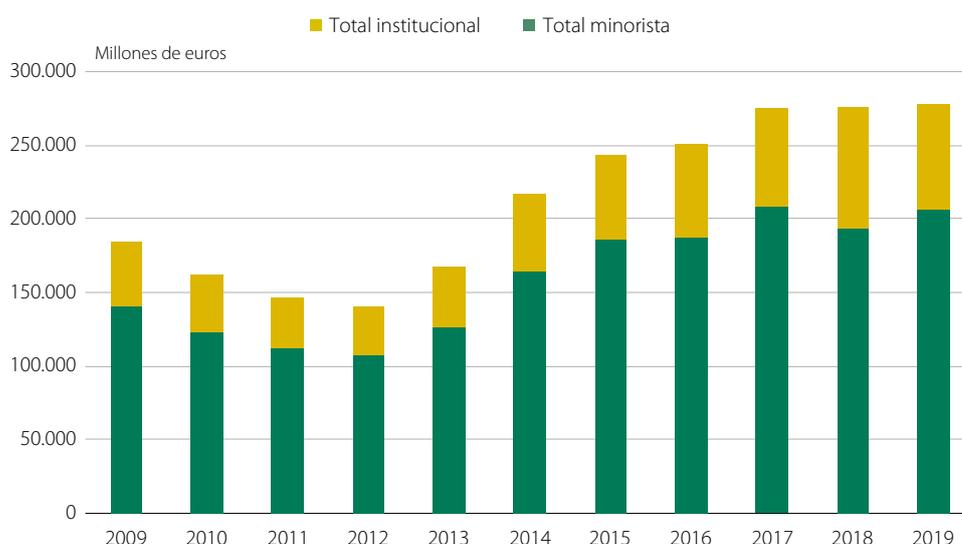
Por vocaciones, la tendencia general se enmarca en un contexto de tipos de interés cada vez más bajos, que, progresivamente, ha hecho menos atractivas las categorías de renta fija y, en general, las más conservadoras en favor de aquellas más arriesgadas. Así, los mayores aumentos de patrimonio se han registrado en las categorías de renta variable internacional y renta variable mixta. La primera, con un patrimonio de 5.899 millones de euros al comienzo del periodo, ha visto cómo este se ha multiplicado por 4 hasta los 26.491 millones en 2019. Por su parte, la renta variable mixta ha triplicado su patrimonio al pasar desde los 35.094 millones de euros en 2009 hasta los 112.892 millones. Cabe destacar que en esta última categoría se incluyen los fondos globales, que, a pesar de disminuir su peso en el total del patrimonio de la renta variable mixta desde el 80 % que representaban en 2009, suponían casi un 65 % del importe total al final de 2019 (70.596 millones de euros).

Por el contrario, el patrimonio de las IIC de renta fija se ha reducido significativamente durante el periodo considerado, tanto en los fondos monetarios como en la renta fija a largo plazo. El patrimonio total de los fondos monetarios ha pasado de 12.566 millones de euros en 2009 a 3.787 millones en 2019, perdiendo un 70 % de su importe. De forma similar, el patrimonio de los fondos de renta fija disminuyó un 26 %, al pasar de 83.647 millones de euros al comienzo de los 11 años hasta 62.177 millones en el último ejercicio analizado.

Si se estudia el patrimonio por tipo de inversor, el de las IIC comercializadas al sector minorista ha pasado de 140.890 millones en 2009 a 205.911 millones en 2019 (un 46 % más), mientras que el patrimonio de las IIC en manos de inversores institucionales casi se ha doblado (ha pasado de 42.951 millones de euros en 2009 a 72.246 millones en 2019). Como consecuencia de esta evolución, como se muestra en el gráfico 2, el porcentaje de patrimonio en manos de inversores minoristas ha pasado del 76 % del total al 74 %, mientras que el de las instituciones dirigidas a inversores institucionales se ha incrementado desde el 24 % al 26 %.

Evolución del patrimonio de las IIC por sector institucional

GRÁFICO 2



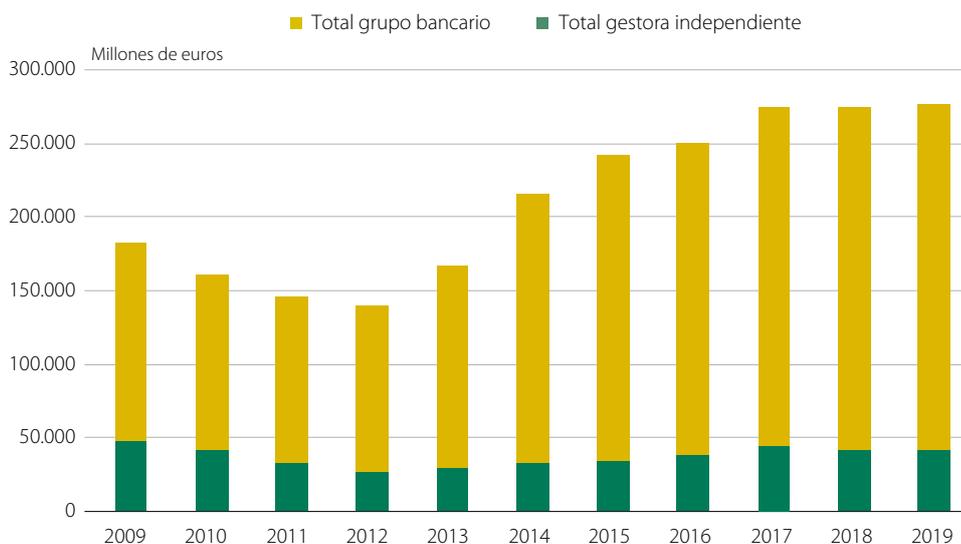
Fuente: CNMV.

Cabe destacar la elevada concentración de las IIC comercializadas a inversores institucionales en la categoría de renta variable mixta, debido a que la mayor parte de las SICAV son institucionales con vocación global, de acuerdo con la Circular 1/2009 de la CNMV, y esta vocación se ha considerado renta variable mixta en este análisis. La segunda vocación con cierto peso en las IIC institucionales es la de renta fija. El resto de las vocaciones se comercializan en menor medida entre los inversores institucionales. No obstante, las vocaciones de renta variable y de rentabilidad absoluta, que habían sido poco relevantes entre las IIC institucionales durante todo el periodo, recibieron un volumen importante de suscripciones en 2018.

La evolución del patrimonio atendiendo al tipo de gestora revela que el gestionado por aquellas ligadas a grupos bancarios ha ido ganando importancia a lo largo del periodo. En términos absolutos, el valor del patrimonio gestionado por sociedades gestoras bancarias ha pasado de 135.216 millones de euros en 2009 a 235.837 millones en 2019 (un 74 % más), al contrario que el patrimonio gestionado por las gestoras independientes, que se ha visto reducido un 13 %, desde los 48.626 millones de euros en la fecha inicial del estudio a 42.321 millones 11 años después (véase gráfico 3). En consecuencia, el patrimonio de las primeras pasó de representar el 74 % del total en 2009 hasta el 85 % en 2019, mientras que el de las segundas se redujo desde el 26 % hasta el 15 % en el mismo periodo.

Evolución del patrimonio de las IIC por tipo de gestora

GRÁFICO 3



Fuente: CNMV.

En esta comparativa destaca la elevada concentración de las IIC comercializadas por gestoras de grupos bancarios en las vocaciones de renta fija, de media en el periodo un 82 % del total en la categoría de renta fija y un 93 % en los monetarios, mientras que en la renta variable este porcentaje es menor, llegando en algún año puntual como 2011 a ser inferior al 50 %, pero manteniéndose de media por encima del 60 % del total, tanto en renta variable internacional como en renta variable euro. En esta última vocación el patrimonio de IIC gestionado por gestoras no bancarias en 2009 representaba un 45 % del total, pero su peso ha disminuido progresivamente hasta terminar el periodo de análisis representando el 29 % del patrimonio de la categoría.

4 Resultados principales del análisis

Se expone a continuación un resumen de los resultados más importantes del análisis de rentabilidad y gastos de las IIC españolas, así como la comparación entre los cálculos efectuados por la CNMV y ESMA. El análisis detallado de la evolución de la rentabilidad y los gastos de las IIC españolas por vocación y año, tipo de inversor y tipo de gestora se encuentra en la parte final de este informe, bajo los epígrafes «A. Análisis de rentabilidad» y «B. Análisis de gastos».

4.1 Rentabilidad

El análisis de rentabilidades se ha realizado en términos brutos y netos, el primero con el fin de observar su evolución temporal y su comparación con la evolución de algún activo de referencia, y el segundo, por ser más conveniente a la hora de efectuar las comparaciones entre IIC segmentadas por tipo de inversor o tipo de gestora. El cuadro 3 muestra las rentabilidades brutas que han obtenido las IIC en cada año del periodo de análisis para cada una de las vocaciones. Como es lógico, las vocaciones que invierten en deuda presentan las rentabilidades más reducidas y acotadas y, a medida que aumentan los activos de mayor riesgo, se observan rentabilidades que en años de expansión pueden mostrar cifras de dos dígitos y a la inversa en años de contracción en los mercados.

En el caso de los fondos de renta fija, además de resaltar la menor variabilidad de sus rentabilidades por su propia naturaleza, cabe señalar la relevancia del descenso de tipos de interés que ha tenido lugar durante los últimos años y que ha afectado de forma generalizada a la rentabilidad de estas instituciones. De hecho, ni los fondos monetarios ni los de renta fija pudieron evitar una rentabilidad negativa en 2018, la única registrada en el periodo de análisis. La rentabilidad bruta en los fondos monetarios ha oscilado entre el -0,3 % y el 2,8 % y en los de renta fija, entre el -0,7 % y el 5,1 %. En ambos tipos de fondos el mínimo se registró en 2018, en línea con el nivel históricamente reducido de las rentabilidades en la mayoría de los activos de deuda, y el máximo se produjo en 2012 coincidiendo con los momentos de mayor incertidumbre de la crisis de la deuda soberana europea. En general, la rentabilidad de estos activos ha estado en línea con los diferentes activos de referencia considerados (deuda pública y privada a diferentes plazos).

Rentabilidad bruta

CUADRO 3

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Monetarios	1,5	1,8	2,5	2,8	2,0	1,1	0,4	0,3	0,0	-0,3	0,2
Renta fija	3,6	1,0	3,1	5,1	4,4	4,1	1,1	1,3	0,9	-0,7	2,5
Renta fija mixta	5,9	-0,3	1,1	5,7	7,0	4,9	1,7	1,6	2,5	-2,4	5,8
Renta variable mixta	13,6	2,8	-3,1	7,5	10,9	6,9	2,8	3,5	5,3	-4,6	11,0
Renta variable euro	35,3	-0,1	-9,7	13,5	30,8	5,0	5,5	4,7	13,8	-11,2	16,8
Renta variable internacional	42,7	17,9	-7,8	14,8	24,5	10,3	10,0	7,4	11,5	-10,2	24,1
Retorno absoluto	6,0	3,6	-0,3	5,6	4,4	3,7	1,5	1,8	2,9	-3,4	5,5

Fuente: CNMV.

La rentabilidad bruta de las categorías de renta variable pura se ha situado en un nivel medio elevado: 13,2 % en renta variable internacional y 9,5 % en renta variable euro, registrando extremos pronunciados. En momentos de revalorización de las bolsas, estas IIC han llegado a presentar rendimientos anuales superiores al 20 % y en situaciones de caídas, las pérdidas han alcanzado el 10 % o incluso más. Cabe resaltar que el rendimiento medio de estas instituciones ha sido superior al de algunos índices de renta variable contemplados como el Ibex 35, el Eurostoxx 50 o el índice MSCI World. La diferencia, que se estima entre los 4 p.p. y los 6,2 p.p. en función de la referencia contemplada, se explicaría por una selección de activos en la cartera con una revalorización superior a la de la media del mercado, así como por el efecto de los dividendos recibidos, que no estarían incorporados en el cálculo de rentabilidad de los índices de referencia. Se calcula que un 63 % de las IIC de renta variable euro (73 % del patrimonio de esta categoría) habría superado el rendimiento de un índice de referencia basado en el Ibex 35 y el Eurostoxx 50⁹ de media en el periodo y que un 43 % de las IIC de renta variable internacional (49 % del patrimonio) habría alcanzado un rendimiento superior al del MSCI World. Estos porcentajes se reducen al 35 % de las IIC de renta variable euro (43 % del patrimonio) y al 30 % de las IIC de renta variable internacional (38 % del patrimonio), si se incorpora en el análisis una estimación de la rentabilidad por dividendo¹⁰.

La evolución de los rendimientos de las IIC de carácter mixto ha estado en consonancia con la proporción de activos de renta fija y renta variable de sus carteras. De media, la rentabilidad bruta de las IIC de renta fija mixta fue del 3,0 % y la de las IIC de renta variable mixta, del 5,1 %. Las IIC de retorno absoluto, que buscan un retorno positivo en un plazo de tiempo intermedio manteniendo la volatilidad en niveles relativamente reducidos, tuvieron una rentabilidad media del 2,8 %, similar a la de los fondos de renta fija mixta.

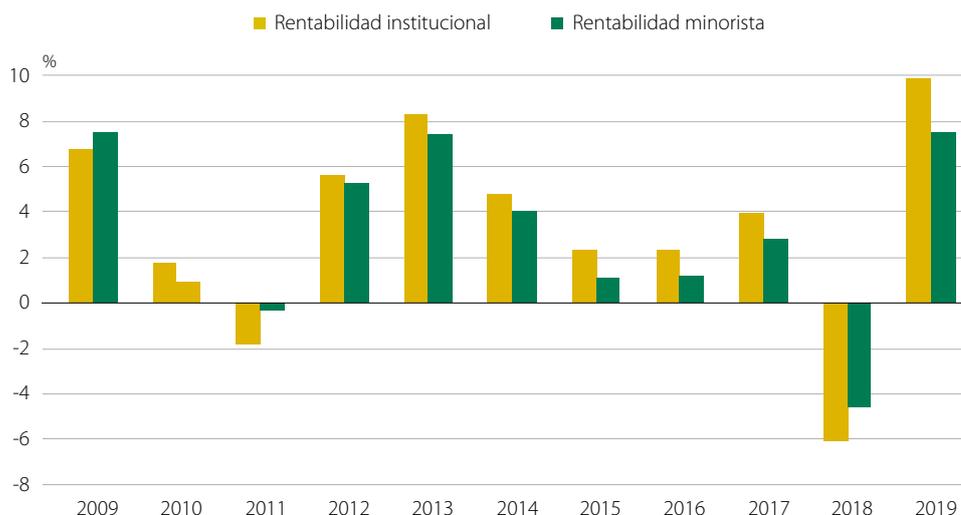
El análisis de los rendimientos netos de los fondos de carácter institucional y minorista muestra resultados relativamente homogéneos durante el periodo estudiado y entre vocaciones. En general, las IIC en manos de inversores institucionales obtienen un rendimiento mayor que el de las IIC en manos de minoristas en la mayoría de los periodos. Sin embargo, el rendimiento de las IIC institucionales es más variable, siendo superior al de las IIC minoristas en periodos de revalorizaciones en los mercados e inferior en momentos de caídas. Cuando las IIC institucionales lo hacen peor, la magnitud de la diferencia es notable, por lo que de media la diferencia de rentabilidad entre ambos tipos de IIC se sitúa en 0,4 p.p. (3,4 % para las institucionales y 3,0 % para las minoristas).

9 Véase apéndice A.1 (renta variable euro) para un mayor detalle sobre la construcción de este *benchmark*.

10 Véase apéndice A.1 (renta variable internacional) para un mayor detalle sobre esta estimación.

Rentabilidad neta por tipo de inversor

GRÁFICO 4

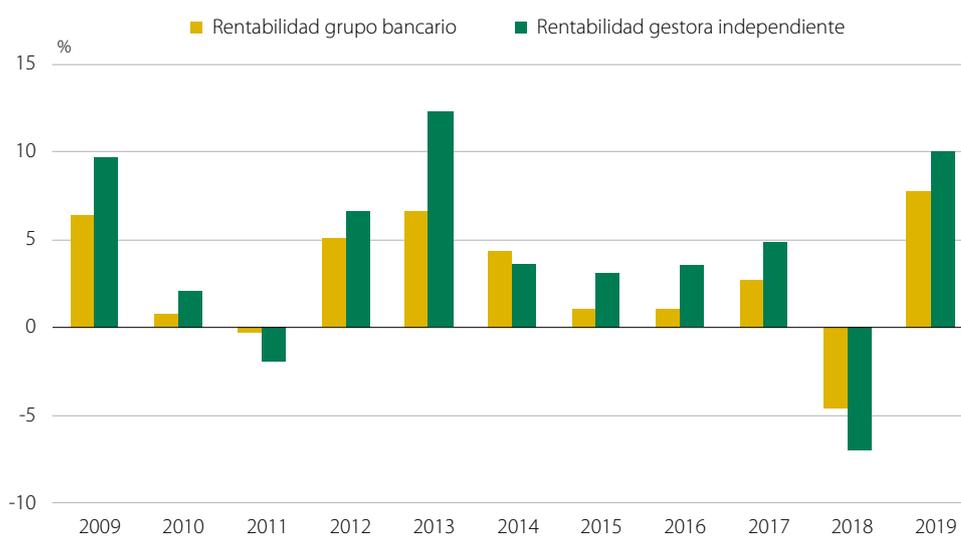


Fuente: CNMV.

El análisis de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora realizado revela que los resultados obtenidos por las gestoras independientes han sido de media superiores a los de las gestoras bancarias (4,3 % frente al 2,8 %), lo cual se asocia mayoritariamente al mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable. En estas vocaciones la diferencia de rentabilidad en algunos años ha sido próxima o superior a los 10 p.p. En las vocaciones de renta fija estas diferencias no son tan acusadas y de media en el periodo son muy cercanas a cero.

Rentabilidad neta por tipo de gestora

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Además de la segmentación clásica de sociedades gestoras atendiendo a la forma legal de su grupo dominante (grupo bancario o independiente), se ha llevado a cabo un análisis complementario que segmenta a las gestoras de una manera algo

diferente. En lugar de atender estrictamente a la forma legal del grupo al que pertenece la SGIIC, se tiene en cuenta su modelo de negocio, de manera que los bancos que figuran en el registro como entidades de crédito se considerarán entidades especializadas en servicios de inversión si la mayor parte (más de dos tercios) de sus ingresos provienen de la prestación de servicios de inversión (entendidos en sentido amplio, al incluir también la comercialización de IIC) y no de los servicios habituales de banca comercial. Este análisis alternativo divide, por tanto, a las gestoras en tres grupos: las que pertenecen a grupos bancarios comerciales; las que, siendo los grupos a los que pertenecen legalmente bancarios, están especializados en servicios de inversión, y las independientes¹¹.

El escaso peso del patrimonio gestionado por estas gestoras de bancos no comerciales dentro del total de bancos (entre el 2,6 % y el 4,5 % en el periodo 2016-2019) hace que prácticamente no varíen las cifras correspondientes a las gestoras de bancos comerciales respecto del total gestionado por bancos; de hecho, en el periodo 2016-2019 la rentabilidad neta de las IIC gestionadas por entidades de bancos comerciales fue del 1,7 %, la misma cifra que la de las gestoras del conjunto de bancos, observándose diferencias poco relevantes por vocaciones. Por su parte, el rendimiento neto de las gestoras que pertenecen a bancos no comerciales fue algo superior al de las gestoras de bancos comerciales (que fue del 1,7 %, como se acaba de señalar), situándose en el 1,9 %, cerca de 1 p.p. por debajo del rendimiento neto de las gestoras independientes (2,9 %) ¹². Sin embargo, tal y como se detalla en el apéndice C de este informe, los rendimientos netos de las gestoras de los bancos no comerciales son superiores tanto a los de las gestoras de bancos comerciales como a los de las gestoras independientes en todas las vocaciones excepto en los fondos mixtos, fondos que tienen un peso muy relevante en el total.

4.2 Gastos

Los cálculos efectuados en relación con los gastos soportados por las IIC revelan que sus niveles difieren notablemente en función de la vocación inversora. Como se observa en el cuadro 4, los fondos monetarios y los de renta fija son los que soportan unos niveles de gastos más bajos, mientras que los fondos de renta variable soportan unos gastos muy superiores, que llegaron a triplicar en 2019 los de las categorías de renta fija. Debe tenerse en cuenta que la comisión de gestión representa un porcentaje muy elevado de la ratio total de gastos corrientes —en general entre un 80 % y un 90 % de la ratio—, por lo que el nivel más elevado de gastos se explica por la mayor comisión de gestión soportada por las vocaciones con más peso de la renta variable.

11 Algunos ejemplos de entidades bancarias que se dedican fundamentalmente a la prestación de servicios de inversión son Allfunds, Renta 4, Cecabank o Banco Inversis.

12 Si bien hay que señalar que este mejor comportamiento se debe en exclusiva a una entidad, sin la cual los rendimientos netos de este grupo de entidades sería inferior tanto al de las gestoras independientes como al de las pertenecientes a grupos de bancos comerciales.

Ratio de gastos media ponderada por vocación

CUADRO 4

% del patrimonio

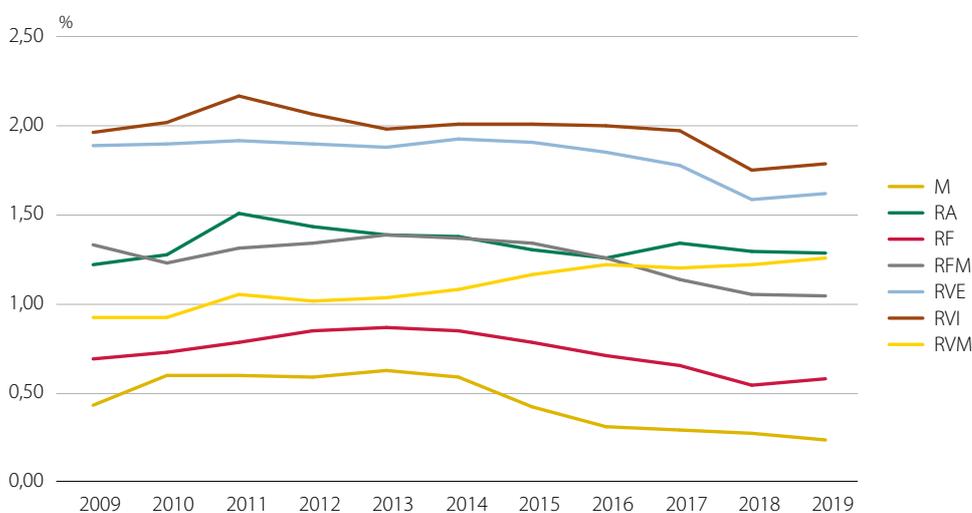
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vocación											
Monetarios	0,43	0,60	0,60	0,59	0,63	0,59	0,42	0,31	0,29	0,28	0,23
Renta fija	0,69	0,73	0,78	0,84	0,87	0,85	0,78	0,71	0,66	0,54	0,58
Renta fija mixta	1,33	1,23	1,31	1,34	1,39	1,37	1,34	1,26	1,14	1,05	1,04
Renta variable mixta	0,92	0,92	1,05	1,02	1,03	1,08	1,16	1,22	1,20	1,22	1,26
Renta variable euro	1,88	1,90	1,92	1,90	1,87	1,93	1,90	1,85	1,78	1,58	1,62
Renta variable internacional	1,96	2,02	2,17	2,06	1,98	2,00	2,01	2,00	1,97	1,75	1,79
Retorno absoluto	1,22	1,28	1,51	1,43	1,39	1,38	1,30	1,25	1,34	1,29	1,29
Media	0,98	1,00	1,04	1,06	1,09	1,12	1,17	1,12	1,12	1,08	1,12

Fuente: CNMV.

La evolución de la ratio de gastos de cada vocación en el periodo analizado ha sido decreciente en todas las vocaciones inversoras, excepto en las de renta variable mixta y retorno absoluto. Esta tendencia puede explicarse en parte por un cierto aumento de la competencia entre las entidades en los últimos años y un entorno de tipos de interés reducidos, que ha presionado a la baja las comisiones en los fondos que invierten mayoritariamente en renta fija. La vocación de fondos monetarios fue la que registró un mayor descenso en términos relativos en el nivel de gastos soportados, al pasar del 0,43 % en 2009 al 0,23 % en 2019 (-46 %), seguida de las vocaciones de renta fija mixta y renta fija, en las que el nivel de gastos medio soportado se redujo un 22 % y un 16 % respectivamente entre esos mismos años. Por el contrario, el nivel de gastos de la vocación de renta variable mixta, que pasó del 0,92 % al 1,26 %, aumentó un 36 % en el periodo. Las vocaciones de renta variable pura experimentaron disminuciones más relevantes en términos absolutos: así, por ejemplo, la ratio media de gastos de las IIC de renta variable euro disminuyó desde 1,88 % hasta 1,62 % (-0,26 p.p.) y la de las IIC de renta variable internacional lo hizo desde 1,96 % hasta 1,79 % (-0,18 p.p.).

Ratio de gastos media ponderada por vocación

GRÁFICO 6



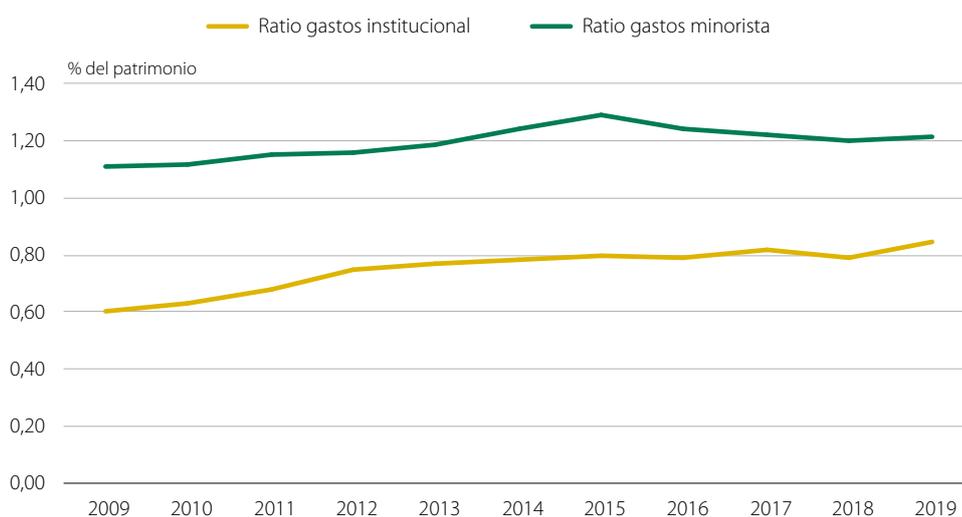
Fuente: CNMV.

A pesar de que la tendencia de la ratio de gastos ha sido descendente en la mayoría de las vocaciones según se ha comentado, la ratio de gastos media de las IIC analizadas aumentó ligeramente en el periodo, al pasar del 0,98 % en 2009 al 1,12 % en 2019. Esto se explica por la redistribución del patrimonio entre vocaciones durante el periodo a favor de categorías con mayores gastos asociados (sobre todo las de renta variable), en detrimento de aquellas con menores gastos (renta fija). Así, en 2009, las vocaciones de renta fija y monetaria concentraban el 52 % del patrimonio, un porcentaje que descendió hasta el 24 % en 2019.

El análisis de los gastos soportados por categoría de inversor revela que en todos los años de la muestra los gastos soportados por las IIC comercializadas a inversores minoristas han sido sustancialmente más elevados que los de las IIC comercializadas a inversores institucionales (1,19 % de media frente a 0,75 %). Esta diferencia, que en promedio del periodo se ha situado en 0,44 p.p., se ha reducido ligeramente durante los últimos años debido al mayor incremento relativo de la ratio de gastos en las IIC institucionales originado por la expansión de las vocaciones más arriesgadas (véase gráfico 7).

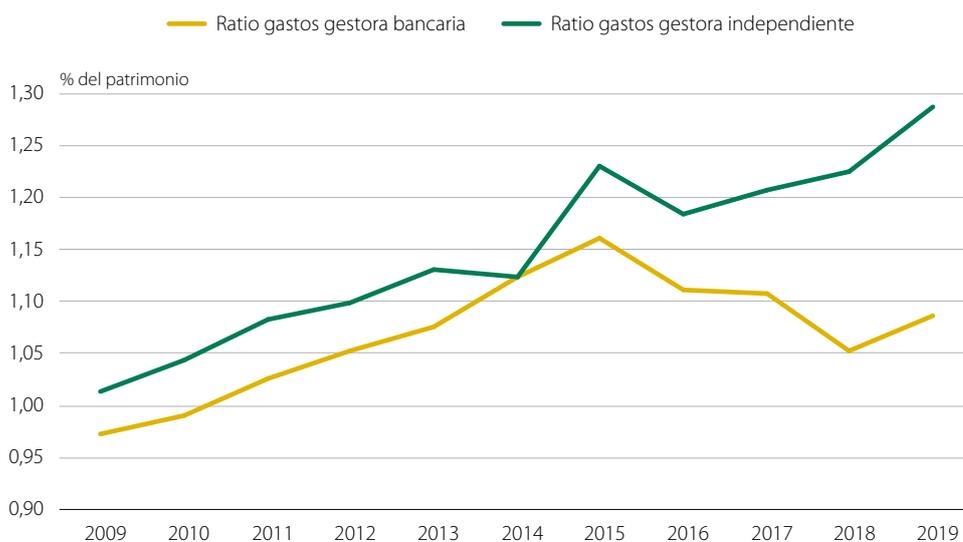
Ratio de gastos media ponderada por tipo de inversor

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

El análisis de los gastos de las IIC gestionadas por sociedades gestoras bancarias frente a gestoras independientes muestra diferencias más reducidas que en la comparativa por tipo de inversor y también menos persistentes en el tiempo. De media, la ratio de gastos de las IIC pertenecientes a gestoras bancarias se situó en el 1,07 % frente al 1,15 % de las IIC gestionadas por entidades independientes (véase gráfico 8). Sin embargo, este nivel de gastos aparentemente menor de las gestoras bancarias se explica por la mayor relevancia de las vocaciones de las IIC más conservadoras (y con menores gastos). El desglose por tipo de vocación revela que las gestoras pertenecientes a grupos bancarios soportan mayores gastos, pero no siempre es así, puesto que en algunas vocaciones —principalmente las mixtas— y en algunos años ocurre lo contrario.



Fuente: CNMV.

4.3 Una comparación con el estudio de ESMA

Tal y como se comentó al principio de este estudio, su motivación parte de los resultados de un estudio publicado por ESMA en 2019, en el que se evaluaba el rendimiento y los gastos de los fondos de inversión de las economías de la UE para el ejercicio 2017 y para la media de los últimos 3, 7 y 10 años. Este estudio ha sido actualizado recientemente con datos de 2018. Para ello se emplearon datos de fondos UCITS de la base de datos comercial Lipper. El estudio de ESMA puede tener limitaciones de tres tipos:

- i) **Cobertura de la muestra.** El estudio de ESMA se basa, como se ha indicado, en la información de UCITS que proporciona una base de datos comercial, cuya cobertura para el año 2017 era del 67 % del patrimonio y para el año 2018, del 74 %. El estudio de la CNMV, en cambio, se basa en la totalidad de las IIC españolas (UCITS y no UCITS).
- ii) **Metodología.** Existen diferencias puntuales en la forma de calcular determinadas magnitudes, entre las que destaca, por ejemplo, el método para anualizar rentabilidades, la utilización de supuestos para asignar gastos cuando no está disponible el TER o la distorsión que puede introducir la existencia de un desfase en los datos disponibles en el estudio de ESMA. Entre estas diferencias metodológicas, la más relevante tiene que ver con el método para anualizar rentabilidades: ESMA dispone de rentabilidades interanuales con frecuencia trimestral, que promedia de una manera determinada para dar un dato para el conjunto del año (o del periodo considerado), mientras que los cálculos efectuados por la CNMV son más directos, ya que no necesitan de ningún supuesto: las rentabilidades se calculan como la variación de los valores liquidativos al inicio y al final del año y la ratio de gastos se calcula tomando los gastos efectivamente devengados por la IIC en el conjunto del ejercicio. ESMA suaviza los rendimientos que ofrece una determinada categoría de fondos, al

incorporar en el cálculo de la rentabilidad referida a un año los rendimientos obtenidos desde marzo del año anterior. Al proceder de esta manera, se solapan periodos de cálculo en el rendimiento y se incorpora información de momentos que no se corresponden con el periodo de referencia del cálculo. Por tanto, introduce una cierta confusión puesto que: i) no permite la comparación del rendimiento de los fondos con ninguna referencia de mercado, ii) no permite a los inversores en fondos comparar el rendimiento de su fondo con la cifra publicada por ESMA y iii) tampoco se pueden realizar comparaciones apropiadas con los cálculos efectuados por la CNMV.

- iii) **Calidad de los datos.** Se desconoce cuál es el nivel de calidad de los datos de la base comercial, así como de los controles o la depuración efectuados por ESMA.

Finalmente, existe un último elemento que impide las comparaciones entre países; en parte, tiene relación con la metodología y, en parte, con los modelos de distribución de fondos de cada país y, en consecuencia, con la forma de repercutir los gastos de comercialización a los partícipes. En algunos países estos costes son explícitos y los paga el partícipe en el momento de adquirir las participaciones de los fondos, mientras que en otros, como España¹³, estos costes son implícitos, de manera que el comercializador recibe el incentivo de la sociedad gestora y esta lo repercute al partícipe en forma de mayores comisiones de gestión. Por tanto, una comparación razonable entre países debería detraer estos costes de comercialización en el caso de los países en los que son implícitos. En España la disminución de los gastos sería significativa, puesto que el porcentaje medio de retrocesión de comisiones de gestión a los comercializadores se situaba en el 50 % a mediados de 2019. Se desconoce si ESMA dispone de información sobre costes de comercialización para aquellas economías en las que son explícitos, si bien parece poco probable.

Con todas las limitaciones que se han descrito con anterioridad, se presentan en el resto de esta sección las estimaciones de costes y rendimiento efectuadas por ESMA, junto con los cálculos realizados por la CNMV. De acuerdo con los cálculos de ESMA las IIC españolas presentarían, en términos generales, niveles tanto de rentabilidad como de gastos inferiores a la media europea. Sin embargo, esto no ocurre en todas las vocaciones y periodos, distinguiendo las siguientes evidencias por vocación:

- **Renta variable.** Las IIC españolas muestran rendimientos inferiores y costes superiores a la media de la UE para todos los periodos considerados. En consecuencia, el rendimiento neto también es siempre inferior.
- **Renta fija.** Las IIC españolas de renta fija presentan tanto rentabilidades como costes medios inferiores a los de la UE en todos los periodos analizados salvo en 2018, cuando obtuvieron un rendimiento bruto menos negativo. En términos netos el balance es desigual entre periodos, siendo los más recientes más favorables para las IIC españolas.

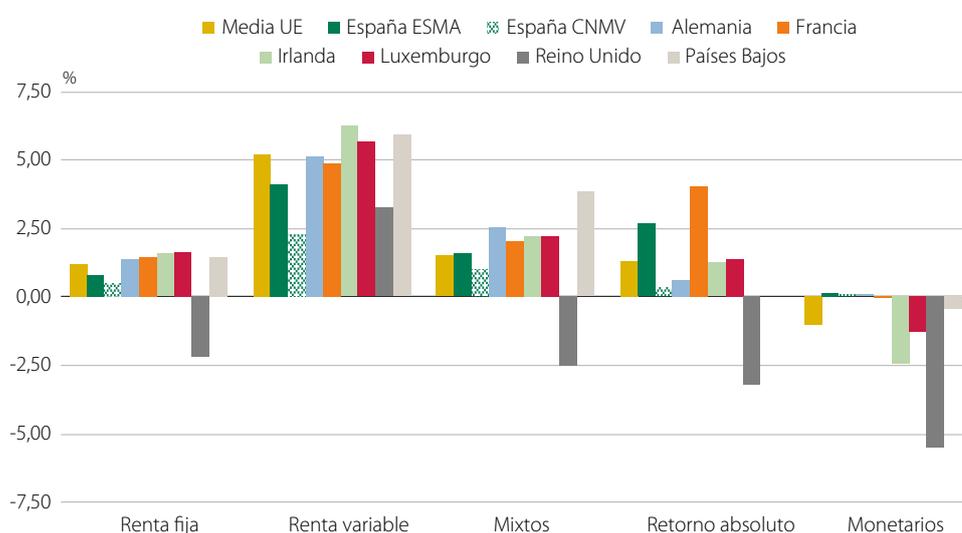
13 Este es el caso también de Italia, Finlandia, Grecia, Noruega o Eslovenia. Otras jurisdicciones también tienen comisiones explícitas de entrada (Austria y Portugal) y algunas han introducido prohibiciones al establecimiento de incentivos (Reino Unido, Holanda o Finlandia).

- **Mixtos.** La tendencia que se concluye para estos fondos es similar a la de los fondos de renta fija: las rentabilidades brutas son inferiores a la media de la UE en periodos más largos y algo superiores en los más recientes, mientras que los costes son siempre inferiores. En términos netos, el rendimiento neto es menor para plazos más largos y algo mayor en los más recientes (3 y 1 año).
- **Monetarios.** Estos fondos presentan, por el contrario, rentabilidades y costes medios superiores que las IIC monetarias de la UE. En términos netos, el balance también es más favorable para las IIC españolas.
- **Retorno absoluto.** Estas IIC presentan una rentabilidad superior a la media de la UE pero el balance en términos de costes no es concluyente, pues varía según el periodo considerado. En relación con la rentabilidad neta, las IIC españolas muestran registros superiores en todos los periodos considerados.

Los gráficos 9, 10 y 11 presentan la estimación de la rentabilidad bruta, los costes y la rentabilidad neta efectuada por ESMA para la media de la UE y para varios países de la zona junto con los cálculos de la CNMV para España, todas ellos referidos al periodo 2016-2018. Como se observa en el gráfico 9, que muestra las estimaciones de rentabilidad bruta, los niveles de rentabilidad calculados por la CNMV para las IIC españolas en ese periodo son inferiores a los que determina ESMA en todas las categorías, apreciándose la mayor diferencia en las vocaciones de retorno absoluto (2,3 p.p.) y de renta variable (1,8 p.p.) y la menor, en la vocación de renta fija (0,29 p.p.). Cabe recordar, no obstante, los problemas de comparabilidad de estas cifras que se han explicado con anterioridad.

Rentabilidad bruta en 2016-2018

GRÁFICO 9



Fuente: ESMA y CNMV.

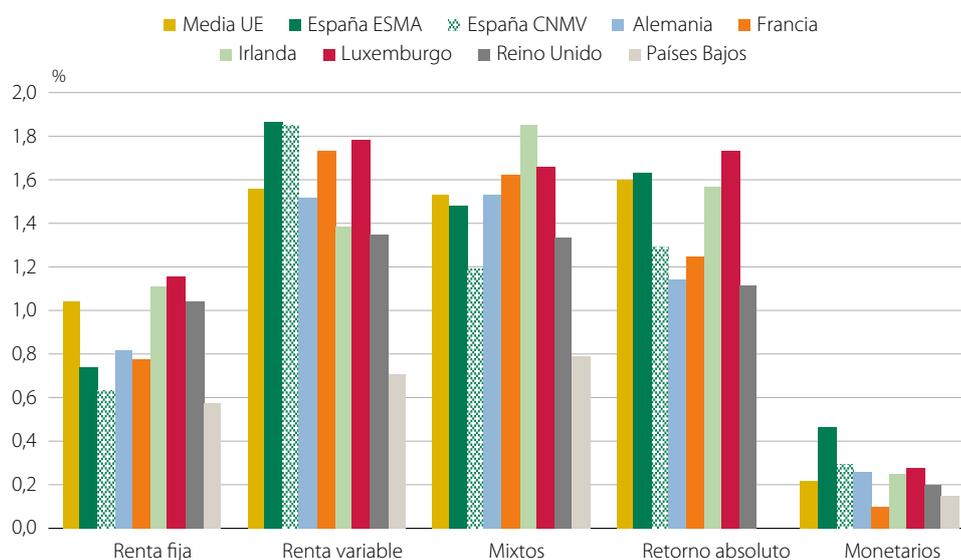
La comparación con otros países de la UE revela que las IIC españolas (según los cálculos de ESMA) obtienen una rentabilidad inferior a las de las jurisdicciones más relevantes en la mayoría de las vocaciones para el periodo 2016-2018. Las diferencias más importantes se observan en los fondos de renta variable y en los fondos mixtos, en los que las diferencias son próximas a los 2 p.p. en algunos casos,

mientras que son algo menores en los fondos de renta fija. En el caso de los fondos de retorno absoluto se aprecia una gran heterogeneidad entre países y, en el caso de los fondos monetarios, el rendimiento de las IIC españolas es mejor que el de todos los países contemplados, si bien cabe recordar la poca relevancia de esta vocación en términos de patrimonio. También es preciso señalar el pobre rendimiento de las IIC del Reino Unido en todas las vocaciones, que han registrado los valores más bajos de todos los países de la muestra, siendo negativos en casi todas las vocaciones, con la única excepción de los fondos de renta variable pura.

En cuanto a la comparativa de gastos (gráfico 10), las estimaciones efectuadas por la CNMV también sitúan los gastos de las IIC españolas en un nivel inferior al calculado por ESMA en todas las vocaciones. Las mayores diferencias se observan en las IIC de retorno absoluto (-0,34 p.p.) y las mixtas (-0,30 p.p.) y las menores, en los fondos de renta variable (-0,02). En relación con los gastos medios calculados para la UE, se observa que las IIC españolas soportan unos gastos superiores a la media europea en los fondos de renta variable y en los monetarios, mientras que estos son inferiores en las IIC de renta fija, mixtas y de retorno absoluto. En estas tres últimas, la diferencia de gastos respecto a la UE es significativa: en el caso de las de renta fija se sitúa en 0,40 p.p. (1,04 % de media en la UE frente a 0,64 % en las IIC españolas), en los fondos mixtos es de 0,35 p.p. (1,56 % frente a 1,19 %) y en los de retorno absoluto es de 0,30 p.p. (1,6 % frente a 1,3 %).

Ratio de gastos en 2016-2018

GRÁFICO 10



Fuente: ESMA y CNMV.

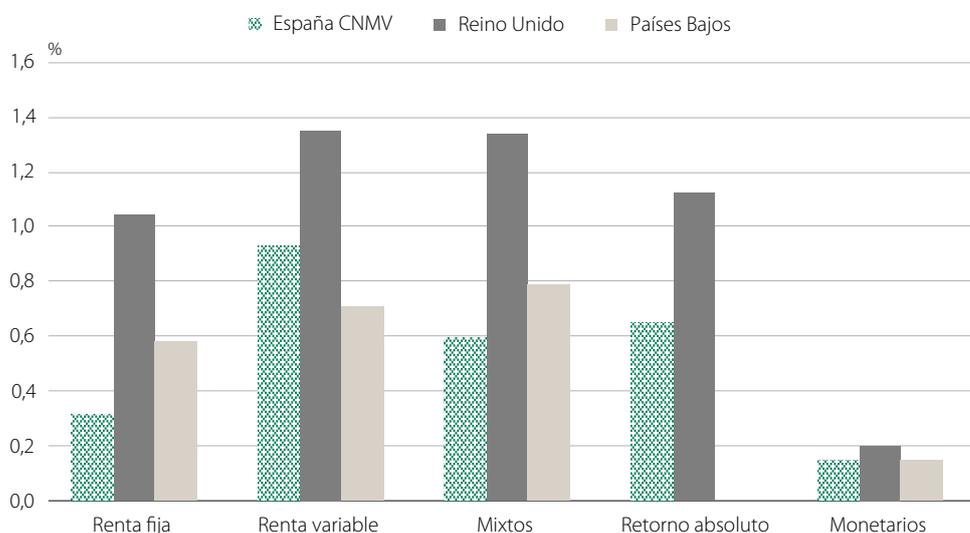
La comparativa con otras economías revela un comportamiento relativamente homogéneo en el sentido de que aquellas vocaciones en las que las IIC españolas muestran costes superiores a la media de la UE también lo hacen en todas (o la mayoría) de las jurisdicciones contempladas. Y lo mismo ocurre en sentido inverso, en aquellas vocaciones en las que las IIC muestran menores costes que la media de la UE también lo hacen en la mayoría de los países. Únicamente deja de observarse este patrón en el caso de los fondos de retorno absoluto, que, como ya se comprobó en términos de rentabilidad, se trata de una categoría que presenta una heterogeneidad muy elevada entre países.

Como se ha señalado anteriormente al realizar comparaciones entre los gastos soportados por los inversores de las IIC en diferentes jurisdicciones, se debería tener en cuenta que en España, como en otros países europeos, los comercializadores son retribuidos habitualmente mediante la cesión por parte de las gestoras de un porcentaje relevante de su comisión de gestión, lo que determina que esta sea en general más alta. En el estudio de ESMA se considera la comisión de gestión pero no las comisiones que paga directamente el inversor al comercializador (por no ser soportadas por el fondo), por lo que los países en los que el comercializador es remunerado de forma explícita por el inversor aparecen en el estudio con menores gastos soportados por los inversores.

El gráfico 11 presenta una estimación de los costes de las IIC españolas descontando la parte estimada que correspondería a los costes de comercialización y que haría que estas cifras fuesen comparables con las de países como el Reino Unido u Holanda, donde estos gastos se pagan de forma explícita. Para ello, se ha calculado el porcentaje medio que representa la comisión de gestión dentro de los gastos totales (87,2 %) y se ha supuesto que este cociente, al igual que el porcentaje de retrocesión medio calculado para el periodo 2016-2018 (57,2 %), es homogéneo entre las diferentes vocaciones¹⁴. Tras ajustarse en este porcentaje las comisiones de gestión soportadas por las IIC españolas, aquellas que ya eran más competitivas (renta fija y mixtos) lo serían aún más, mientras que las IIC que parecían mostrar gastos superiores, como las de renta variable, quedarían con un nivel de gastos inferior al de las de la mayoría de los países excepto los Países Bajos.

Ratio de gastos ajustada en 2016-2018

GRÁFICO 11



Fuente: ESMA y CNMV.

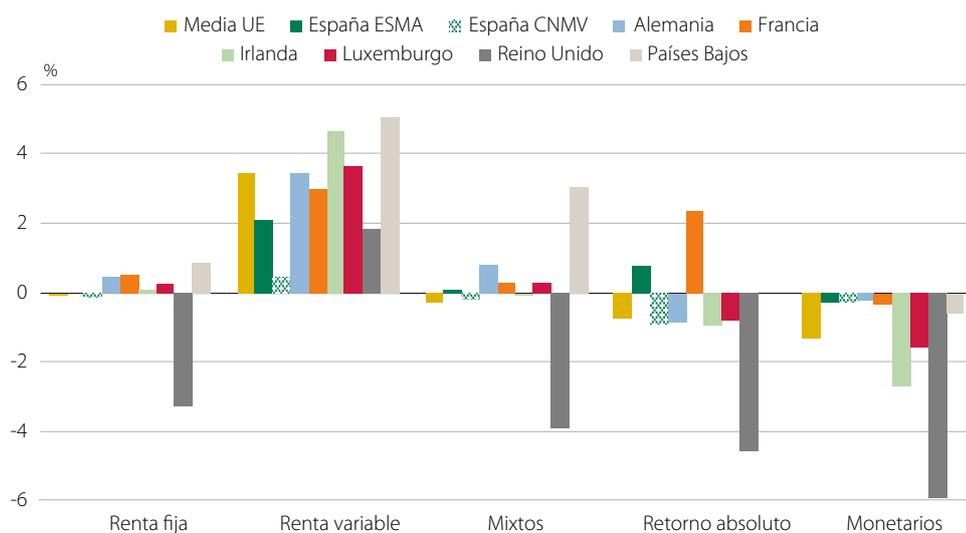
En términos de rentabilidad neta, las diferencias más relevantes entre las IIC españolas y las del resto de la UE se observan en la categoría de renta variable, pues el hecho de registrar tanto rendimientos brutos inferiores como costes superiores hace que en términos netos, el rendimiento de estas instituciones sea 3 p.p. inferior al de la media

¹⁴ En junio de 2019 este porcentaje era próximo al 50 %.

de la UE y también inferior al de todos los países de la muestra. Por el contrario, en la categoría de fondos monetarios el rendimiento de las IIC españolas es menos negativo que en la UE, observándose países con rentabilidades muy negativas (Reino Unido, Irlanda, Luxemburgo). En las tres categorías restantes (renta fija, mixtos y retorno absoluto) el rendimiento neto de las IIC españolas no es muy diferente al de la media de la UE puesto que, en términos generales, los menores costes de los fondos españoles tienden a compensar su menor rendimiento bruto. Cabe señalar que el rendimiento neto de los fondos de estas tres vocaciones fue negativo entre 2016 y 2018.

Rentabilidad neta en 2016-2018

GRÁFICO 12



Fuente: ESMA y CNMV.

5 Conclusiones

Este informe presenta los resultados más importantes de un estudio que ha realizado la CNMV para cuantificar los rendimientos y los costes de las IIC españolas durante un periodo de tiempo amplio, desde 2009 hasta 2011. Para ellos se han segmentado estas instituciones en distintas vocaciones y evaluado también las diferencias entre las IIC que se comercializan mayoritariamente a inversores minoristas y a inversores institucionales, así como las diferencias que se observan entre las IIC de las gestoras pertenecientes a un grupo bancario o las que, por el contrario, pueden considerarse independientes. La motivación de este análisis surge a raíz de la publicación en 2019 de un estudio de ESMA que evalúa los mismos indicadores para las UCITS a nivel europeo, donde se publicaban cifras concretas para cada jurisdicción y distintos periodos de tiempo. Desde el punto de vista de los autores de este artículo, el análisis mencionado presenta varias limitaciones que son las que determinan el impulso de dar a este trabajo un carácter más preciso y exhaustivo. Además de las limitaciones derivadas del uso de información procedente de una base de datos comercial, que no siempre tiene el nivel de calidad deseado, se identifican otras dos que pueden distorsionar el cálculo de algunos indicadores (sobre todo de los rendimientos) o impedir la comparación de magnitudes entre países (por la diferente forma de repercutir los costes de comercialización de fondos entre países).

Los resultados del análisis de las IIC españolas realizado por la CNMV, que dispone de información de elevada calidad y para todas las IIC, revela que en las instituciones de renta fija la evolución del rendimiento ha estado en consonancia con las referencias del mercado durante los años del estudio y en para las instituciones de renta variable el rendimiento medio ha sido superior a varios indicadores de referencia. Así, las IIC monetarias han seguido la evolución de los tipos a corto plazo de la zona del euro, marcando un máximo en 2002 con un 2,8 % y finalizando el periodo en el 0,24 %, con lo que han evitado el terreno negativo en el actual contexto de tipos de interés (media del 1,07 %). Una tendencia similar, aunque con registros más elevados, se ha observado en los fondos de renta fija, que registraron máximos en el periodo de la crisis de deuda soberana (superiores al 5 %) y que, tras mostrar un rendimiento negativo en 2018, han alcanzado una rentabilidad del 2,5 % en el último año del estudio (media del 2,4 %). Por su parte, las categorías de renta variable pura presentaron rendimientos medios superiores (13,2 % en internacional y 9,5 % en euro) con una variabilidad más elevada por su propia naturaleza.

El análisis de los rendimientos netos de los fondos de carácter institucional y minorista ha dado lugar a resultados relativamente homogéneos durante el periodo analizado y entre vocaciones. En general, las IIC en manos de inversores institucionales han obtenido un rendimiento mayor que el de las IIC minoristas en la mayoría de los periodos. Sin embargo el rendimiento de las primeras ha sido más variable, siendo superior al de las segundas en periodos de revalorizaciones en los mercados e inferior en momentos de caídas. El análisis de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora realizado revela que los resultados obtenidos por las gestoras independientes han sido de media superiores a los de las gestoras bancarias (4,3 % frente al 2,8 %), lo cual se asocia mayoritariamente al mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable. El rendimiento obtenido por las gestoras de bancos comerciales ha sido muy similar al de las gestoras del conjunto de bancos. Sin embargo, el análisis específico de las gestoras de bancos no comerciales muestra que sus rendimientos son superiores a los del resto de las gestoras en la mayoría de las vocaciones, si bien su peso dentro del total de entidades gestoras pertenecientes a grupos bancarios es escaso¹⁵.

Los gastos corrientes que soportan las IIC presentan una gran heterogeneidad entre vocaciones, siendo las de renta variable las que presentan los gastos más elevados. Así, en 2019 la ratio media de gastos de las vocaciones renta variable euro y renta variable internacional se situaba en el 1,62 % y el 1,79 % del patrimonio respectivamente, mientras que en las vocaciones de monetario y renta fija lo hacía en el 0,23 % y el 0,58 % respectivamente. Además, se observa una tendencia a la baja de la ratio de gastos en el periodo de análisis en la mayoría de las vocaciones, que se explica por un cierto aumento de la competencia entre las entidades y el entorno de tipos de interés reducidos, que ha presionado significativamente a la baja las comisiones de los fondos que invierten mayoritariamente en deuda. Los resultados por tipo de inversor revelan que los gastos soportados por inversores institucionales (0,75 %) han sido considerablemente menores que los soportados por los minoristas (1,19 %),

15 Si bien hay que señalar, como ya se ha indicado anteriormente, que este mejor comportamiento se debe en exclusiva a una entidad, sin la cual los rendimientos netos de este grupo de entidades sería inferior tanto al de las gestoras independientes como al de las pertenecientes a grupos de bancos comerciales.

de forma sistemática en todos los años y en todas las vocaciones, aunque la diferencia se ha reducido ligeramente. Por tipo de gestora los resultados son menos concluyentes, observándose las mayores diferencias en las vocaciones de renta variable euro, internacional y de retorno absoluto, en las que las IIC de gestoras independientes soportan unos costes menores que las de las gestoras bancarias.

De acuerdo con los cálculos efectuados por ESMA las IIC españolas presentarían, en términos generales, tanto niveles de rentabilidad como de gastos inferiores a la media europea. Sin embargo, esto no ocurre en todas las vocaciones y periodos. Sobre todo se observa en las categorías de renta fija y en los fondos mixtos, mientras que los de renta variable, además de mostrar rentabilidades inferiores, registran también unos costes más elevados. Los cálculos efectuados por la CNMV sitúan tanto el nivel de rentabilidad como de costes de las IIC españolas por debajo de las estimaciones efectuadas por ESMA. Estas comparaciones deben tomarse con mucha cautela, tanto en la vertiente de los rendimientos como en la de los costes, si se tienen en cuenta las limitaciones metodológicas y de datos aludidas anteriormente. En relación con los rendimientos, la metodología empleada por ESMA es diferente de la que se ha utilizado en este trabajo puesto que ESMA trata de suavizar las series temporales de una manera que impide no solo esta comparación, sino también aquellas que utilizan *benchmarks* de mercado. Respecto a los costes, el estudio de ESMA no distingue aquellas jurisdicciones en las que los costes de comercialización están incluidos en la comisión de gestión del resto de jurisdicciones en las que esos costes son explícitos para el inversor, por lo que las primeras —entre ellas España o Italia— registrarán un sesgo al alza sistemático en la ratio de costes estimada.

Habiendo efectuado estas consideraciones, la rentabilidad bruta de las IIC españolas, que ya era inferior a la media europea según los cálculos de ESMA, resulta algo inferior, sobre todo en las categorías de renta variable y de retorno absoluto. En relación con los gastos, los cálculos de la CNMV sitúan el nivel medio de estos en las IIC españolas por debajo de la estimación para España de ESMA y también para la media de los países de la UE, con la excepción de los fondos de renta variable, cuyos costes siguen estando notablemente por encima. En el análisis sobre la rentabilidad neta, que es interesante en la medida en que se trata del rendimiento que recibe finalmente el partícipe del fondo, se observa que las IIC españolas de renta variable mostrarían el peor comportamiento relativo (debido a su peor rendimiento y sus mayores costes), mientras que en las categorías de renta fija, mixtos y retorno absoluto las cifras estarían prácticamente en línea con la media de la UE (periodo 2016-2018). De ajustar a la baja los costes de las IIC españolas en la parte de los costes de comercialización que no se tienen en cuenta en otras jurisdicciones, las IIC españolas que eran más competitivas lo serían aún más, mientras que las IIC de renta variable tendrían unos gastos al mismo nivel o por debajo de los de la mayoría de las jurisdicciones, excepto en los Países Bajos.

Análisis de rentabilidad y gastos detallado

A Análisis de rentabilidad

A.1 Análisis comparativo respecto al mercado: rentabilidad obtenida por cada vocación inversora frente a sus activos de referencia

Con el objetivo de analizar la evolución de la rentabilidad (bruta¹⁶) obtenida por las IIC estudiadas a lo largo del periodo de referencia, se han utilizado activos o índices de referencia a efectos de compararla con la rentabilidad del mercado por tipo de activo o índice. Los fondos de una determinada vocación no tienen por qué seguir o superar la referencia que se considere en cada caso, porque su cartera puede estar compuesta por activos diferentes que, teniendo una naturaleza similar, evolucionen de forma heterogénea por múltiples razones. Sin embargo, sí son útiles como punto de referencia para comparar tanto el rendimiento de la categoría como el de sus componentes. En el siguiente cuadro se muestran los *benchmarks* que se han utilizado para cada vocación inversora:

Descripción de la muestra del estudio

CUADRO A.1

Vocación inversora	Benchmark
Monetario	Letras del Tesoro a 1 año Pagares de compañías privadas con vencimiento a 12 meses ¹
Renta fija	Bono de España a 5 años Renta fija privada española con vencimiento a 5 años ²
Renta variable euro	Ibex 35 Eurostoxx 50
Renta variable internacional	MSCI World
Mixto fija mixta	Eurostoxx 50 Bono de España a 5 años
Mixto renta variable	Eurostoxx 50 Bono de España a 5 años
Retorno absoluto	Eurostoxx Bono de España a 5 años

Fuente: CNMV, Thomson Reuters y Thomson Datastream.

1 Rentabilidad en el momento de la emisión.

2 Rentabilidad media calculada en función de una muestra de bonos representativos.

16 La rentabilidad bruta de cada vocación inversora se calcula como la rentabilidad neta más la ratio de gastos corrientes.

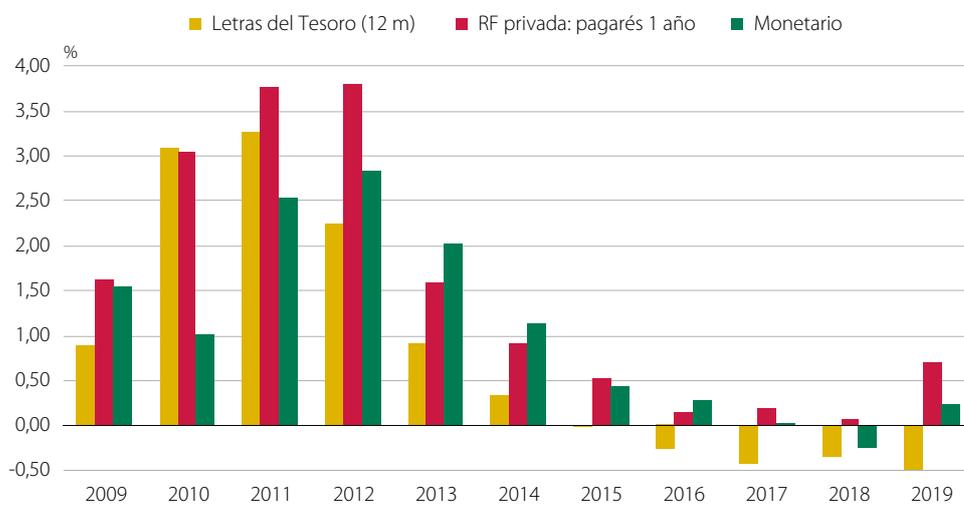
A continuación se muestran los resultados de esta comparativa.

Fondos monetarios

La evolución de la rentabilidad bruta de los fondos monetarios durante el periodo ha venido marcada por las decisiones del Banco Central Europeo (BCE), caracterizadas por el giro hacia una política monetaria ultraexpansiva tras la crisis financiera y que se manifestó en numerosas rebajas en los tipos de interés y en la puesta en marcha de diversos programas de compra de deuda. Así, el tipo de interés oficial, que comenzaba el periodo de estudio en el 2,5 %, experimentó repetidos recortes¹⁷ hasta situarse en el 0 % a principios de 2016. De igual modo, las facilidades marginales de crédito y depósito ofrecidas por la máxima institución monetaria europea han variado desde el 3 % hasta el 0,25 % en las primeras, y desde el 2 % hasta el -0,50 % en las segundas. En este contexto, las rentabilidades a corto plazo de los activos de deuda pública y privada descendieron durante el periodo excepto en los primeros años, en los que experimentaron repuntes significativos debido a la crisis de la deuda soberana europea. La evolución de la rentabilidad de los fondos monetarios ha sido similar a la de estos activos de deuda a corto plazo aunque se ha situado sistemáticamente en un nivel inferior, lo que sugiere la presencia de inversiones a un plazo inferior a 12 meses.

Evolución de la rentabilidad¹: Monetario

GRÁFICO A.1



Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

1 Rentabilidad bruta.

El descenso de la rentabilidad de estos fondos ha sido tal que, en términos netos, lleva en terreno negativo desde 2016, lo que ha originado una pérdida significativa de su atractivo para los inversores, que entre 2009 y 2019 han visto reducido a algo más de la tercera parte su patrimonio (desde 12.586 millones en 2009 hasta 3.787 millones en 2019).

17 Excepto en 2011, cuando se incrementaron dos veces.

Renta fija

En el caso de las instituciones con vocación de renta fija el contexto de tipos de interés del periodo analizado viene marcado, en términos generales, por dos etapas: la primera enmarcada en el contexto de la crisis de deuda soberana europea (2010-2012), en la que se produjeron aumentos significativos en los rendimientos de los activos de deuda y, la segunda, a partir de 2013, marcada por la expansión de la economía, la política ultraexpansiva adoptada por el BCE ya comentada y el descenso de la inflación, que ha llevado los tipos de interés a largo plazo hasta niveles mínimos. En el caso de la renta fija española, la rentabilidad del bono soberano a 10 años pasó del 3,9 % al comienzo del periodo al 0,45 % en 2019¹⁸, marcando un máximo del 6,8 % a mediados de 2012. De forma paralela, los bonos corporativos también vieron recortado su rendimiento desde 2008. Según datos elaborados por la CNMV a partir de información obtenida en Reuters, la rentabilidad de la renta fija privada a largo plazo se ha reducido desde el 6,1 % en diciembre de 2008 hasta el 0,8 % a finales de 2019. En el siguiente cuadro puede verse la evolución de la renta fija privada española a 3, 5 y 10 años para el periodo de estudio.

Rentabilidad de la renta fija privada española a medio y largo plazo

CUADRO A.2

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Renta fija privada											
3 años	2,60	4,39	5,43	4,19	2,63	0,84	0,66	0,69	0,42	0,65	0,20
5 años	3,65	4,96	5,91	4,66	2,84	1,88	1,95	1,43	0,49	0,50	0,23
10 años	4,46	6,28	8,06	6,79	4,46	2,32	2,40	2,14	1,10	1,53	0,79

Fuente: CNMV y Thomson Reuters.

Como se observa en el gráfico A.2, la rentabilidad obtenida por las IIC de renta fija ha seguido la pauta marcada por el rendimiento de los activos de deuda, alcanzando un máximo del 5,1 % en 2012. Desde entonces y hasta 2018 la rentabilidad de estas instituciones ha mostrado una tendencia a la baja, que en este último ejercicio se situó en terreno negativo (-0,7 % en renta fija internacional y -0,8 % en renta fija europea). En 2019 volvió a observarse un rendimiento positivo del 2,5 % para el conjunto de las IIC de esta categoría.

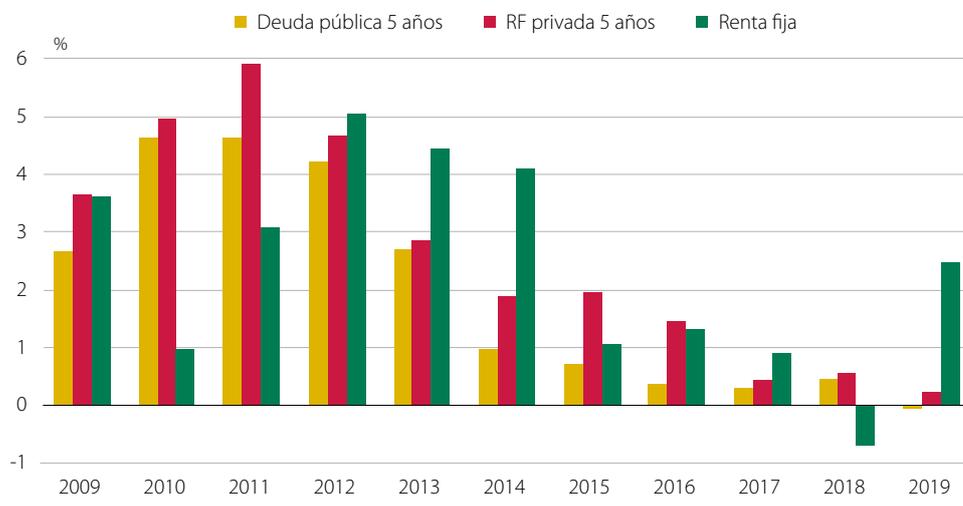
Cabe destacar que en 2010 y 2011 algunas emisiones de renta fija de entidades financieras españolas fueron objeto de reestructuración, lo que provocó pérdidas en aquellas IIC que mantenían exposición a dichas inversiones. Esta reestructuración contribuye a explicar el peor rendimiento de estas instituciones, sobre todo en 2010. Por lo que se refiere al ejercicio 2018, en el que las IIC de renta fija también obtuvieron rentabilidades inferiores a las de los activos tomados de referencia, esta diferencia podría explicarse por una duración de los activos en la cartera de las IIC inferior a la de los activos tomados de referencia (5 años). La deuda pública española con

18 En diciembre de 2019, las rentabilidades de la deuda soberana a 10 años en los países de la zona del euro registraron mínimos históricos con varias economías en terreno negativo (entre ellas Alemania, Francia, Bélgica, Holanda y Austria).

duraciones más cortas registró rentabilidades negativas. Finalmente, en el último año de estudio los rendimientos obtenidos por las IIC de renta fija internacional (5,7 % en 2019) impulsaron la rentabilidad de esta categoría y obtuvieron resultados superiores a los de los activos españoles tomados de referencia.

Evolución de la rentabilidad¹: Renta fija

GRÁFICO A.2



Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

1 Rentabilidad bruta.

Renta variable internacional

Desde 2009, los fondos y SICAV con vocación de renta variable internacional han visto cómo su patrimonio aumentaba un 300 %, desde algo menos de 6.000 millones de euros hasta casi 26.500 millones, en un marco de revalorizaciones bursátiles cuantiosas. Las revalorizaciones de los principales índices de renta variable internacional han llegado a superar incluso el 20 % en algunos ejercicios (normalmente después de episodios de crisis o incertidumbre) y solo han sido negativas en 3 años (en términos generales). Así, por ejemplo el índice representativo de renta variable mundial MSCI World ha presentado una revalorización media anual del 9,7 % en el periodo analizado, con máximos del 27 %, 24 % y 25 % en 2009, 2013 y 2019 respectivamente. Estos elevados rendimientos (véase cuadro A.3), superiores a los de los activos de renta variable españoles en un contexto de tipos de interés a la baja, han incrementado el interés de los inversores nacionales hacia estas referencias exteriores.

El inicio de la serie coincide con el comienzo de la recuperación de la actividad a escala mundial, por lo que se sucedieron elevados crecimientos en las cotizaciones de las principales bolsas. Este hecho se ve reflejado en la rentabilidad obtenida por las carteras de las IIC españolas que invierten en este tipo de activos, que, por ejemplo, en 2009 obtuvieron un rendimiento del 42,7 % y del 24,5 % en 2013 (el índice MSCI World se revalorizó un 27 % y un 24 % respectivamente en esos periodos). En 2015, la rentabilidad de este tipo de fondos y SICAV mostró una distancia notable respecto al rendimiento del *benchmark* global considerado, que se puede explicar por una mayor inversión en acciones que se comportaron relativamente mejor, así como por la apreciación del dólar respecto al euro, que proporcionó una rentabilidad extra a las entidades con posición en esta moneda.

Rentabilidad principales índices bursátiles internacionales

CUADRO A.3

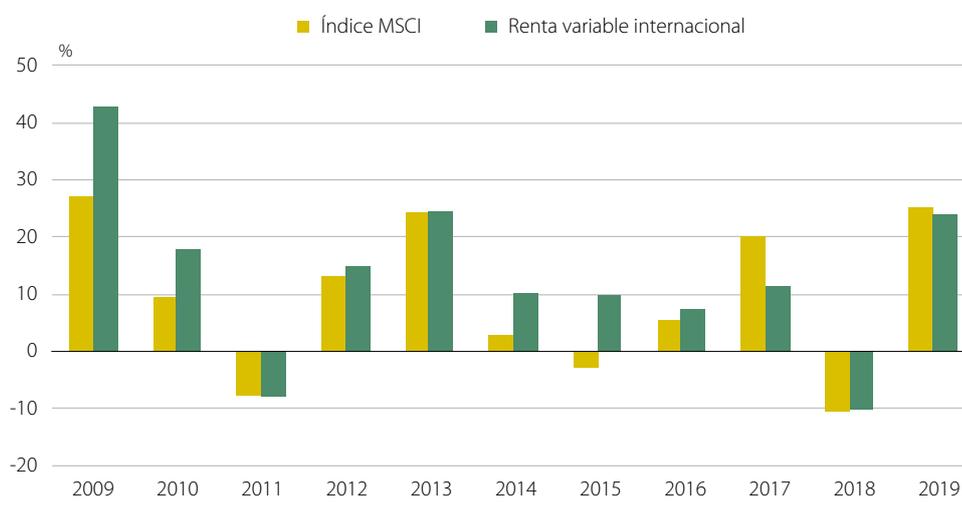
%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
MSCI World	27,0	9,6	-7,6	13,2	24,1	3,0	-2,7	5,3	20,1	-10,4	25,2
Zona del euro											
Eurostoxx 50	21,1	-5,8	-17,1	13,8	17,9	1,2	3,8	0,7	6,5	-14,3	24,8
Euronext 100	25,5	1,0	-14,2	14,8	19,0	3,6	8,0	3,0	10,6	-11,2	24,9
Dax 30	23,8	16,1	-14,7	29,1	25,5	2,7	9,6	6,9	12,5	-18,3	25,5
Cac 40	22,3	-3,3	-17,0	15,2	18,0	-0,5	8,5	4,9	9,3	-11,0	26,4
Mib 30	19,5	-13,2	-25,2	7,8	16,6	0,2	12,7	-10,2	13,6	-16,1	28,3
Ibex 35	29,8	-17,4	-13,1	-4,7	21,4	3,7	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	11,8
Reino Unido											
FTSE 100	22,1	9,0	-5,6	5,8	14,4	-2,7	-4,9	14,4	7,6	-12,5	12,1
EE. UU.											
Dow Jones	18,8	11,0	5,5	7,3	26,5	7,5	-2,2	13,4	25,1	-5,6	22,3
S&P 500	23,5	12,8	0,0	13,4	29,6	11,4	-0,7	9,5	19,4	-6,2	28,9
Nasdaq-Cpte	43,9	16,9	-1,8	15,9	38,3	13,4	5,7	7,5	28,2	-3,9	35,2
Japón											
Nikkei 225	19,0	-3,0	-17,3	22,9	56,7	7,1	9,1	0,4	19,1	-12,1	18,2
Topix	5,6	-1,0	-18,9	18,0	51,5	8,1	9,9	-1,9	19,7	-17,8	15,2

Fuente: Thomson Datastream.

Evolución de la rentabilidad¹: Renta variable internacional

GRÁFICO A.3



Fuente: CNMV.

1 Rentabilidad bruta.

Tan solo en dos años desde 2009, los fondos y SICAV que invierten en renta variable internacional obtuvieron rentabilidades negativas. En 2011, la rentabilidad bruta de estas IIC se situó en el -7,8 % (la del índice MSCI en el -7,6 %), afectada por el episodio de turbulencias en la zona del euro tras la petición de ayuda financiera por parte de Portugal y la intensificación de las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda

pública griega, junto con el notable empeoramiento de las perspectivas macroeconómicas a escala mundial. En 2018, las pérdidas de los fondos y SICAV (10,19 %), similares a las del índice MSCI (10,44 %) se originaron por la percepción de una desaceleración económica de cierta intensidad en las economías más importantes, la prolongación de las tensiones relacionadas con los intercambios comerciales o las dudas en torno al *brexit*. Finalmente, en el conjunto del año 2019 la rentabilidad de este tipo de fondos y SICAV (24,1 %) replicó los incrementos que registraron los principales índices bursátiles internacionales (el índice MSCI se revalorizó un 25,2 %). La rentabilidad media anual de los fondos y SICAV de renta variable internacional en el periodo de estudio ha sido del 13,2 %, por encima del 9,7 % registrado por el MSCI.

Se estima que de media para el periodo de análisis, un 43 % de las IIC de esta categoría (que afectan al 49 % del patrimonio total) obtuvo un rendimiento medio superior al del índice de referencia MSCI. Si se tiene en cuenta el efecto de los dividendos¹⁹, que son percibidos por las IIC pero no están incorporados en el índice de referencia, estos porcentajes seguirían siendo elevados pero inferiores, situándose en el 30 % de las IIC de RVI (y el 38 % del patrimonio).

Renta variable euro

El Ibex 35 ha mostrado un comportamiento relativo peor que el del resto de índices de referencia europeos en el periodo del análisis. Así, el Ibex 35 cerró el año 2008 en 9.125 puntos y, 11 años después, el 31 de diciembre de 2019, se situaba en 9.549 puntos, lo que supone tan solo un incremento del 3,8 %, que contrasta con los aumentos de otros índices como el alemán Dax 30 (175 %) o el francés Cac 40 (86 %). Entre los factores que explican esta evolución se encuentran las diferencias en la composición de los índices, que en el caso español, con mayor peso del sector bancario, se ve más afectado por el descenso de sus cotizaciones y también por algunas incertidumbres de carácter doméstico.

Si se analiza la evolución del selectivo español durante la década año a año, se observa que los periodos de mayores revalorizaciones se produjeron en 2008 y 2013 tras los 2 periodos de crisis, con un avance del 29,8 % y el 21,4 % respectivamente, en línea con el comportamiento de otras plazas. La crisis de la deuda soberana europea tuvo una incidencia particular en el selectivo español, pues las pérdidas se extendieron hasta el año 2012, cuando tuvo lugar la solicitud de asistencia financiera para el sistema bancario español. Con posterioridad, las mayores pérdidas se registraron en 2018 y fueron de una cuantía similar a las de otros índices europeos.

Como se indicaba en la introducción de esta sección, a efectos comparativos de la rentabilidad bruta de esta categoría de fondos y SICAV, se ha calculado un índice de referencia como el promedio ponderado de la rentabilidad del Ibex 35 y del Eurostoxx 50 por el peso de los instrumentos de patrimonio recogidos en la cartera interior y exterior de estas instituciones. En el siguiente cuadro puede observarse la composición de dichas carteras en los últimos 10 años.

19 Para este análisis se ha calculado una rentabilidad por dividendo equiponderada para cuatro índices de renta variable internacionales de referencia que pertenecen a EE. UU., Reino Unido, zona del euro y Japón.

Fondos de inversión y SICAV con vocación de renta variable euro
Cartera de inversiones financieras: Instrumentos de patrimonio propio

CUADRO A.4

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ¹
Cartera total	100,0										
Cartera interior	54,2	50,1	45,8	45,0	50,1	73,9	66,2	65,2	61,5	61,9	62,2
Cartera exterior	45,8	49,8	54,1	54,9	49,8	26,0	33,7	34,7	38,4	38,0	37,8

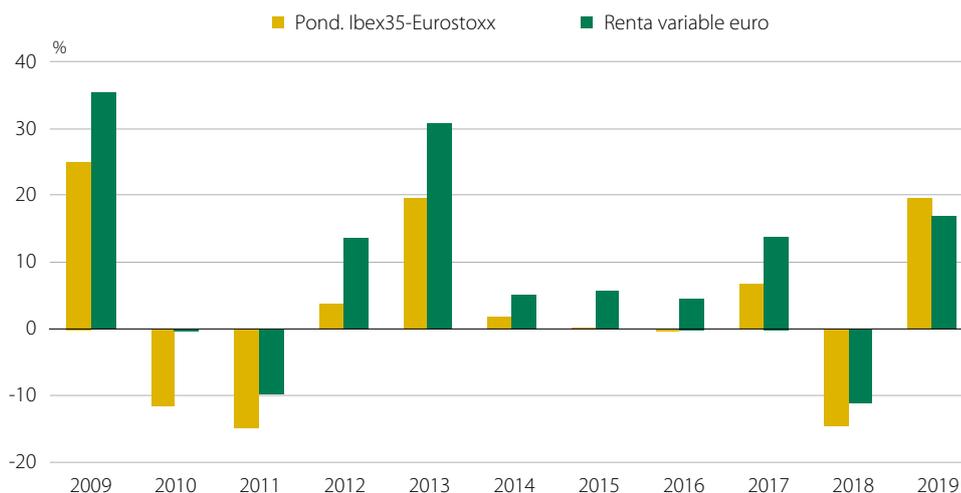
Fuente: CNMV.

1 Datos correspondientes al tercer trimestre del año.

Como se observa en el gráfico A.4, la evolución de la rentabilidad de esta vocación ha estado muy correlacionada con la del indicador de referencia a lo largo del periodo, aunque ha sido superior a este en cada uno de los ejercicios. Así, en momentos de subidas en las bolsas, estas instituciones se revalorizaron más que la media del mercado (en 2009 y 2013 su incremento fue superior al 30 %), mientras que en momentos de caídas estas fueron menores (véanse los años 2010, 2011 y 2018). De media en el periodo considerado, la rentabilidad anual de esta vocación se ha situado en el 9,5 % frente al 3,2 % del *benchmark*, lo que sugiere una selección acertada hacia valores españoles o europeos que se revalorizaron más que la media experimentada por los índices. También contribuirían a explicar este exceso de rentabilidad los dividendos percibidos por el fondo y cuyo efecto no está incluido en la metodología de cálculo de los índices de referencia tomados. De hecho, el porcentaje de IIC de renta variable euro cuya rentabilidad supera la de este *benchmark*, que se estima en el 63 % del total de esta categoría (y el 73 % del patrimonio), se reduce hasta el 35 % (y el 43 % del patrimonio) cuando se incorpora el efecto de los dividendos al análisis.

Evolución de la rentabilidad¹: Renta variable euro

GRÁFICO A.4



Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

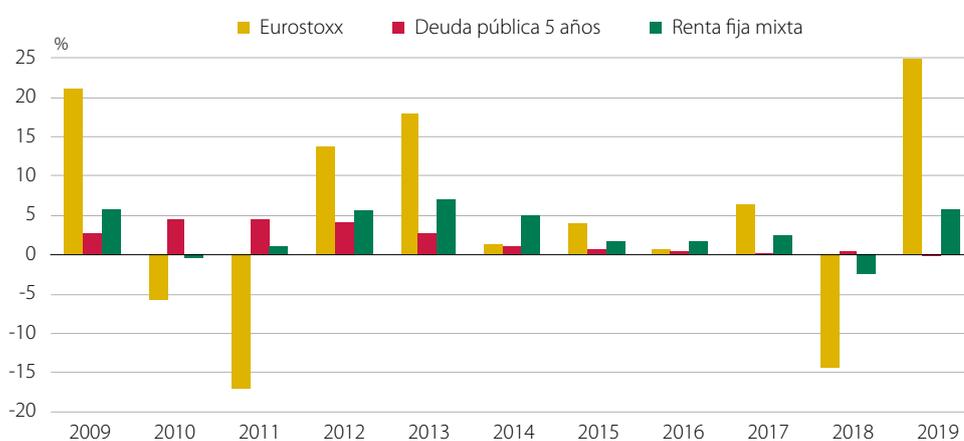
1 Rentabilidad bruta.

Vocaciones mixtas (renta fija y renta variable) y retorno absoluto

La evolución de los rendimientos de las IIC de carácter mixto ha estado en consonancia con la proporción de activos de renta fija y renta variable de sus carteras; aunque ninguna de las dos pudo evitar una rentabilidad negativa en 2018, volvieron a obtener rendimientos positivos en el último año de estudio. Las instituciones de renta fija mixta (véase gráfico A.5) han mostrado rentabilidades más acotadas que las de renta variable mixta, al oscilar entre el -2,4 % de 2018 y el 7 % de 2013, pues la mayor relevancia de activos de deuda tiende a estabilizar los rendimientos de sus carteras; de hecho, solo mostraron un rendimiento negativo de cierta relevancia en 2018 (-2,4 %), ya que en 2010 fue de tan solo el -0,3 %. De media estas instituciones han registrado un rendimiento anual del 3,0 %. Por su parte, las instituciones de renta variable mixta, con una rentabilidad media superior (del 5,1 %), registraron rendimientos que fueron desde el -4,6 % en 2018 hasta el 11,0 % en 2019. Su comportamiento fue mejor en el conjunto del periodo, favorecidas por los elevados rendimientos de los activos de renta variable en la mayoría de los años.

Evolución de la rentabilidad¹: Renta fija mixta

GRÁFICO A.5

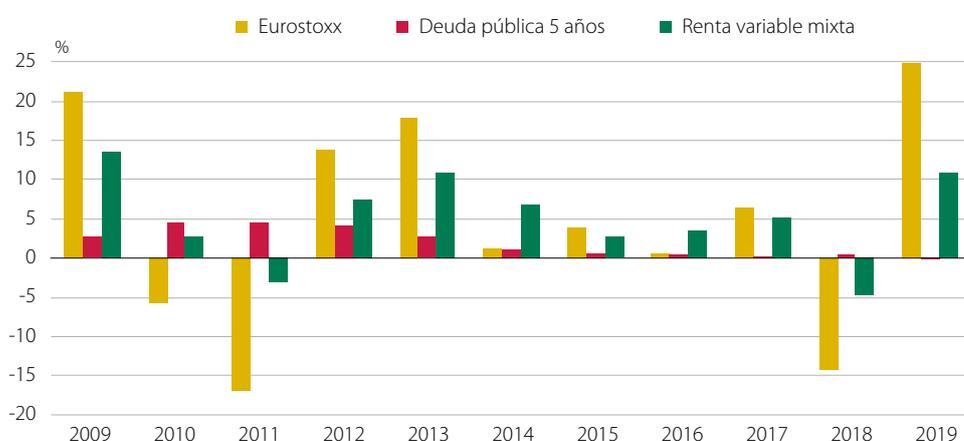


Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

1 Rentabilidad bruta.

Evolución de la rentabilidad¹: Renta variable mixta

GRÁFICO A.6



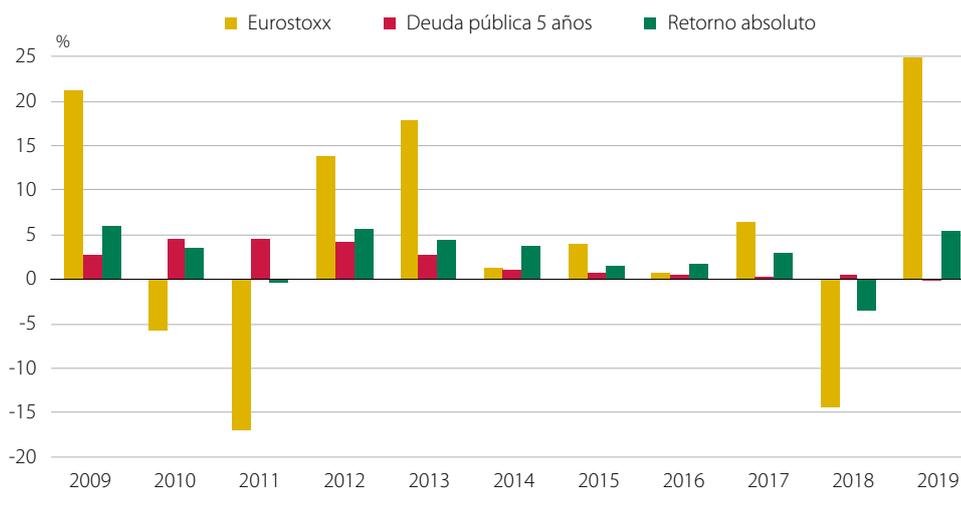
Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

1 Rentabilidad bruta.

Las instituciones con vocación de retorno absoluto han mostrado una rentabilidad anual media del 2,8 % en el periodo del análisis, con un mínimo del -3,4 % en 2018 y un máximo del 6 % en 2009. Estas instituciones buscan, en términos generales, un retorno positivo en un plazo de tiempo intermedio manteniendo la volatilidad en niveles relativamente reducidos. Por tanto, persiguen un objetivo concreto de rentabilidad (no garantizado) y también de riesgo, lo cual explica que sus rendimientos hayan oscilado en un rango relativamente acotado, como el de los fondos de renta fija mixta (véase gráfico A.7).

Evolución de la rentabilidad¹: Retorno absoluto

GRÁFICO A.7



Fuente: CNMV y Thomson Datastream.

1 Rentabilidad bruta.

A.2 Análisis comparativo por tipos de inversores: Rentabilidades obtenidas por IIC comercializadas a inversores institucionales versus minoristas

El análisis realizado de la rentabilidad neta de las IIC por el tipo de inversor al que se comercializan muestra resultados relativamente homogéneos durante el periodo analizado y entre vocaciones. En términos generales, los cálculos parecen señalar que las IIC en manos de inversores institucionales obtienen un rendimiento neto más elevado en años de bonanza y también mayores pérdidas cuando los mercados muestran rendimientos negativos. Sin embargo, esto no ocurre en todos los ejercicios, por lo que, de media anual, la rentabilidad que han experimentado ambos grupos de instituciones no es muy diferente (0,5 p.p. a favor de las instituciones en manos de inversores institucionales).

Rentabilidad neta por tipo de inversor

CUADRO A.5

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sector institucional	6,8	1,7	-1,8	5,6	8,3	4,7	2,3	2,3	4,0	-6,0	9,8
Monetarios	1,2	0,5	2,4	2,6	1,7	0,8	0,1	0,0	-0,2	-0,4	0,1
Renta fija	2,4	0,8	2,0	3,4	2,7	2,2	0,3	0,8	0,2	-1,0	1,6
Renta fija mixta	6,1	-1,0	-0,1	6,7	6,0	5,1	1,2	1,0	0,9	-4,5	4,6
Renta variable mixta	10,0	2,3	-3,5	6,3	10,3	6,0	3,0	3,1	5,2	-7,6	12,0
Renta variable euro	17,8	-9,5	-8,6	14,7	30,3	4,3	9,5	7,3	12,6	-13,2	18,5
Renta variable internacional	-	3,0	-4,6	13,7	22,7	3,2	9,9	6,8	11,7	-11,6	23,9
Retorno absoluto	1,6	1,1	-2,2	3,6	4,5	3,5	1,3	-0,7	2,3	-3,9	2,5
Sector minorista	7,5	0,9	-0,3	5,3	7,4	4,1	1,1	1,2	2,8	-4,6	7,5
Monetarios	1,1	0,4	1,8	2,1	1,3	0,4	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	0,0
Renta fija	3,0	0,2	2,3	4,3	3,7	3,4	0,3	0,5	0,2	-1,3	2,0
Renta fija mixta	4,5	-1,5	-0,2	4,3	5,6	3,4	0,2	0,3	1,4	-3,3	4,7
Renta variable mixta	19,1	0,5	-5,6	6,9	9,4	5,6	0,5	1,6	3,4	-4,8	8,6
Renta variable euro	33,7	-1,8	-11,9	11,4	28,8	3,0	3,0	1,9	11,8	-12,4	13,0
Rente variable internacional	40,7	15,8	-10,0	12,8	22,6	8,5	7,9	5,3	9,3	-12,1	21,9
Retorno absoluto	4,8	2,4	-1,8	4,2	2,9	2,2	0,2	0,6	1,5	-5,0	4,4

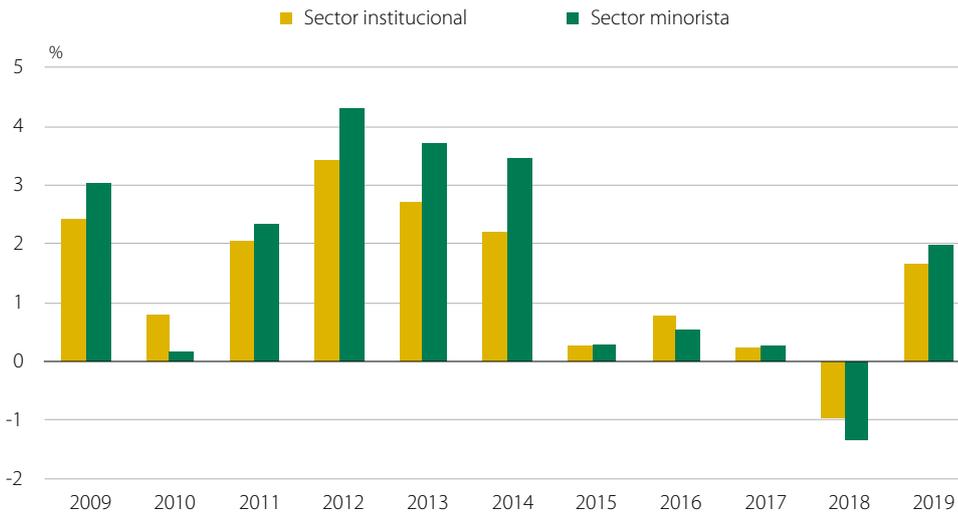
Fuente: CNMV.

El desglose de la rentabilidad por vocación y tipo de inversor revela patrones interesantes. El patrón observado en el caso de las IIC de carácter monetario es relativamente estable en el tiempo considerado; en él los fondos comercializados al sector institucional muestran rendimientos ligeramente superiores a los de las IIC minoristas. La diferencia fue más elevada durante los años de la crisis de deuda soberana, en los que la rentabilidad del sector institucional alcanzó máximos del 2,4 % y el 2,6 % en 2011 y 2012 respectivamente, frente al 1,8 % y el 2,1 % del sector minorista. Esta diferencia (de 0,5-0,6 p.p.) se redujo en años posteriores hasta valores inferiores a 0,2 p.p.

Por el contrario, en las categorías de renta fija las rentabilidades a lo largo del periodo de análisis han sido generalmente superiores en el sector minorista. Este fue el caso en todos los años a excepción de 2010 y 2016, en los que las IIC institucionales experimentaron un rendimiento mayor (0,8 % frente a 0,2 % en 2010 y 0,8 % frente a 0,6 % en 2016). Las mayores diferencias (cercanas a 1 p.p.) se produjeron en 2013 y 2014, justo en los momentos del inicio de la tendencia a la baja en los tipos de interés. En estos últimos años la rentabilidad de estas instituciones, así como las diferencias entre el segmento institucional y el minorista, se han reducido sensiblemente. Además, cabe destacar que ambos acabaron con registros negativos en 2018 (véase gráfico A.8).

Rentabilidad neta de las IIC de RF según el tipo de inversor

GRÁFICO A.8

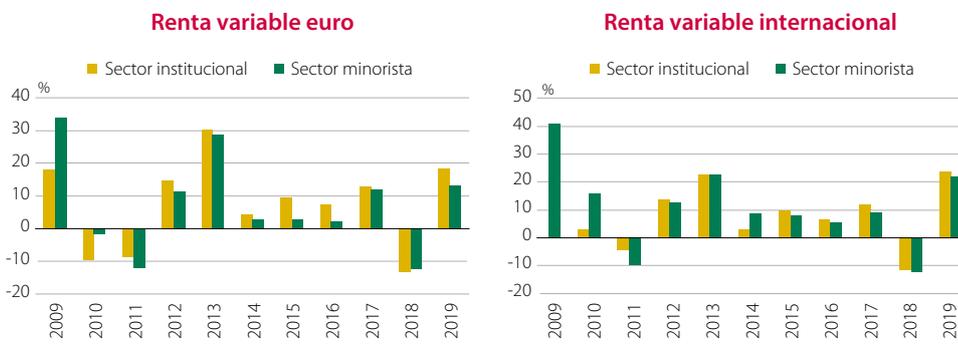


Fuente: CNMV.

En las categorías puras de renta variable se observa que, de media en el periodo considerado, el rendimiento de las IIC en manos de inversores institucionales ha sido ligeramente superior al de las IIC minoristas. Este hecho no puede observarse en los primeros años de la muestra, en los que la falta de información, como se explica en la metodología del estudio, hace que muchas de las IIC de estas vocaciones se hayan clasificado por defecto como minoristas. En los años posteriores, no obstante, el rendimiento de las IIC institucionales ha sido, en términos generales, superior al de las IIC en manos de minoristas, con registros superiores en momentos alcistas y menores pérdidas en los bajistas (véanse el gráfico A.9). En el promedio del periodo 2012-2019, la rentabilidad media obtenida por ambos tipos en la vocación de renta variable internacional ha alcanzado valores cercanos al 10 %, mientras que en renta variable euro este dato sí que es significativamente superior en el sector institucional (10,5 %) que en el minorista (7,6 %) debido sobre todo a las mayores rentabilidades alcanzadas por el primero en los años 2015 y 2016 (9 % frente a 3 % y 7 % frente a 2 % respectivamente).

Rentabilidad neta de las IIC de RV según el tipo de inversor

GRÁFICO A.9

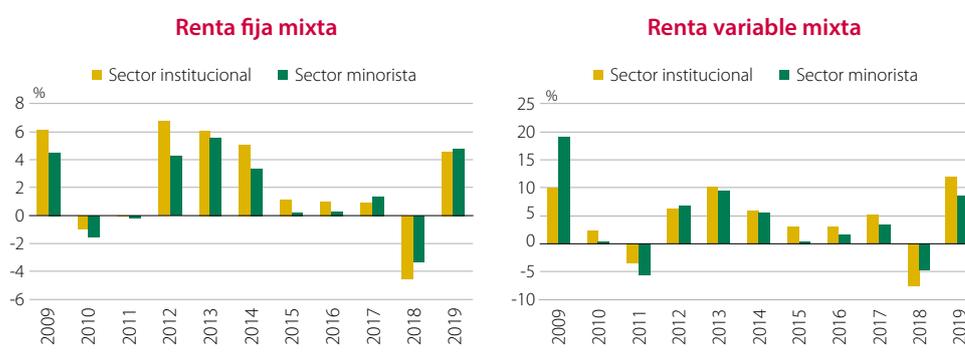


Fuente: CNMV.

Con la excepción de momentos puntuales del periodo de estudio, la rentabilidad obtenida en las categorías mixtas ha sido superior en el sector institucional. En el caso de la renta variable mixta (véase panel derecho del gráfico A.10), la rentabilidad de los fondos institucionales fue superior a la de los minoristas en todos los años salvo en los siguientes: 2009, cuando fue del 10,0 % en el sector institucional y del 19,1 % en el minorista; 2012, en el que la rentabilidad del sector institucional fue del 6,3 % y la del minorista, del 6,9 %, y 2018, con un -7,5 % del sector institucional y un -4,8 % en el minorista. En el resto del periodo la diferencia media se mantuvo entre los 0,3 p.p. y los 3,3 p.p. (esta última diferencia corresponde al año 2019: un 8,6 % frente a un 12,0 %).

Por su parte, en la vocación de renta fija mixta la diferencia entre los rendimientos alcanzados por ambos tipos de IIC ha sido más estable, a favor de las IIC institucionales en los primeros años de análisis y superiores en las IIC minoristas a lo largo de los tres últimos años de estudio. La rentabilidad máxima se alcanzó en los años 2012 a 2014 (al igual que en la vocación de renta fija) con valores superiores al 6 % en el sector institucional y al 5 % en el minorista. La mayor diferencia entre ambos se registró en 2012, cuando el sector minorista en esta vocación obtuvo una rentabilidad del 4,2 % frente al 6,7 % del institucional. Únicamente en los tres últimos años de análisis (2017-2019), la rentabilidad obtenida por las IIC institucionales fue menor, siendo más elevada la diferencia de 2018 (-4,5 % frente a -3,3 %) (véase panel izquierdo del gráfico A.10).

Rentabilidad neta de las IIC con vocación mixta según el tipo de inversor GRÁFICO A.10



Fuente: CNMV.

Finalmente, los fondos de retorno absoluto han mostrado una rentabilidad media anual muy similar en ambos tipos de IIC. Estas instituciones, que tienen un objetivo concreto de rentabilidad (no garantizado), registraron una rentabilidad media del 1,2 % en las IIC de inversores institucionales y un 1,5 % en las de inversores minoristas. A pesar de que sus rendimientos han oscilado en un rango relativamente acotado en todo el periodo, no fueron ajenos a la situación de pérdidas generalizadas en 2018 (el sector minorista experimentó unas pérdidas del 5,0 %, superiores al 3,9 % del sector institucional) ni a los resultados positivos obtenidos en 2019 (el sector minorista obtuvo una rentabilidad del 4,4 %, superior al 2,5 % del institucional).

A.3 Análisis comparativo por SGIIC: Rentabilidad obtenida por IIC gestionadas por SGIIC pertenecientes a grupos bancarios y no bancarios

El análisis realizado de la rentabilidad neta de las IIC por tipo de gestora revela que los resultados obtenidos por las gestoras independientes han sido de media superiores a los de las gestoras bancarias (4,3 % frente al 2,8 %), lo cual está asociado mayoritariamente al mejor rendimiento en las vocaciones de renta variable o con una proporción elevada de renta variable. En estas vocaciones, la diferencia de rentabilidad en algunos años ha sido próxima o superior a los 10 p.p. En las vocaciones de renta fija estas diferencias no son tan acusadas y de media en el periodo son muy cercanas a cero. En el cuadro A.6 se detalla la rentabilidad obtenida por vocación y tipo de gestora durante los 11 años del análisis.

Rentabilidad neta por tipo de SGIIC

CUADRO A.6

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Grupo bancario	6,4	0,7	-0,3	5,0	6,6	4,3	1,1	1,1	2,7	-4,6	7,7
Monetarios	1,1	0,4	1,9	2,3	1,4	0,5	0,0	0,0	-0,3	-0,5	0,0
Renta fija	3,0	0,2	2,4	4,2	3,6	3,4	0,3	0,5	0,1	-1,2	1,8
Renta fija mixta	4,4	-1,4	-0,2	4,4	5,7	3,6	0,2	0,3	1,2	-3,4	4,6
Renta variable mixta	12,1	1,7	-3,9	6,2	9,3	5,8	1,4	2,0	3,8	-5,6	9,4
Renta variable euro	30,0	-7,5	-13,4	9,9	26,8	3,2	3,1	1,1	12,6	-13,7	16,1
Renta variable internacional	37,1	14,0	-10,3	11,7	19,3	10,6	7,0	2,3	8,9	-10,3	24,0
Retorno absoluto	3,2	2,2	-1,3	4,2	2,3	1,9	-0,1	0,5	1,3	-4,6	4,4
Grupo no bancario	9,7	2,1	-1,9	6,6	12,3	3,7	3,1	3,6	4,9	-7,0	10,0
Monetarios	1,3	0,5	1,9	2,0	1,4	0,6	0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,5
Renta fija	2,8	0,5	1,8	4,1	3,5	2,7	0,4	0,9	0,7	-1,6	2,1
Renta fija mixta	5,0	-1,9	-0,4	3,9	5,5	2,8	0,8	0,8	2,0	-3,9	5,1
Renta variable mixta	14,3	2,2	-4,9	7,6	13,9	5,8	3,7	4,0	5,9	-8,0	12,5
Renta variable euro	37,7	3,6	-10,0	13,5	31,3	2,9	5,0	6,5	10,9	-10,0	12,7
Renta variable internacional	47,2	19,2	-9,6	14,8	28,0	4,0	10,4	11,4	10,6	-15,0	19,0
Retorno absoluto	8,7	2,7	-2,7	4,1	4,8	3,5	2,0	0,9	3,2	-5,4	3,2

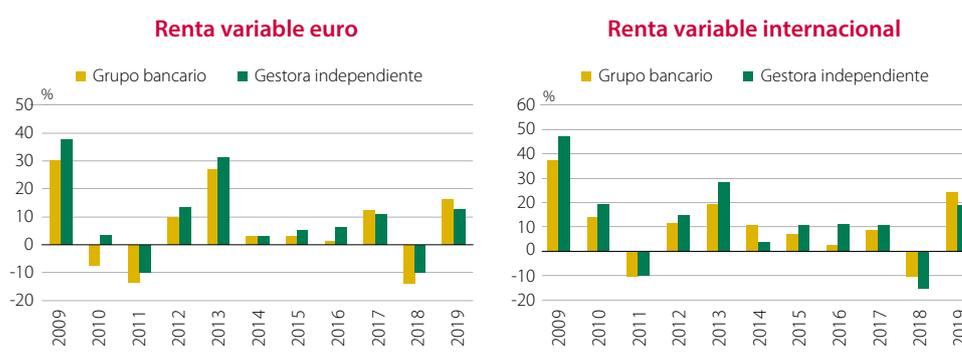
Fuente: CNMV.

Por vocaciones, aquellas en las que las gestoras no bancarias tienen un mayor peso en el total del patrimonio gestionado (renta variable euro y renta variable internacional, con un porcentaje medio del 40 % del total a lo largo del periodo) son las que mayores diferencias de rentabilidad presentan. Así, en los años iniciales del estudio, en los que el patrimonio gestionado por las gestoras independientes se acercaba al 50 % en renta variable euro (sobre un total de 6.360 millones de euros en 2009 y 5.450 millones en 2010), la rentabilidad obtenida superó la de las bancarias en 7 p.p. en 2009 (37 % frente a 30 %) y en 11 p.p. en 2010 (3,6 % frente a -7,5 %). La misma tendencia se observa en la vocación de renta variable internacional, donde el patrimonio gestionado por las SGIIC no bancarias representaba entre un 35 % y un 40 %

del total²⁰ y su rentabilidad superaba la de las gestoras bancarias en 10 p.p. en 2009 (47 % frente a 37 %) y en 5 p.p. en 2010 (19 % frente a 14 %). El mayor rendimiento de las gestoras independientes también se ha observado en ejercicios posteriores (únicamente no se produce en 2014, 2018 y 2019), siendo esta diferencia significativa en 2013 y 2016 (véase gráfico A.11). En promedio, la rentabilidad de las gestoras independientes fue superior a la de las bancarias en 3 p.p. en el caso de la vocación de renta variable euro y en 2 p.p. en la de renta variable internacional.

Rentabilidad neta de las IIC con vocación de RV por tipo de gestora

GRÁFICO A.11



Fuente: CNMV.

La situación de las IIC monetarias por tipo de gestora también refleja mayores ganancias en todo el periodo analizado para aquellas comercializadas por gestoras que no pertenecen a grupos bancarios. Antes de la caída en la rentabilidad de los activos de deuda de los últimos años, los fondos monetarios comercializados por gestoras independientes llegaron a alcanzar rentabilidades del 2,02 % (2012), frente al 2,27 % de las que pertenecían a alguna gestora de grupo bancario. A partir de 2016²¹, las rentabilidades de estos fondos entraron en terreno negativo y siguió siendo algo mejor en el grupo de las independientes, con la excepción de 2019 en el que las gestoras bancarias obtuvieron una rentabilidad algo superior. De media en el periodo ambos tipos de gestoras mostraron una rentabilidad del 0,6 %.

Para la vocación de renta fija, las diferencias a lo largo del periodo de análisis no han mostrado un comportamiento homogéneo, pues, dependiendo del año de estudio, la rentabilidad obtenida era superior en uno u otro grupo de gestoras. En los años de la crisis de deuda soberana, coincidentes con los picos de rentabilidad (a excepción de 2010, cuando se vio condicionada por los ajustes de valoración de ciertos activos), la rentabilidad obtenida por las IIC de gestoras bancarias fue ligeramente superior a la de las gestoras independientes. En 2016 y 2017, cuando las rentabilidades de los activos de deuda disminuían de forma significativa por el entorno de tipos bajos y el programa de compras del BCE, se revirtió esta tendencia. Las gestoras no bancarias lograron rentabilidades superiores en 0,5 p.p. y 0,7 p.p. a las de las gestoras bancarias. Durante los dos últimos años del estudio, la rentabilidad de las IIC de renta fija no consiguió ser ajena a las incertidumbres presentes en los mercados y finalizó el ejercicio 2018 en terreno negativo (-1,2 % en las IIC gestionadas por

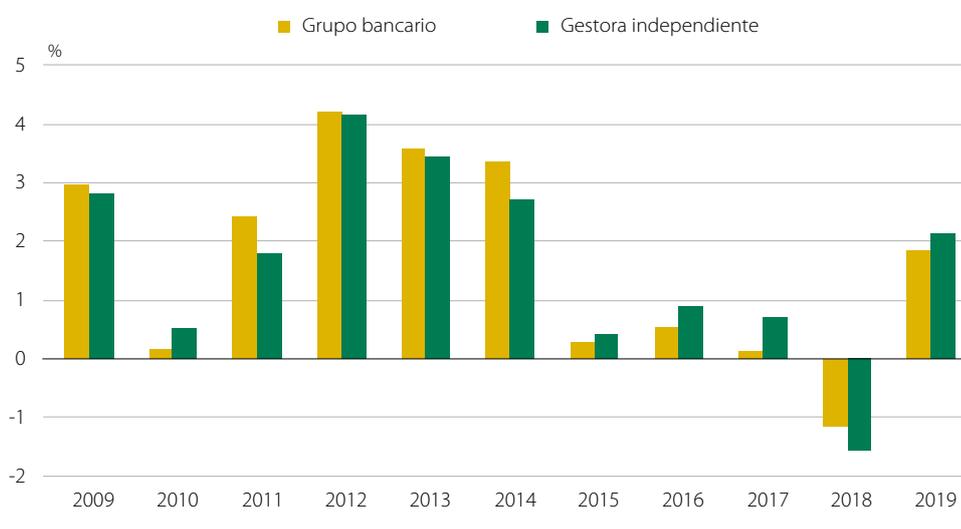
20 Sobre un total de 5.899 millones de euros en 2009 y 8.024 millones en 2010.

21 En 2019 la rentabilidad neta de las gestoras bancarias fue prácticamente nula, aunque positiva.

grupos bancarios y -1,6 % en las de gestoras independientes), si bien volvió a ser positiva en 2019 apoyada por los mejores rendimientos de inversión en renta fija internacional (1,8 % en las IIC gestionadas por grupos bancarios y 2,1 % en las de gestoras independientes).

Rentabilidad neta de las IIC con vocación de RF por tipo de gestora

GRÁFICO A.12



Fuente: CNMV.

Las vocaciones mixtas han experimentado un comportamiento similar al de las vocaciones puras cuyos activos tienen mayor peso en sus carteras. Así las IIC de renta variable mixta gestionadas por SGIIC independientes, al igual que ocurría en las vocaciones de renta variable euro e internacional, han obtenido mayores rentabilidades a lo largo del periodo que las gestionadas por las de un grupo bancario (véase gráfico A.13). En los años de ganancias, la diferencia media a favor de las gestoras independientes fue de 2 p.p. (la diferencia máxima de rentabilidad se produjo en 2013 con 4,6 p.p.) Por el contrario, en los años en que se registraron rentabilidades negativas —2011 y 2018—, las pérdidas fueron más acusadas en las IIC gestionadas por entidades no bancarias (-5 % frente a -4 % en 2011 y -8 % frente a -6 % en 2018). En el último año de análisis, la rentabilidad obtenida por las IIC de esta categoría también se vio favorecida por los buenos resultados de los mercados internacionales, siendo la de aquellas gestionadas por grupos bancarios del 9,4 % y del 12,5 % la de las independientes.

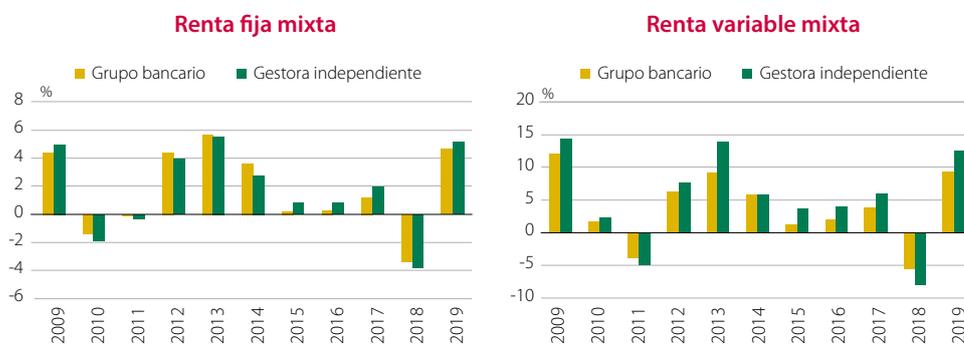
En el caso de la vocación de renta fija mixta, al igual que la vocación de renta fija, la diferencia entre los resultados alcanzados por los distintos tipos de gestora son dispares, cambiando de signo según el año de análisis. Del mismo modo que en la categoría de renta fija, en los años centrales del estudio —coincidentes con la crisis de deuda soberana, en los que las rentabilidades de la renta fija eran más elevadas— las gestoras de grupos bancarios alcanzaron mejores resultados que las independientes, oscilando las diferencias entre los 0,2 p.p. de 2011 y los 0,8 p.p. de 2014 (para rentabilidades del -0,2 % y el -0,4 % en el primero y del 3,6 % y el 2,8 % en el segundo).

Finalmente, en las IIC de retorno absoluto el rendimiento obtenido por las gestoras independientes ha sido significativamente superior en el periodo, a pesar de sufrir

mayores pérdidas en los 2 años en los que la categoría obtuvo registros negativos (2011 y 2019). Así, la rentabilidad media de las gestoras no bancarias en esta categoría alcanzó un 2,3 %, frente al 1,3 % de las bancarias.

Rentabilidad neta de las IIC con vocación mixta por tipo de gestora

GRÁFICO A.13



Fuente: CNMV.

B Análisis de gastos

B.1 Análisis comparativo de los gastos por vocaciones

En el siguiente cuadro se muestra, para cada uno de los 11 años analizados, la ratio de gastos media soportada por cada una de las 7 vocaciones en las que se han clasificado las IIC. Esta ratio se ha obtenido a partir de la ratio de gastos individual soportada por cada clase de participaciones de FI y por cada SICAV, ponderada por el peso que su patrimonio representa en el patrimonio total de la vocación en ese año. También se ha calculado la ratio de gastos media ponderada para el total de las IIC analizadas cada ejercicio.

Ratio de gastos media ponderada por vocación

CUADRO B.1

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vocación											
Monetarios	0,43	0,60	0,60	0,59	0,63	0,59	0,42	0,31	0,29	0,28	0,23
Renta fija	0,69	0,73	0,78	0,84	0,87	0,85	0,78	0,71	0,66	0,54	0,58
Renta fija mixta	1,33	1,23	1,31	1,34	1,39	1,37	1,34	1,26	1,14	1,05	1,04
Renta variable mixta	0,92	0,92	1,05	1,02	1,03	1,08	1,16	1,22	1,20	1,22	1,79
Renta variable euro	1,88	1,90	1,92	1,90	1,87	1,93	1,90	1,85	1,78	1,58	1,26
Renta variable internacional	1,96	2,02	2,17	2,06	1,98	2,00	2,01	2,00	1,97	1,75	1,62
Retorno absoluto	1,22	1,28	1,51	1,43	1,39	1,38	1,30	1,25	1,34	1,29	1,29
Total	0,98	1,00	1,04	1,06	1,09	1,12	1,17	1,12	1,12	1,08	1,12

Fuente: CNMV.

Como se observa en el cuadro anterior, existe una diferencia sustancial en la ratio de gastos soportada por las IIC pertenecientes a las distintas categorías, siendo los fondos monetarios y los de renta fija los que soportan unos niveles de gastos más bajos, mientras que en los fondos de renta variable estos son muy superiores y llegaron a triplicar en 2019 los de las categorías de renta fija. Debe tenerse en cuenta que la comisión de gestión representa un porcentaje muy elevado de la ratio total de gastos corrientes —en general, entre un 80 % y un 90 % de ella—, por lo que el nivel más elevado de la ratio de gastos se explica por la mayor comisión de gestión soportada por las vocaciones con mayor peso de renta variable.

La evolución de la ratio de gastos en el periodo analizado ha sido decreciente en todas las vocaciones inversoras, excepto en las de renta variable mixta y retorno absoluto. Esta tendencia puede explicarse en parte por un cierto aumento de competencia entre las entidades en los últimos años y un entorno de tipos de interés reducidos, que ha presionado a la baja las comisiones en los fondos que invierten mayoritariamente en renta fija. La vocación de fondos monetarios fue la que registró un mayor descenso en términos relativos en el nivel de gastos soportados (de un 46 %), seguido por las vocaciones de renta fija y renta fija mixta, en las que el nivel de gastos medio soportado se redujo un 16 % para las primeras y un 22 % para las segundas entre 2009 y 2019. Por su parte, el nivel de gastos de la vocación de renta variable mixta aumentó un 36 % en el periodo.

A pesar de que la tendencia de la ratio de gastos ha sido descendente en la mayoría de las vocaciones según se ha comentado, la ratio de gastos media ponderada del total de las IIC analizadas aumentó ligeramente en el periodo, al pasar del 0,98 % en 2009 al 1,12 % en 2019. Esto se explica por la redistribución del patrimonio entre vocaciones durante esos años a favor de categorías con mayores gastos asociados (sobre todo las de renta variable) en detrimento de aquellas con menores gastos (renta fija). Así, en 2009, las vocaciones de renta fija y monetaria concentraban el 52 % del patrimonio, un porcentaje que descendió hasta el 24 % del patrimonio en 2019 (véase cuadro 2).

B.2 Análisis comparativo del nivel de gastos soportado por los inversores institucionales y minoristas

De la misma manera que se realizó en la sección de Rentabilidades, se ha abordado un análisis comparativo de la ratio de gastos media soportada por aquellas IIC pertenecientes a una misma vocación inversora y comercializadas a inversores institucionales frente a aquellas otras comercializadas a inversores minoristas. Para ello se han agrupado las IIC en función de los criterios descritos en la sección de Metodología y se ha calculado la ratio de gastos media ponderada de cada subcategoría.

La participación de las IIC dirigidas a inversores institucionales se mantuvo bastante estable durante los 11 años analizados, oscilando alrededor del 23-24 %, para luego incrementar su relevancia en el total de IIC hasta el máximo del 29,8 % en 2018 y finalizar el periodo de análisis en un 26,0 %. También destaca la elevada concentración de las IIC comercializadas a inversores institucionales en la vocación de renta variable mixta, debido a que la mayor parte de las SICAV son institucionales con vocación global de acuerdo con la Circular 1/2009 de la CNMV, y esta

vocación se ha considerado renta variable mixta en nuestro análisis. La segunda vocación con cierto peso en las IIC institucionales es la de renta fija y el resto de las vocaciones se comercializan en menor medida entre los inversores institucionales. No obstante, las vocaciones de renta variable y de rentabilidad absoluta, que habían sido poco relevantes entre las IIC institucionales durante todo el periodo, recibieron un volumen importante de suscripciones en 2018, aunque en 2019 perdieron de nuevo parte del terreno ganado (véanse sección 3 y cuadros A1 y A2 del anexo).

En los cuadros B.2 y B.3 se muestran los ratios de gastos soportados por cada categoría de inversores en cada una de las vocaciones inversoras. Se observa que en todos los años analizados los gastos soportados por las IIC comercializadas a inversores minoristas son sustancialmente más elevados que los soportados por las IIC comercializadas a inversores institucionales. Esta diferencia, que de media en el periodo se ha situado en 0,44 p.p., se ha reducido ligeramente durante los últimos años debido al mayor incremento relativo de la ratio de gastos en las IIC institucionales.

Ratio de gastos: IIC comercializadas a inversores institucionales

CUADRO B.2

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vocación											
Monetarios	0,25	0,24	0,25	0,23	0,30	0,30	0,25	0,21	0,20	0,17	0,16
Renta fija	0,31	0,33	0,38	0,47	0,54	0,57	0,50	0,45	0,40	0,34	0,37
Renta fija mixta	0,64	0,63	0,59	0,87	0,91	0,90	0,87	0,85	0,92	0,84	0,95
Renta variable mixta	0,79	0,76	0,82	0,84	0,86	0,84	0,89	0,92	0,94	0,92	0,97
Renta variable euro	0,48	0,73	1,51	1,76	1,71	1,43	1,13	1,14	1,10	1,04	1,12
Renta variable internacional	0,00	0,00	0,59	1,19	1,27	1,68	1,66	1,62	1,64	1,25	1,33
Retorno absoluto	0,49	0,48	0,87	0,82	0,75	0,90	1,01	1,02	1,11	1,06	1,01
Media	0,60	0,63	0,68	0,75	0,77	0,78	0,80	0,79	0,82	0,79	0,85

Fuente: CNMV.

Ratio de gastos: IIC comercializadas a inversores minoristas

CUADRO B.3

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vocación											
Monetarios	0,49	0,69	0,69	0,71	0,75	0,72	0,50	0,35	0,33	0,33	0,25
Renta fija	0,77	0,80	0,84	0,89	0,92	0,90	0,83	0,78	0,74	0,64	0,66
Renta fija mixta	1,34	1,25	1,33	1,35	1,42	1,42	1,40	1,31	1,16	1,08	1,05
Renta variable mixta	1,23	1,36	1,65	1,47	1,31	1,33	1,39	1,45	1,35	1,39	1,40
Renta variable euro	1,91	1,92	1,95	1,91	1,89	1,96	1,99	1,99	1,98	1,98	1,94
Renta variable internacional	1,96	2,02	2,17	2,07	1,99	2,02	2,02	2,03	2,01	1,95	1,91
Retorno absoluto	1,23	1,29	1,53	1,47	1,43	1,41	1,31	1,27	1,37	1,37	1,32
Media	1,11	1,12	1,15	1,16	1,19	1,24	1,29	1,24	1,22	1,20	1,21

Fuente: CNMV.

La evolución temporal de la ratio de gastos ha sido ligeramente creciente tanto en las IIC minoristas como en las institucionales, siendo algo más pronunciado el aumento en estas últimas. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, el incremento de la ratio de gastos media ponderada de las IIC en su conjunto se justifica por el aumento de patrimonio de aquellas categorías que soportan mayores gastos, por lo que es necesario analizar la evolución comparativa de los gastos soportados por cada una de las vocaciones y tipos de inversores con el fin de extraer una conclusión más clara.

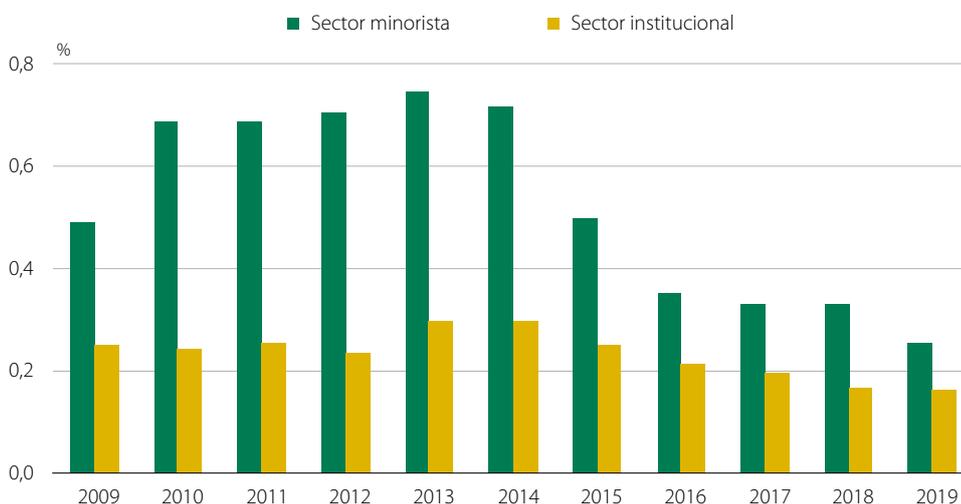
IIC de renta fija: Monetarios y renta fija

A continuación, se muestra la evolución año a año de la ratio de gastos de las dos vocaciones de renta fija, comparando en cada uno de ellos los gastos de las IIC dirigidas a inversores institucionales y a minoristas.

La ratio de gastos de las IIC monetarias dirigidas a inversores minoristas aumentó en 2010 hasta valores cercanos a 0,70 %, para luego mantenerse sin apenas cambios en los siguientes 5 años y disminuir a partir de 2015 hasta finalizar el periodo en el 0,25 %. En el caso de las IIC dirigidas a inversores institucionales, la ratio de gastos se ha mantenido bastante estable en todo el periodo, aunque registró un ligero ascenso en 2013 y 2014 y disminuyó a partir de 2015 hasta el 0,17 %. En consecuencia, y como se observa en el gráfico B.1, la ratio de gastos de estos fondos ha sido mayor para los inversores minoristas que para los institucionales, pero la diferencia —que llegó a ser próxima a medio punto—, se ha reducido en el tiempo hasta los 0,09 p.p. en 2019 (0,29 p.p. de media).

Ratio de gastos: IIC monetarias

GRÁFICO B.1



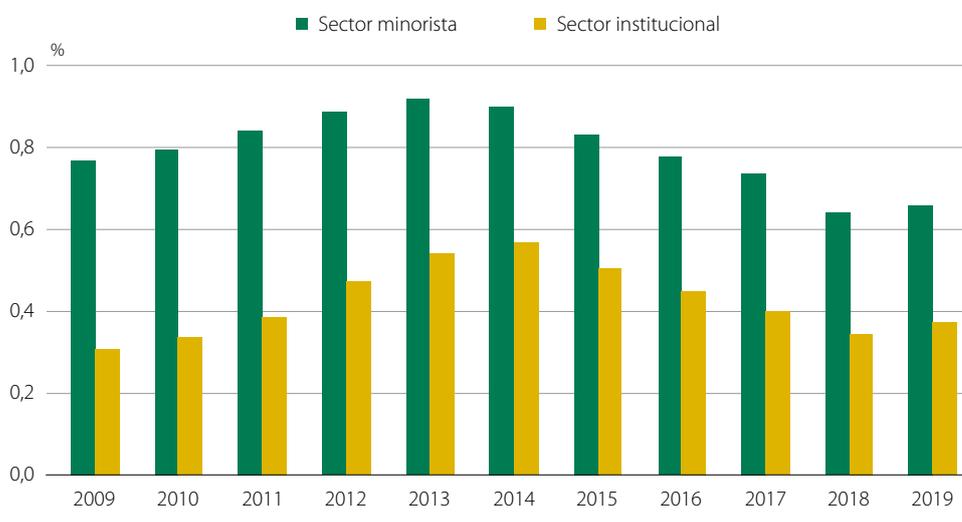
Fuente: CNMV.

En la vocación de renta fija, la ratio de gastos ha evolucionado de forma similar a la de monetarios, tanto en las IIC minoristas como en las institucionales, aumentando en la primera mitad del periodo y disminuyendo en la segunda, para situarse por debajo del nivel inicial en el caso de las IIC dirigidas a inversores minoristas (0,66 % en 2019 frente a 0,77 % en 2009) y ligeramente por encima del nivel inicial en las

institucionales (0,37 % frente a 0,31 %). En consecuencia, el diferencial entre la ratio de gastos soportada por inversores institucionales y minoristas, al igual que en las IIC monetarias, se ha reducido en los últimos años del periodo y ha pasado de 0,46 p.p. en 2009 a 0,29 p.p. en 2019 (0,37 p.p. de media).

Ratio de gastos: IIC de renta fija

GRÁFICO B.2



Fuente: CNMV.

IIC de renta variable: RVE y RVI

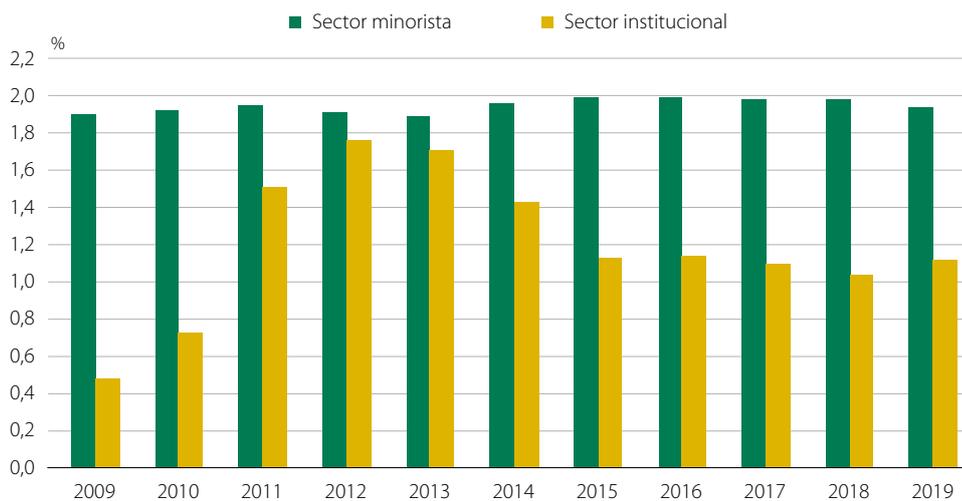
En la vocación de renta variable euro también se observa un nivel de gastos soportado superior para el inversor minorista, aunque la evolución temporal para ambos tipos de inversores ha sido diferente. Tal y como se muestra en el gráfico B.3, la ratio de gastos se ha mantenido muy estable a lo largo del periodo en las IIC minoristas, en valores ligeramente inferiores al 2 %, mientras que en las IIC institucionales ha aumentado de forma notable y ha pasado del 0,48 % al 1,12 % (marcando un máximo del 1,76 % en 2012). Así, la diferencia entre las ratios de ambos tipos de IIC mostró ciertos altibajos, situándose de media en 0,75 p.p.

La ratio de gastos media ponderada de todas las IIC de vocación de renta variable euro disminuyó en el periodo, desde el 1,88 % al 1,62 %. Este descenso se produjo de forma simultánea al incremento de la ratio de gastos considerada de forma separada por categorías de inversores (institucionales y minoristas). El diferente signo de esta evolución analizada de forma global se explica por el aumento del peso que representan las IIC institucionales en el conjunto de las IIC de renta variable euro, soportando las IIC institucionales unos gastos considerablemente más bajos que las minoristas a pesar de su incremento en el periodo²².

22 En la vocación de renta variable euro, el patrimonio estaba muy concentrado en las IIC minoristas al inicio del periodo, representando las IIC institucionales el 1,6 % del total en 2009. Sin embargo, en los 2 últimos años del periodo creció con fuerza el patrimonio de las IIC institucionales, que pasaron a representar el 39 % del total de las IIC de renta variable euro en 2019.

Ratio de gastos: IIC de renta variable euro

GRÁFICO B.3

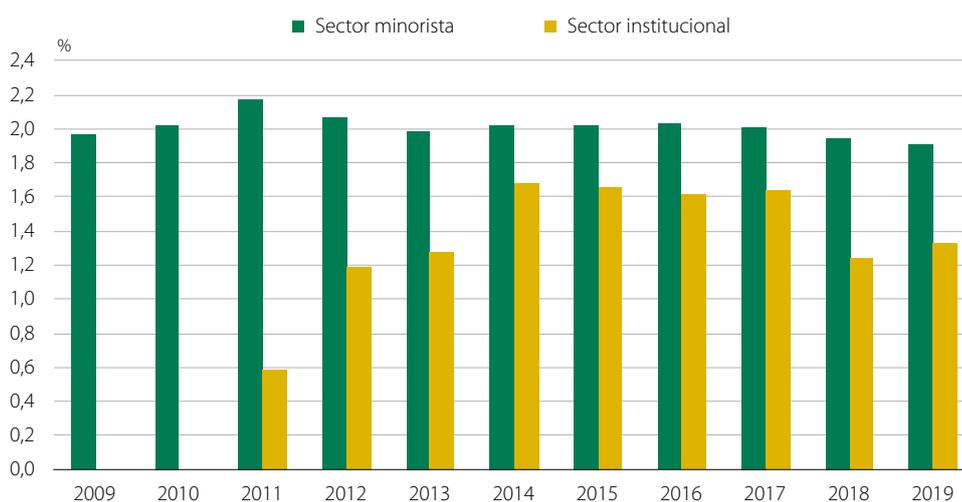


Fuente: CNMV.

La evolución de la ratio de gastos en la vocación de renta variable internacional ha sido muy similar a la de renta variable euro. En las IIC minoristas ha experimentado pocas variaciones en el periodo (1,96 % en 2009 frente a 1,91 % en 2019), mientras que en las IIC institucionales ha aumentado de forma considerable, desde el 0,59 % al 1,33 %. La diferencia de las ratios de gastos entre ambos tipos de IIC también mostró ciertos altibajos y finalizó el periodo de análisis en 0,58 p.p. Al igual que en la renta variable euro, el aumento del peso de las IIC institucionales —con menores gastos— en esta vocación²³ explica que la ratio de gastos media ponderada en la vocación de renta variable internacional disminuyera en el periodo desde el 1,96 % al 1,79 %.

Ratio de gastos: IIC de renta variable internacional

GRÁFICO B.4



Fuente: CNMV.

23 La vocación de renta variable internacional, que apenas se comercializaba entre inversores institucionales al principio del periodo de estudio, lo finalizaba con una importancia relativa del 21 % del patrimonio total de esta vocación.

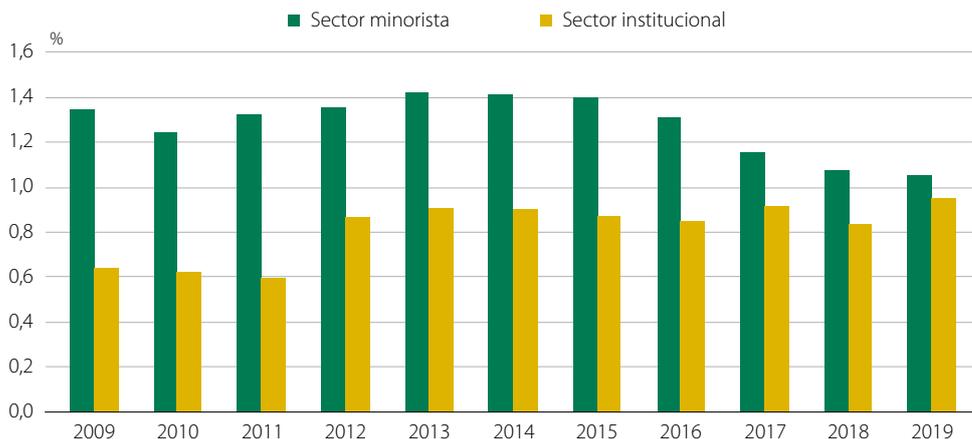
IIC mixtas: Renta fija mixta y renta variable mixta

En las dos vocaciones de IIC mixtas, tanto de renta fija como de variable, la diferencia entre el nivel de gastos soportado por las IIC comercializadas a minoristas e inversores institucionales es más reducida en términos relativos que en el caso de las vocaciones de renta fija, en las que la ratio de gastos soportada por los inversores minoristas casi duplica la soportada por los institucionales. Como se observa en el gráfico B.5, la ratio de gastos de las IIC de renta fija mixta evolucionó de forma distinta en las IIC minoristas, en las que disminuyó en el periodo desde el 1,34 % al 1,05 %, y en las IIC institucionales, en las que aumentó desde el 0,64 % hasta el 0,95 %. En consecuencia, la diferencia entre ambas se redujo desde 0,7 p.p. hasta 0,10 p.p. (0,47 p.p. de media).

En el caso de la renta variable mixta (gráfico B.6), la ratio de gastos aumentó tanto en las IIC institucionales (del 0,79 % al 0,97 %) como en las minoristas (del 1,23 % al 1,40 %). La diferencia entre ambas ha oscilado entre los 0,42 p.p. y los 0,83 p.p., siendo de 0,52 p.p. de media. Esta vocación inversora es la que concentra mayor porcentaje de IIC institucionales, puesto que se incluye en ella el patrimonio de la mayoría de las SICAV.

Ratio de gastos: IIC de renta fija mixta

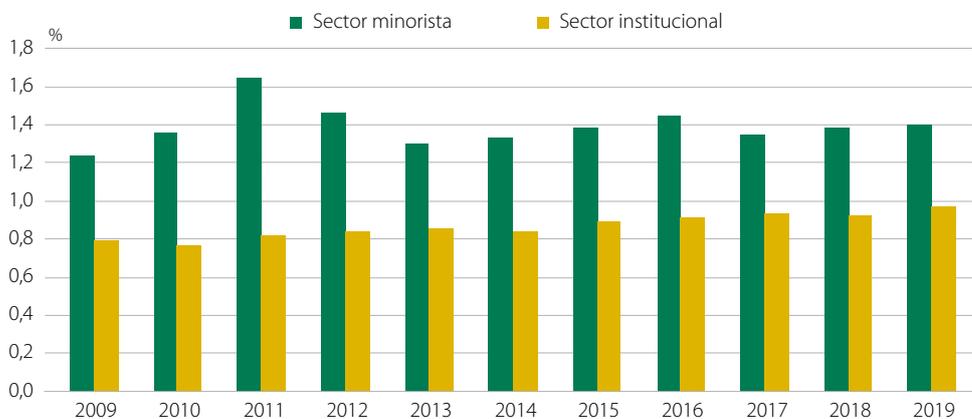
GRÁFICO B.5



Fuente: CNMV.

Ratio de gastos: IIC de renta variable mixta

GRÁFICO B.6



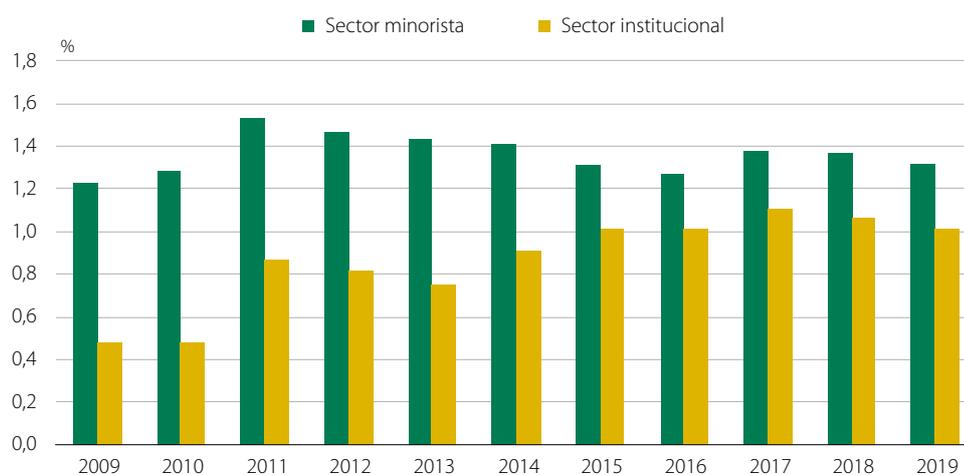
Fuente: CNMV.

IIC de retorno absoluto

En esta vocación la tendencia de la ratio de gastos ha sido creciente en ambos tipos de IIC: en las IIC minoristas ha pasado del 1,23 % al 1,32 % y en las institucionales, del 0,49 % al 1,01 %. El mayor aumento de la ratio en estas últimas explica la disminución de la diferencia entre ambas, que ha pasado de 0,74 p.p. en 2009 a 0,31 p.p. en 2019. En esta vocación ocurre algo similar a lo que se observó en las de renta variable en relación con la importancia relativa del patrimonio de las IIC institucionales. Esta era muy pequeña en los primeros años analizados y se incrementó de forma considerable en los últimos, de modo que pasó a representar el 12 % del total en 2019.

Ratio de gastos: IIC de retorno absoluto

GRÁFICO B.7



Fuente: CNMV.

B.3 Análisis comparativo del nivel de gastos soportado por las IIC gestionadas por gestoras pertenecientes a grupos bancarios frente a independientes

Los cuadros B.4 y B.5 muestran las ratios de gastos soportadas por las IIC gestionadas por SGIC pertenecientes a grupo bancarios frente a las IIC gestionadas por gestoras que no están integradas en grupos bancarios, a las que se ha denominado *independientes*. Mientras que en la comparativa de gastos según el perfil de inversor se evidenciaba que las IIC institucionales soportaban de forma sistemática (aunque con una diferencia decreciente) unos gastos muy inferiores a los de las IIC minoristas, la comparativa del nivel de gastos según el tipo de sociedad gestora (bancaria frente a independiente) muestra diferencias más reducidas y menos persistentes. En general, las IIC gestionadas por gestoras pertenecientes a grupos bancarios soportan mayores gastos, pero no siempre es así, puesto que en algunas vocaciones (principalmente las mixtas) y en algunos años los gastos son superiores en las IIC gestionadas por gestoras independientes. El hecho de que las gestoras bancarias muestren gastos, en general, superiores no se observa en el agregado de cada tipo de gestora debido a la mayor relevancia en ellas de las categorías de renta fija (de nuevo, un efecto de composición del patrimonio gestionado). De media, la ratio de gastos de las IIC pertenecientes a gestoras bancarias se situó en el 1,07 % frente al 1,15 % de las IIC gestionadas por entidades independientes.

Ratio de gastos: IIC gestionadas por SGIC que pertenecen a grupos bancarios

CUADRO B.4

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vocación											
Monetarios	0,44	0,59	0,58	0,60	0,64	0,60	0,43	0,31	0,29	0,28	0,24
Renta fija	0,69	0,74	0,81	0,87	0,91	0,88	0,80	0,73	0,65	0,52	0,55
Renta fija mixta	1,41	1,28	1,35	1,36	1,39	1,37	1,31	1,23	1,13	1,04	1,03
Renta variable mixta	0,87	0,85	1,01	1,00	1,01	1,07	1,16	1,22	1,20	1,21	1,25
Renta variable euro	1,95	2,01	2,07	2,05	2,01	2,05	2,01	1,98	1,90	1,62	1,68
Renta variable internacional	2,12	2,18	2,38	2,28	2,21	2,17	2,10	2,09	2,09	1,71	1,76
Retorno absoluto	1,25	1,34	1,60	1,44	1,39	1,37	1,29	1,25	1,36	1,30	1,29
Media	0,97	0,99	1,03	1,05	1,08	1,12	1,16	1,11	1,11	1,05	1,09

Fuente: CNMV.

Ratio de gastos: IIC gestionadas por SGIC independientes

CUADRO B.5

%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Vocación											
Monetarios	0,41	0,63	0,69	0,46	0,36	0,38	0,26	0,25	0,22	0,21	0,08
Renta fija	0,69	0,70	0,67	0,71	0,68	0,71	0,63	0,62	0,68	0,66	0,75
Renta fija mixta	1,12	1,07	1,18	1,29	1,38	1,37	1,56	1,40	1,18	1,12	1,13
Renta variable mixta	1,08	1,13	1,19	1,13	1,15	1,18	1,22	1,23	1,24	1,30	1,30
Renta variable euro	1,81	1,78	1,78	1,74	1,72	1,61	1,62	1,58	1,52	1,48	1,47
Renta variable internacional	1,69	1,72	1,85	1,66	1,61	1,70	1,78	1,83	1,79	1,82	1,84
Retorno absoluto	1,13	1,12	1,34	1,40	1,40	1,42	1,35	1,26	1,23	1,28	1,25
Media	1,01	1,04	1,08	1,10	1,13	1,12	1,23	1,18	1,21	1,22	1,29

Fuente: CNMV.

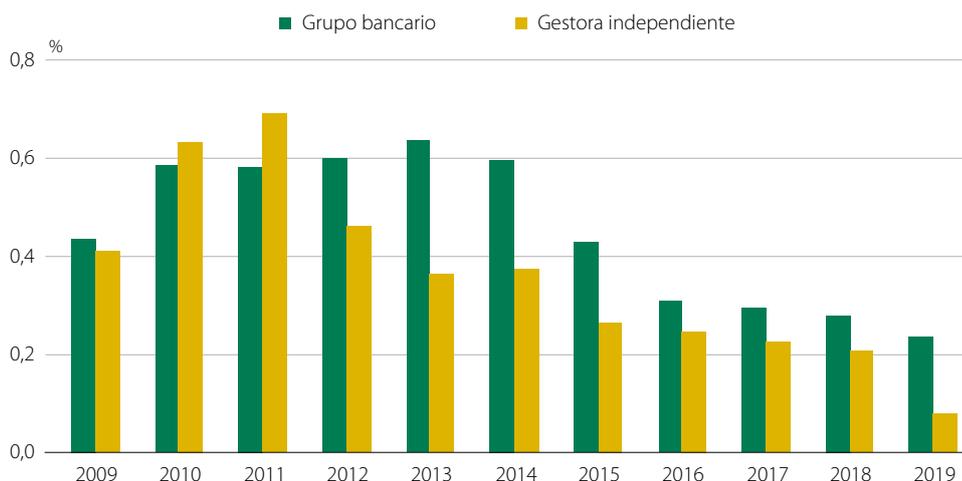
En los siguientes apartados se muestran las diferencias de gastos por vocación inversora.

IIC de renta fija: Monetarios y renta fija

En las IIC monetarias, en dos de los años del periodo (2010 y 2011) la ratio de gastos media fue superior en las IIC gestionadas por gestoras independientes, mientras que en los otros nueve fue superior en las bancarias. En el periodo comprendido entre 2016 y 2018 la diferencia entre ambos ratios fue muy reducida, siendo prácticamente idéntica en los dos tipos de IIC (ligeramente inferior al 0,30 %). Sin embargo, en el último año de estudio, la ratio de gastos de las gestoras bancarias se mantuvo cercana a dichos niveles (0,24 %) pero la de las gestoras independientes disminuyó hasta un 0,08 %, lo que situó el diferencial entre ambas en 0,16 p.p. Debe tenerse en cuenta que el patrimonio de esta categoría es muy reducido en las IIC de gestoras independientes.

Ratio de gastos: IIC monetarias

GRÁFICO B.8

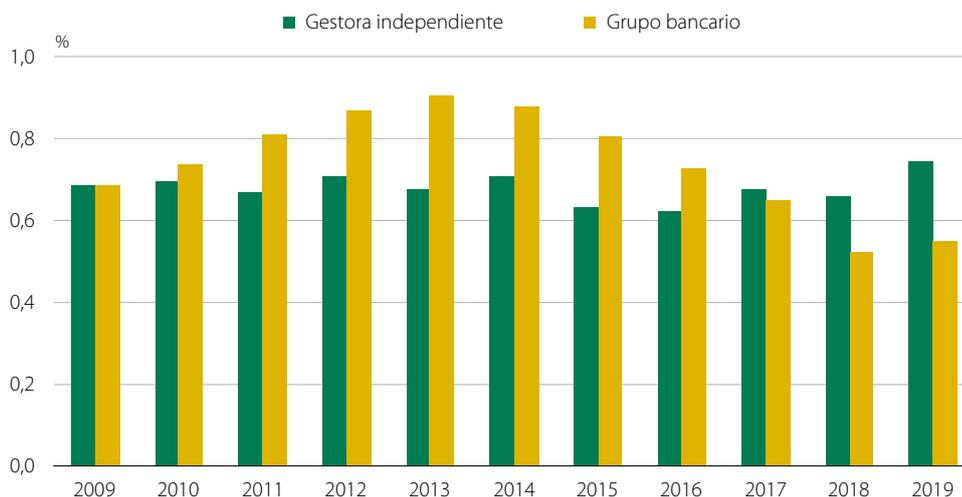


Fuente: CNMV.

En la vocación de renta fija, aquellas IIC gestionadas por gestoras bancarias han soportado una ratio de gastos más elevada en la mayoría de los ejercicios, alcanzando un diferencial máximo de 0,23 p.p. en 2013, cuando dicha ratio fue del 0,91 % en las IIC de gestoras bancarias frente a un 0,68 % en las independientes. Sin embargo, después de 7 ejercicios consecutivos de mayores gastos en las IIC de gestoras bancarias, la tendencia parece haberse revertido en los 3 últimos, en los que las IIC independientes soportaron unos gastos superiores, un 0,75 % frente a un 0,55 % de las bancarias en 2019. De media, la ratio de gastos de las gestoras bancarias en esta vocación fue de 0,74 % y la de las independientes, de 0,68 %.

Ratio de gastos: IIC de renta fija

GRÁFICO B.9



Fuente: CNMV.

IIC de renta variable: Renta variable euro y renta variable internacional

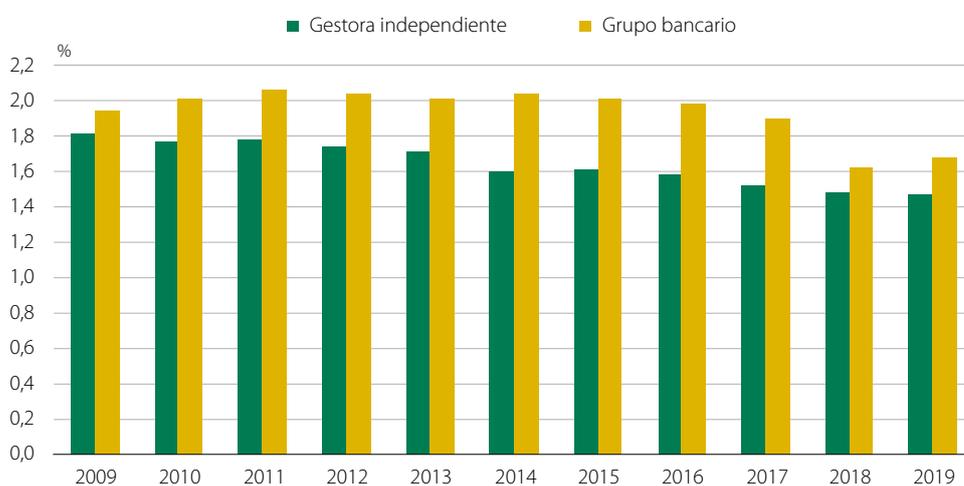
Las dos vocaciones de renta variable pueden analizarse de forma paralela, puesto que han tenido un comportamiento muy similar. En ambas la ratio de gastos de las

IIC gestionadas por gestoras bancarias ha sido superior a la de las IIC de gestoras independientes en todos los años, con la única excepción de 2018 y 2019 para la renta variable internacional, en los que los gastos de las IIC de gestoras independientes fueron ligeramente superiores. En el resto de los años y en las dos categorías las IIC de gestoras bancarias soportaron unos gastos considerablemente más altos, siendo el diferencial máximo en las IIC de renta variable internacional de 0,62 p.p. (alcanzado en 2012) y de 0,44 p.p. en las IIC de renta variable euro (registrado en 2014). De media, la diferencia entre ambos ratios en el caso de la renta variable euro fue de 0,29 p.p. y de 0,34 p.p. en la renta variable internacional.

El hecho de que las gestoras independientes repercutan unos gastos menores en las IIC de renta variable, para que de esta forma sean más competitivas, puede explicar el aumento de su cuota de mercado en estas categorías de fondos, que en 2019 se situaba en el 29 % del patrimonio en el caso de la renta variable euro y en el 35 % en la renta variable internacional.

Ratio de gastos: IIC de renta variable euro

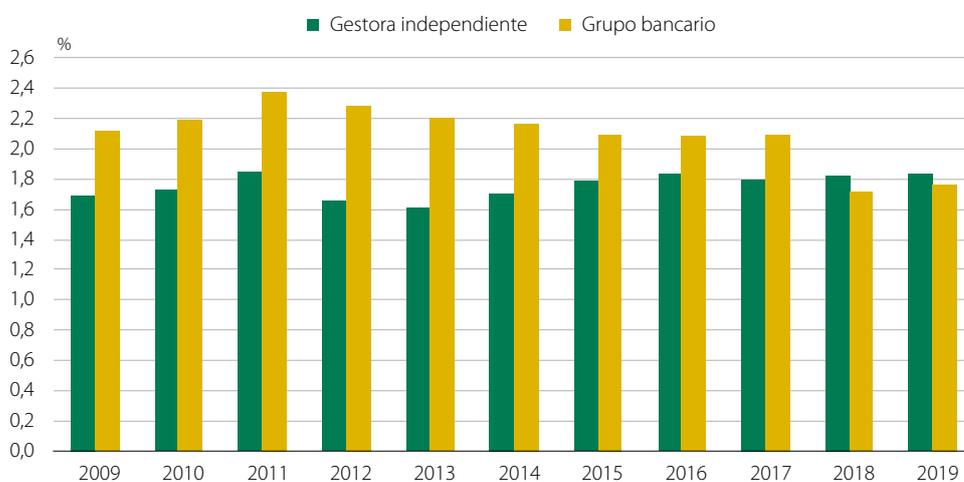
GRÁFICO B.10



Fuente: CNMV.

Ratio de gastos: IIC de renta variable internacional

GRÁFICO B.11



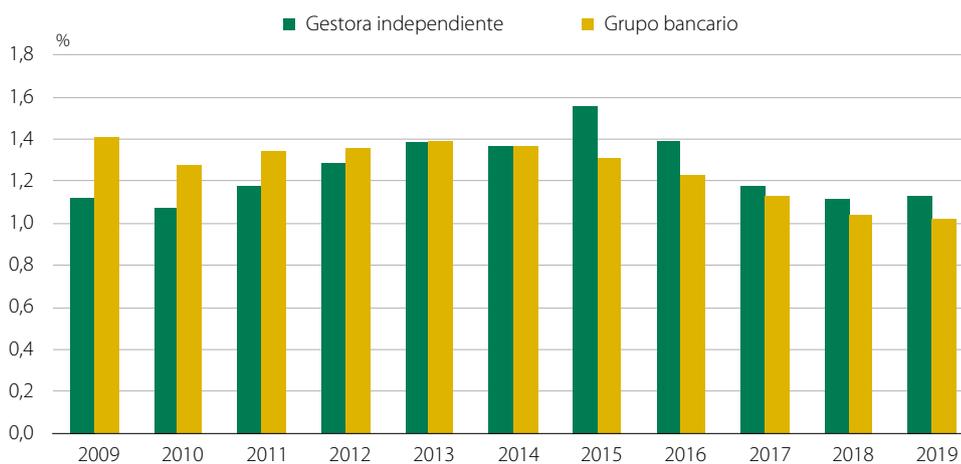
Fuente: CNMV.

IIC mixtas: Renta fija mixta y renta variable mixta

En la vocación de renta fija mixta, la diferencia de gastos entre los dos grupos de IIC cambió de signo hacia la mitad del periodo analizado: así, en los cuatro primeros años, las IIC gestionadas por gestoras bancarias soportaban unos gastos superiores, en los dos años centrales (2013 y 2014) los gastos fueron similares y en los cinco últimos años los gastos soportados por las gestoras independientes superaron los de las gestoras bancarias. De media, la ratio de gastos para las gestoras bancarias fue del 1,26 % y la de las gestoras independientes fue del 1,25 %, por lo que su diferencia es poco relevante.

Ratio de gastos: IIC renta fija mixta

GRÁFICO B.12

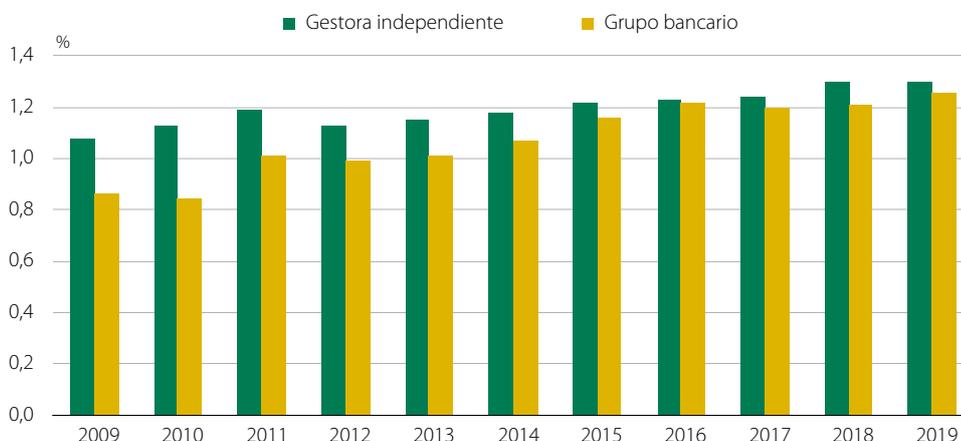


Fuente: CNMV.

En la vocación de renta variable mixta, los gastos soportados por las IIC de gestoras independientes fueron superiores en todos los ejercicios a los de las IIC de gestoras bancarias, aunque en los tres últimos esta diferencia fue mínima, siendo los gastos medios prácticamente idénticos en ambas. De media la ratio de gastos de las gestoras bancarias fue del 1,08 % y la de las independientes, del 1,20 %, por lo que la diferencia fue de -0,12 p.p.

Ratio de gastos: IIC renta variable mixta

GRÁFICO B.13



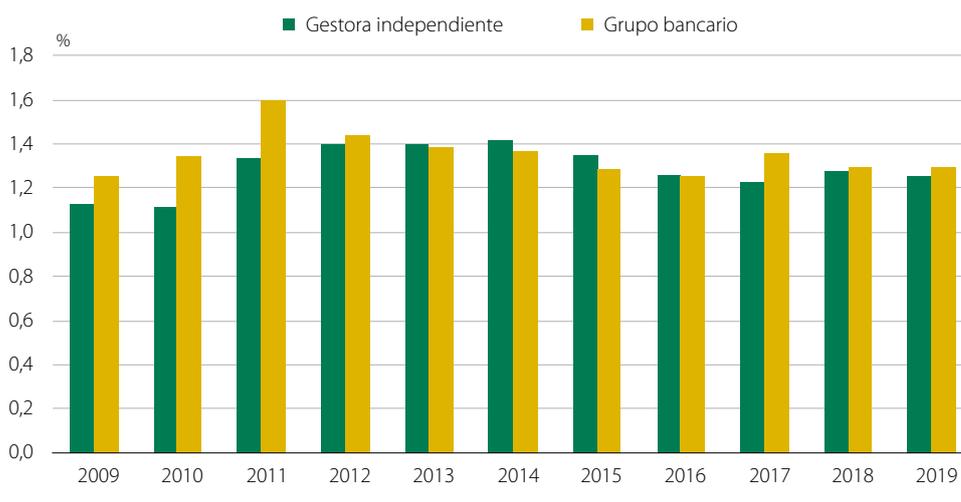
Fuente: CNMV.

IIC de retorno absoluto

Por último, en la vocación de retorno absoluto, la ratio de gastos de las IIC gestionadas por gestoras bancarias ha sido, por lo general, superior a la de las gestoras independientes a excepción del periodo comprendido entre 2013 y 2016, en el que dicha ratio fue muy similar, pero ligeramente superior en el caso de las segundas. Las diferencias han sido menos cuantiosas que en otras categorías, al oscilar entre los -0,06 p.p. y los 0,26 p.p. En promedio durante el periodo la diferencia se situó en 0,06 p.p.

Ratio de gastos: IIC de retorno absoluto

GRÁFICO B.14



Fuente: CNMV.

C Análisis específico de las gestoras que pertenecen a bancos no comerciales

Este epígrafe presenta un análisis específico de las gestoras que pertenecen a entidades de crédito no relacionadas mayoritariamente con la actividad de la banca comercial. La existencia de un número determinado de entidades de crédito cuya actividad está sobre todo relacionada con la prestación de servicios de inversión y no con el negocio típicamente bancario (captación de depósitos y concesión de créditos), que se podría denominar *banca comercial*, justifica este análisis.

Este análisis se ha efectuado para los años 2016-2019 y afecta a gestoras pertenecientes a 11 entidades de crédito, que, como se ha comentado, se consideran bancos no comerciales. En este sentido se define *banco no comercial* como aquel cuyos ingresos derivados de la prestación de servicios de inversión representan más de 2/3 de sus ingresos totales. El patrimonio afectado por este análisis oscila entre el 2,6 % y el 4,5 %.

El cuadro C.1 y los gráficos C.1, C.2 y C.3 presentan una estimación de la rentabilidad bruta y neta y de los costes de las IIC gestionadas por SGIIC pertenecientes a bancos no comerciales en comparación con el resto de gestoras, distinguiendo las que pertenecen a bancos comerciales y las que pueden considerarse independientes. Como se observa en el cuadro, entre 2016 y 2019 la rentabilidad bruta media de las gestoras de

bancos no comerciales fue del 3 %, ligeramente superior a la de las gestoras de los bancos comerciales (2,8 %) y bastante inferior a la de las gestoras independientes (4 %). Los gastos de estas gestoras de bancos no comerciales se situaron entre las de los bancos comerciales y los de las independientes, y la lectura de rentabilidad neta es similar a la de la rentabilidad bruta, ya que se situó en el 1,9 %, 2 décimas por encima de la rentabilidad neta de las gestoras de bancos comerciales y cerca de 1 punto por debajo de la rentabilidad neta de las gestoras independientes (2,9 %).

Sin embargo, estas cifras, que parecen asemejar el rendimiento de las gestoras de bancos no comerciales al de los bancos comerciales, responden a la composición del patrimonio de sus fondos gestionados. En realidad, sus resultados son mucho más parecidos a los de las gestoras independientes, tal y como se observa en los gráficos C.1 y C.3. La rentabilidad bruta y neta obtenida por estas gestoras de bancos no comerciales es superior tanto a la de las gestoras bancarias como a la de las independientes en todas las vocaciones, excepto en los fondos mixtos. En renta variable mixta también resulta superior a la rentabilidad de las gestoras de bancos comerciales, pero inferior a la de las independientes. En renta fija mixta muestran los peores resultados. Con relación a los gastos no se observa una tendencia homogénea, pues las gestoras de bancos no comerciales presentan gastos superiores en los fondos de renta fija y en los mixtos, mientras que son más competitivas en los fondos de renta variable y en los de retorno absoluto, categorías en las que muestran unas ratios de gastos relativamente parecidas a las de las gestoras independientes.

Análisis de rentabilidad y gastos por tipo de gestora en 2016-2019

CUADRO C.1

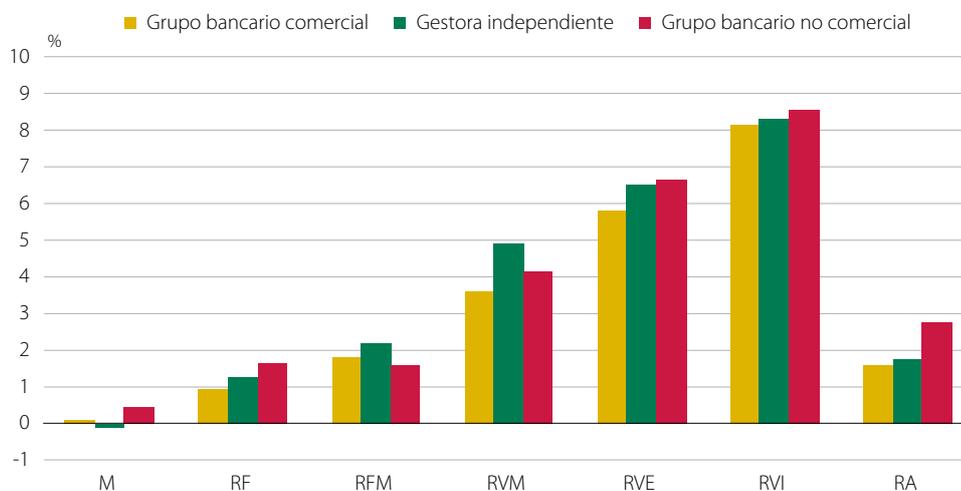
%

Tipo de gestora	Rentabilidad bruta	Gastos	Rentabilidad neta
Grupo bancario comercial	2,81	1,09	1,72
Grupo bancario no comercial	3,01	1,12	1,89
Independiente	4,09	1,23	2,86

Fuente: CNMV.

Rentabilidad bruta por tipo de gestora en 2016-2019

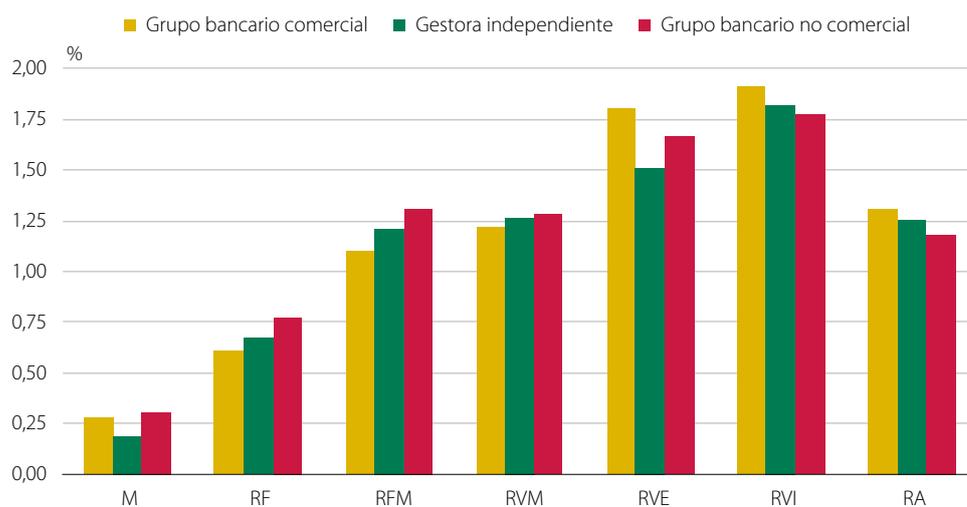
GRÁFICO C.1



Fuente: CNMV.

Ratio de gastos por tipo de gestora en 2016-2019

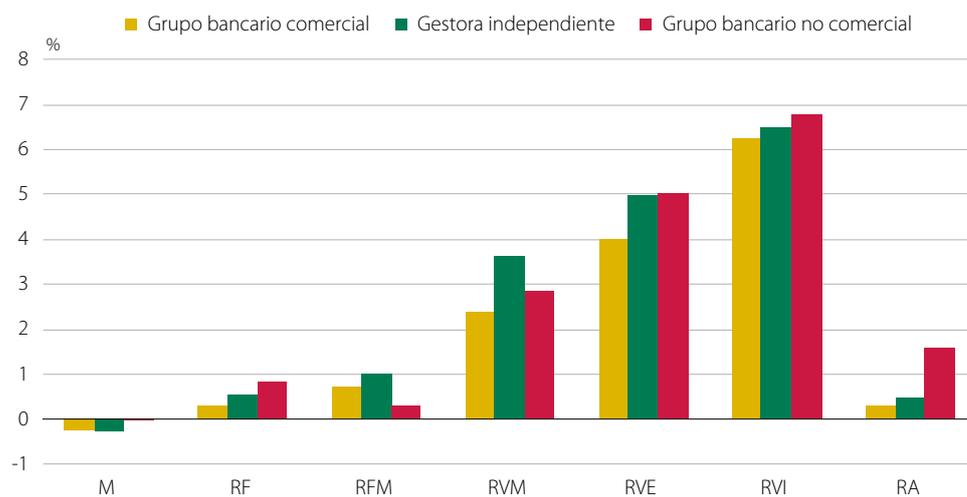
GRÁFICO C.2



Fuente: CNMV.

Rentabilidad neta por tipo de gestora en 2016-2019

GRÁFICO C.3



Fuente: CNMV.

Efectividad de la regulación de género en los consejos de administración: El papel del entorno institucional

Irma Martínez García (*)

Silvia Gómez Ansón (**)

(*) Irma Martínez García es doctora en Economía y Empresa por la Universidad de Oviedo. El presente trabajo es continuación y desarrollo de la línea de investigación de su tesis doctoral (*Gender diversity on corporate boards: Determinants, characteristics, and implications*, Oviedo 2019). Actualmente es técnica del Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV.

(**) Silvia Gómez Ansón es catedrática de Economía Financiera en la Universidad de Oviedo.

Este artículo es un trabajo académico que refleja las opiniones de sus autoras, por lo que no puede ser identificado o citado como opinión o visión de la CNMV.

1 Resumen ejecutivo

En este artículo se analiza la efectividad de las diferentes normativas que promueven la diversidad de género en los consejos de administración y cómo los factores institucionales, formales e informales, influyen en la relación entre normativa y presencia de mujeres consejeras. Tras describir las normativas de diversidad de género introducidas en Europa, se analiza, para un panel de empresas que forman parte del índice bursátil STOXX Europe 600 y para el periodo 2004-2018: i) la evolución de la presencia de mujeres en los consejos de administración para cada uno de los países representados en la muestra; ii) el impacto de los Códigos de gobierno corporativo con recomendaciones en materia de diversidad de género y de las cuotas de género, con y sin sanciones, en la presencia de mujeres en los consejos de administración y en las comisiones del consejo, y iii) cómo los factores institucionales, formales e informales, como por ejemplo la calidad y transparencia del gobierno y los aspectos culturales, influyen en la efectividad de la normativa. Finalmente, se contextualiza a España en cuanto a su normativa y entorno institucional.

Los resultados evidencian la importancia de las instituciones, formales e informales, como instrumentos clave en la efectividad de las normativas sobre diversidad de género y sugieren una serie de factores que considerar en el diseño de futuras acciones y políticas al respecto. En concreto, las principales evidencias que se derivan del análisis son las siguientes:

- La presencia de mujeres en consejos de administración y en las comisiones es mayor cuando existe regulación de género, tanto recomendaciones en Códigos de gobierno corporativo como legislación de cuotas.
- Cuando se diferencia entre cuotas de género sin sanción (*soft*) y cuotas de género con sanción (*hard*), se observa que las cuotas *soft* no tienen un efecto significativo a la hora de incrementar la presencia de mujeres en los consejos de administración y en sus comisiones.
- Como sería de esperar, las cuotas de género con sanción son la normativa más efectiva para incrementar la presencia de mujeres consejeras. En cambio, la efectividad de las recomendaciones de género en los Códigos de gobierno corporativo es mayor que la de las cuotas *hard* con relación a la presencia de mujeres en las comisiones.
- El entorno institucional modera la relación entre regulación de diversidad de género y la presencia de mujeres en el gobierno corporativo, en concreto:
 - La efectividad de la regulación es menor en los países con alta calidad de gobierno¹ y con mayor presencia de mujeres en órganos de decisión.
 - La efectividad de la regulación aumenta en países con niveles altos de distancia al poder, individualismo, aversión a la incertidumbre y orientación al corto plazo.

1 La calidad de gobierno se aproxima a través de los indicadores mundiales de gobernabilidad (*Worldwide Governance Indicators*) del Banco Mundial. Disponibles en: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/>

- Se observan diferencias en la influencia del entorno institucional como moderador de la relación entre regulación y presencia de mujeres consejeras y entre regulación y presencia de mujeres en las comisiones.
- España ha sido uno de los primeros países en introducir normativa de diversidad de género en los consejos de administración y esta normativa está en continua revisión y actualización. Sin embargo, la presencia de mujeres en los consejos de administración españoles está aún por debajo de los umbrales establecidos por la normativa.
- El contexto institucional en España potenciaría, en términos generales, el impacto de las regulaciones de diversidad de género más vinculantes (*i. e.* cuotas con sanciones) incrementando la presencia de mujeres en los consejos de administración.

2 Regulación en materia de diversidad de género en los consejos de administración en Europa

La presencia de mujeres en los consejos de administración es aún reducida en el contexto internacional, estimulando este hecho un profundo debate académico, político y social sobre las diferentes estrategias que permitirían una representación equilibrada entre hombres y mujeres en los órganos de gobierno corporativo y, en concreto, en los consejos de administración.

Entre las estrategias adoptadas para conseguir este objetivo se encuentran las recomendaciones sobre diversidad de género basadas en el principio «cumplir o explicar» contemplado en los códigos de gobierno corporativo, conocidas como regulación *soft*, y la introducción de legislación de cuotas, también denominada regulación *hard*. Asimismo, dentro de la legislación de cuotas es posible distinguir entre dos tipos de cuotas: cuotas *soft*, que no contemplan sanciones en caso de incumplimiento, y cuotas *hard*, que sí establecen sanciones en el caso de que las sociedades no cumplan con los umbrales de porcentaje de género establecidos.

Comenzando con Noruega, que en el año 2003 estableció una cuota *hard* del 40 % de mujeres en los consejos de administración, 21 países europeos² —continente en el que este tipo de regulaciones han tenido una mayor difusión— han introducido diferentes iniciativas para promover la diversidad de género en el gobierno corporativo de las empresas, tal y como se muestra en el gráfico 1. Así, junto con Noruega, otros 6 países europeos han establecido leyes de cuotas con un diverso abanico de sanciones en caso de incumplimiento: Francia (2011; 40 %), Bélgica (2011; 33 %), Italia (2011; 33 %), Alemania (2015; 30 %), Austria (2017; 30 %) y Portugal (2017; 33 %). Entre los países que han introducido cuotas, pero sin establecimiento de penalizaciones, están Finlandia (2005; 40 %), España (2007; 40 %), Islandia (2010;

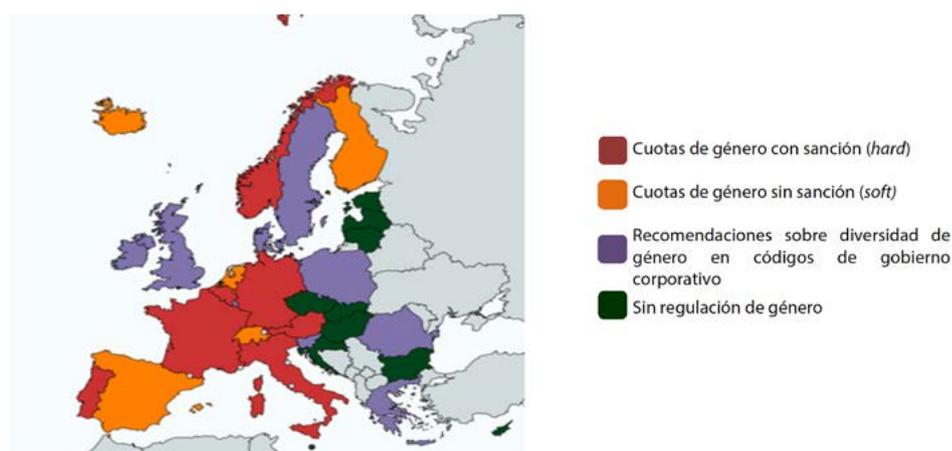
2 UE-27, Reino Unido, Islandia, Noruega y Suiza.

40 %), Países Bajos (2013; 30 %) y Suiza (30 % en el consejo no ejecutivo y 20 % en el consejo ejecutivo³).

Por otro lado, nueve países europeos que no han aprobado cuotas han incluido recomendaciones sobre diversidad de género en los consejos de administración en sus códigos de gobierno corporativo⁴: Suecia (2004), Dinamarca (2008), Luxemburgo (2009), Polonia (2010), Irlanda (2012), Reino Unido (2012), Grecia (2013), Rumanía (2015) y Eslovenia (2016).

Regulación de la diversidad de género en los consejos de administración en Europa¹

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia a partir de European Corporate Governance Institute (ECGI⁵), Mensi-Klarbach y Seierstad (2020⁶), Swissinfo.ch (2019⁷), y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015⁸).

Además, todos los países que han establecido cuotas, con o sin sanción, también han incluido recomendaciones sobre diversidad de género en sus códigos de gobierno corporativo⁹. En la gran mayoría de los países que combinan los dos tipos de regulación, las recomendaciones han precedido a las cuotas: España (2006 versus 2007), Bélgica (2009 versus 2011), Alemania (2010 versus 2016), Francia (2010 versus 2011), Islandia (2009 versus 2011), Países Bajos (2008 versus 2013), Austria (2009

3 Mensi-Klarbach, H. y Seierstad, C. (2020). «Gender quotas on corporate boards: Similarities and differences in quota scenarios». *European Management Review*. Disponible en: <https://doi.org/10.1111/emre.12374>; Swissinfo (2019). *Parliament approves quotas for women on company boards*. Disponible en: https://www.swissinfo.ch/eng/minimum-representation_parliament-approves-quotas-for-women-on-company-boards/45042736; Terjesen, S., Aguilera, R. V. y Lorenz, R. (2015). «Legislating a woman's seat on the board: Institutional factors driving gender quotas for boards of directors». *Journal of Business Ethics*, Vol. 128, n.º 2, pp. 233-251.

4 European Corporate Governance Institute (ECGI) (2020). *Governance codes*. Disponible en: <https://ecgi.global/content/codes>

5 European Corporate Governance Institute (ECGI) (2020) (*op. cit.*).

6 Mensi-Klarbach y Seierstad (2020) (*op. cit.*).

7 Swissinfo (2019) *Parliament approves quotas for women on company boards*, 19 de junio de 2019 Disponible en: https://www.swissinfo.ch/eng/minimum-representation_parliament-approves-quotas-for-women-on-company-boards/45042736

8 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

9 European Corporate Governance Institute (ECGI) (2020) (*op. cit.*).

versus 2017), Portugal (2016 versus 2017) y Suiza (2014 versus 2019). Sin embargo, en Noruega, Finlandia e Italia han sido las cuotas (en 2003, 2005 y 2011 respectivamente) las que han precedido a las recomendaciones en los códigos (2009, 2008 y 2018 respectivamente).

Este artículo analiza la efectividad de la regulación sobre la diversidad de género en los consejos de administración para las empresas del índice bursátil STOXX Europe 600, índice que en el año 2018 estaba constituido por empresas de 17 países europeos: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia y Suiza. Por tanto, la regulación analizada en el artículo es la que se refiere a estos 17 países y se describe detalladamente en el cuadro 1.

Regulación de diversidad de género en los consejos de administración en países del STOXX Europe 600 (2018) CUADRO 1

País	Cuotas de género			Códigos de gobierno corporativo con recomendaciones sobre diversidad de género	
	Año	%	Hard vs Soft	Año	Código
Alemania	2016	30 %	Hard	2010	German Corporate Governance Code
Austria	2017	30 %	Hard	2009	Austrian Code of Corporate Governance
Bélgica	2011	33 %	Hard	2009	The 2009 Belgian Code on Corporate Governance
Dinamarca		No		2008	Recommendations on Corporate Governance
España	2007	40 %	Soft	2006	Código unificado de buen gobierno
Finlandia	2005	40 %	Soft	2008	Finnish Corporate Governance Code
Francia	2011	40 %	Hard	2010	Recommendations on Corporate Governance
Irlanda		No		2012	The UK Corporate Governance Code and the Irish Corporate Governance Annex
Italia	2011	33 %	Hard	2018	Corporate Governance Code
Luxemburgo		No		2009	The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange
Noruega	2003	40 %	Hard	2009	The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
Países Bajos	2013	30 %	Soft	2008	Dutch Corporate Governance Code
Portugal	2017	33,3 %	Hard	2016	Corporate Governance Code
Reino Unido		No		2012	The UK Corporate Governance Code
R. Checa		No			No
Suecia		No		2004	Swedish Code of Corporate Governance: A Proposal by the Code Group
Suiza	2019	30/20 %	Soft	2014	Swiss code of best practice for corporate governance

Fuente: Elaboración propia a partir de ECGI¹⁰, Mensi-Klarbach y Seierstad (2020¹¹), Swissinfo.ch (2019¹²), y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015¹³).

10 European Corporate Governance Institute (ECGI) (2020) (*op. cit.*).

11 Mensi-Klarbach y Seierstad (2020) (*op. cit.*).

12 Swissinfo (2019) (*op. cit.*).

13 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

3 Evolución de la presencia de mujeres en los consejos de administración

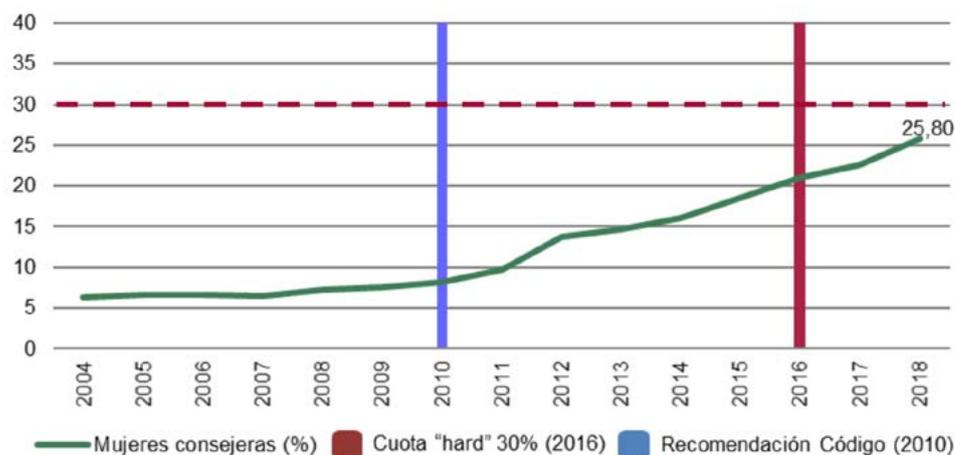
Esta sección presenta la evolución de la presencia de mujeres en los consejos de administración por países para las empresas del STOXX Europe 600 (2018) durante el periodo 2004-2018¹⁴.

3.1 Países con cuotas de género con sanción *hard*

En los gráficos 2 a 7, se muestra la evolución en la presencia de mujeres consejeras en las empresas del STOXX Europe 600 de aquellos países que han introducido cuotas de género en los consejos de administración con sanciones en caso de incumplimiento.

En el gráfico 2 se muestra la evolución en el porcentaje de mujeres consejeras en Alemania, país en el que en el año 2016 entró en vigor una cuota de género del 30 % en el consejo de supervisión, contemplando como sanciones la obligación de declarar el nombramiento nulo y mantener el puesto vacante y, en caso contrario, multas administrativas. La evolución en la presencia de mujeres consejeras en Alemania se mantiene prácticamente constante y en torno al 7 % hasta 2010, año en el que el Código de gobierno corporativo alemán introduce una recomendación de género en los consejos de administración. A partir del año 2011 es cuando el porcentaje de mujeres consejeras supera el 10 %, continuando una tendencia creciente hasta 2018, año en el que las mujeres consejeras representan el 25,80 % de los consejeros de las empresas alemanas del STOXX Europe 600.

14 Los sistemas de gobierno corporativo varían entre los países considerados en el estudio, siendo la principal diferencia la estructura del consejo de administración. Así, hay países que tienen un consejo con estructura unitaria (*one-tier*) que aúna las funciones de dirección y supervisión —es decir, un único consejo configurado por consejeros ejecutivos y no ejecutivos— y otros con estructura dual (*two-tier*) —es decir, un consejo de dirección formado por consejeros ejecutivos y otro de supervisión— formado por consejeros no ejecutivos. Entre los países que tienen consejos unitarios están: España, Dinamarca, Irlanda, Italia, Noruega, Reino Unido y Suecia, mientras que en Alemania y Austria existe una estructura dual. Además, en otros de los países considerados en el estudio: Bélgica, Finlandia, Francia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal, República Checa y Suiza, las empresas pueden escoger entre una estructura unitaria o dual de consejo. En este análisis, con el objetivo de homogeneizar las estructuras de los consejos para aquellos países o empresas en los que exista una estructura de consejo dual (*two-tier*), se ha considerado el consejo de dirección y el consejo de supervisión como un único órgano.

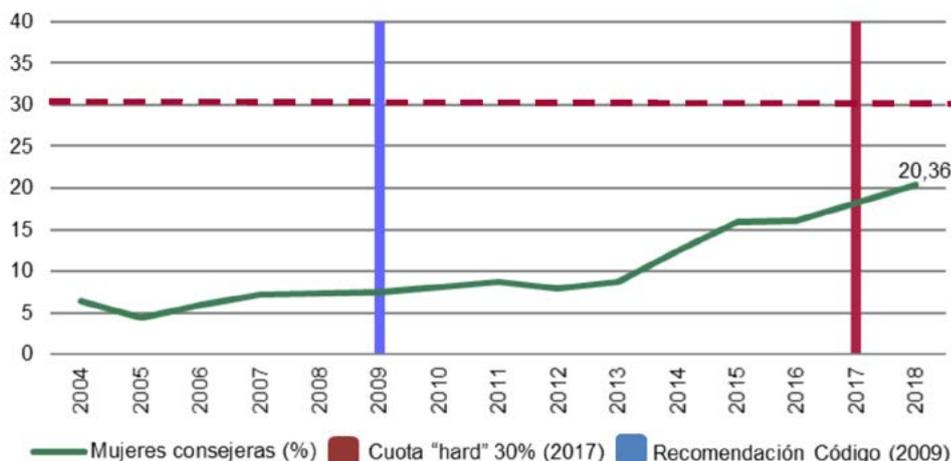


Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, Informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015¹⁵).

El gráfico 3 hace referencia a la evolución del porcentaje de mujeres consejeras en Austria, país que aprobó en julio de 2017 una cuota de género del 30 % en el consejo de supervisión, estableciendo como sanción la nulidad de los nombramientos que incumplan la legislación. Entre los años 2004 y 2013, se observa una tendencia constante con pequeños incrementos en el porcentaje de mujeres consejeras, que se sitúa entre el 5 % y el 10 %. Si bien es cierto que en Austria se introdujo una recomendación de diversidad de género en los consejos en su Código de gobierno corporativo de 2009, no es hasta los años 2013 y 2014 cuando se observa un incremento significativo en el porcentaje de mujeres consejeras, que se sitúa por encima del 10 %. En 2018, un año después de la aprobación de la cuota, las mujeres ocupan el 20,36 % de los puestos en los consejos de administración de las empresas del STOXX Europe 600 austriacas.

15 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

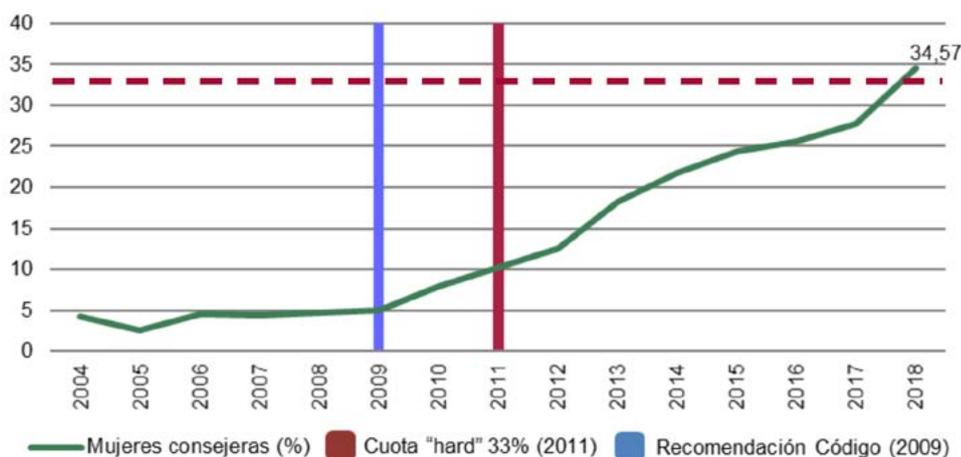
Presencia de mujeres consejeras en Austria: % de mujeres consejeras GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Mensi-Klarbach y Seierstad (2020¹⁶).

Bélgica (gráfico 4) aprobó en el año 2011 una cuota de género del 33 % en los consejos de administración. Las sanciones establecidas en caso de incumplimiento incluyen la nulidad de nombramientos que no respeten la cuota y una pérdida retributiva que sufrirían todos los consejeros con mandato en vigor mientras dure el incumplimiento. En Bélgica se observa que hasta el año 2009, el porcentaje de mujeres consejeras se situaba en torno al 5 %. A partir de 2009, coincidiendo con la introducción de una recomendación de género en el Código de gobierno corporativo, el porcentaje de mujeres consejeras comenzó a aumentar y se duplicó en dos años. Con la aprobación de la ley de cuotas, las mujeres pasaron de ocupar aproximadamente el 10 % de los puestos en los consejos al 34,57 % en 2018, superando las empresas de media la cuota del 33 %.

Presencia de mujeres consejeras en Bélgica: % de mujeres consejeras GRÁFICO 4



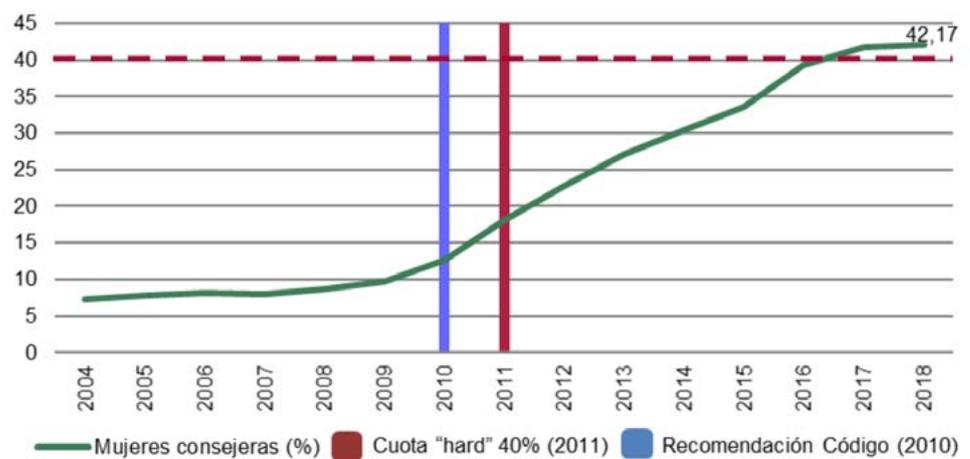
Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015¹⁷).

16 Mensi-Klarbach y Seierstad (2020) (op. cit.).

17 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (op. cit.).

En 2011, al igual que Bélgica, Francia (gráfico 5) aprobó una cuota de género para los consejeros no ejecutivos con sanciones muy parecidas a la cuota belga (nulidad de los nombramientos que no permitan cumplir con la cuota y suspensión de la retribución a consejeros por asistencia a juntas) pero con un umbral en el 40 %. El porcentaje de mujeres en los consejos de las empresas francesas ha experimentado una evolución creciente desde el año 2004, si bien no se observan incrementos significativos hasta 2010, año en que se supera el 10 % de mujeres consejeras. En ese año se introduce una recomendación de género en el Código de gobierno corporativo, y un año después (2011) se aprueba la cuota de género. Desde entonces, el porcentaje de mujeres consejeras continuó en aumento y superó el umbral del 40 % a partir del año 2016.

Presencia de mujeres consejeras en Francia: % de mujeres consejeras GRÁFICO 5

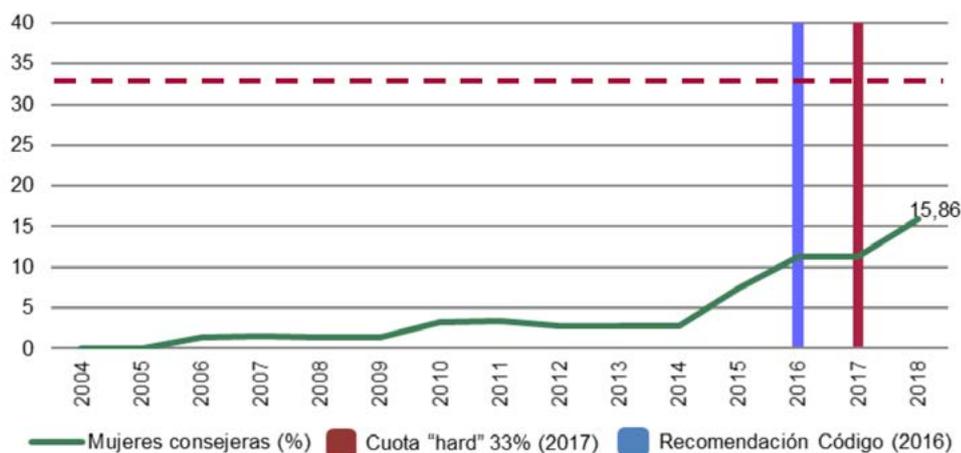


Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015¹⁸).

En Portugal (gráfico 6), el porcentaje de mujeres consejeras se situó por debajo del 5 % hasta el año 2015, aunque pasó del 2,8 % en 2014 al 7,5 % en 2015. En 2016, Portugal incluye una recomendación sobre diversidad de género en los consejos de administración en su Código de gobierno corporativo y un año más tarde, en 2017, aprueba una cuota de género del 33,3 %. Esta cuota establece un umbral del 20 % de mujeres consejeras hasta 2020 y del 33,3 % a partir de ese ejercicio, y los nombramientos que no cumplan con la normativa serán considerados provisionales. En el año 2018, el porcentaje de mujeres consejeras se situaba en un 15,86 %.

18 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

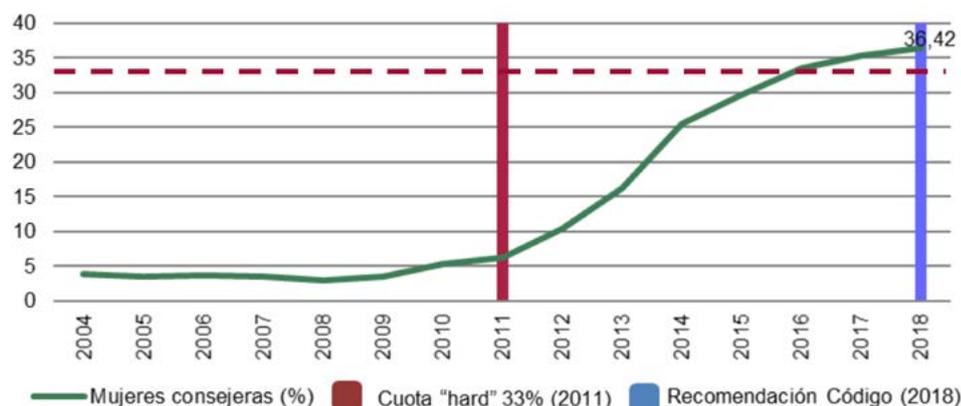
Presencia de mujeres consejeras en Portugal: % de mujeres consejeras GRÁFICO 6



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Mensi-Klarbach y Seierstad (2020¹⁹).

Si bien en Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Portugal las recomendaciones en los Códigos de gobierno corporativo han precedido a la aprobación de cuotas de género, en otros países como Italia y Noruega, las cuotas han precedido la regulación *soft*. Así, en Italia (gráfico 7), en el año 2011 se aprobó una cuota de género del 33 % estableciendo multas en caso de incumplimiento y no fue hasta 2018 cuando se introdujo una recomendación en el Código de gobierno corporativo. El porcentaje de mujeres consejeras en Italia era muy reducido hasta la aprobación de la cuota, situándose en 2011 en torno al 6 %. Con la introducción de la cuota de género, el porcentaje de mujeres en los consejos inicia una evolución creciente hasta alcanzar en el año 2016 el umbral establecido en la legislación y situarse en el 36,42 % en 2018.

Presencia de mujeres consejeras en Italia: % de mujeres consejeras GRÁFICO 7



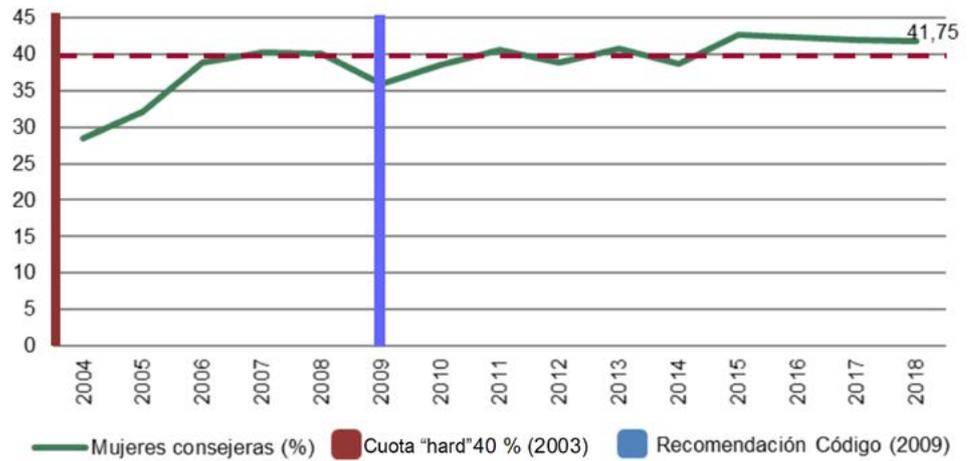
Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015²⁰).

19 Mensi-Klarbach y Seierstad (2020) (*op. cit.*).

20 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

Finalmente, en el gráfico 8 se muestra la evolución en la presencia de mujeres consejeras en Noruega, país pionero en la introducción de legislación de cuotas. Así en el año 2003, Noruega fue el primer país en introducir una cuota de género del 40 %, estableciendo como sanción la exclusión del mercado de valores de las empresas que no cumplieren la normativa. Así, en 2004, el porcentaje de mujeres consejeras alcanzó prácticamente el 30 % y a partir del año 2016 se situó en torno al 40 % establecido por la legislación.

Presencia de mujeres consejeras en Noruega: % de mujeres consejeras GRÁFICO 8



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, Informes anuales de gobierno corporativo de las empresas (IAGC) y European Corporate Governance Institute (ECGI): <https://ecgi.global/content/codes> y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015²¹).

3.2 Países con cuotas de género sin sanción *soft*

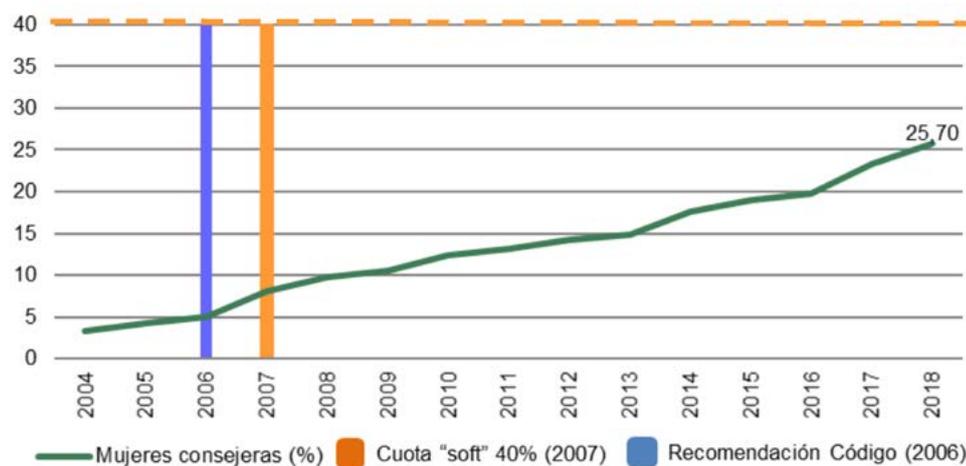
A continuación, en los gráficos 9 a 11, se muestra la evolución en la presencia de mujeres consejeras en las empresas del STOXX Europe 600 (2004/2018) de aquellos países que, si bien han introducido cuotas de género en los consejos de administración, estas no contemplan sanciones en caso de incumplimiento.

España (gráfico 9) fue uno de los primeros países europeos en introducir regulación en materia de diversidad de género en los consejos de administración a través de una recomendación en el Código unificado de buen gobierno de 2006 y, un año más tarde, a través de una cuota en la Ley de Igualdad. Con la aprobación de la Ley de Igualdad del año 2007, se estableció una cuota de género del 40 % en los consejos de administración, que, si bien no contempla sanciones en caso de incumplimiento, sí introduce un incentivo priorizando en la contratación pública a las empresas que, a igualdad de méritos, cumplan con la cuota. En España, el porcentaje de mujeres consejeras ha ido en continuo aumento desde un 4 % en 2004 hasta un 25,70 % en 2018; sin embargo, aún restan aproximadamente 15 puntos para alcanzar el 40 % de mujeres consejeras establecido en la Ley de Igualdad para el año 2015.

21 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

Presencia de mujeres consejeras en España: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 9

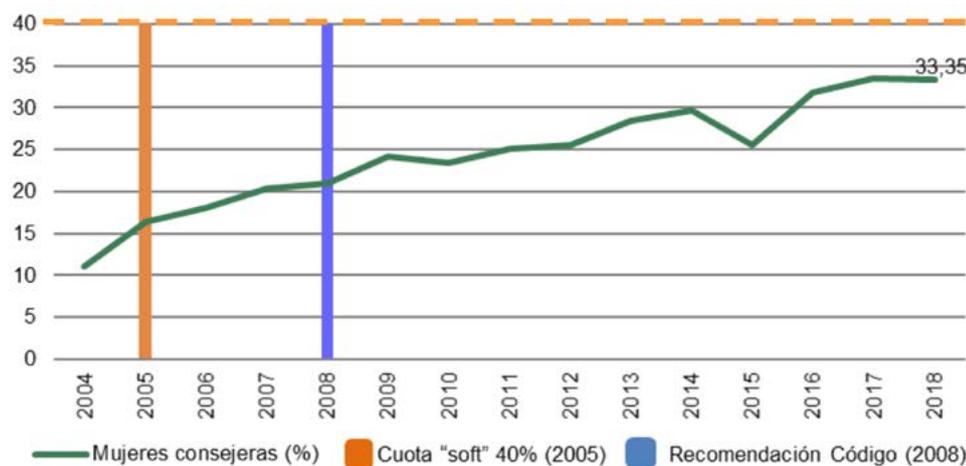


Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015²²).

Finlandia (gráfico 10) fue el primer país que introdujo una cuota *soft* del 40 % en el año 2005, si bien las empresas afectadas directamente por esta regulación son públicas. Al igual que ocurría en Italia y Noruega (países con cuota *hard*), Finlandia fue el tercer país que estableció una legislación de cuotas —en este caso, sin sanción— antes que recomendaciones en el Código de gobierno corporativo. La introducción de la recomendación tuvo lugar tres años más tarde, en 2008. En términos generales, la evolución de la presencia de mujeres en los consejos de administración en Finlandia ha ido en continuo aumento, con la excepción de un retroceso de 5 puntos porcentuales en el año 2016, siendo el porcentaje de mujeres consejeras del 33,35 % en 2018.

Presencia de mujeres consejeras en Finlandia: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 10



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015²³).

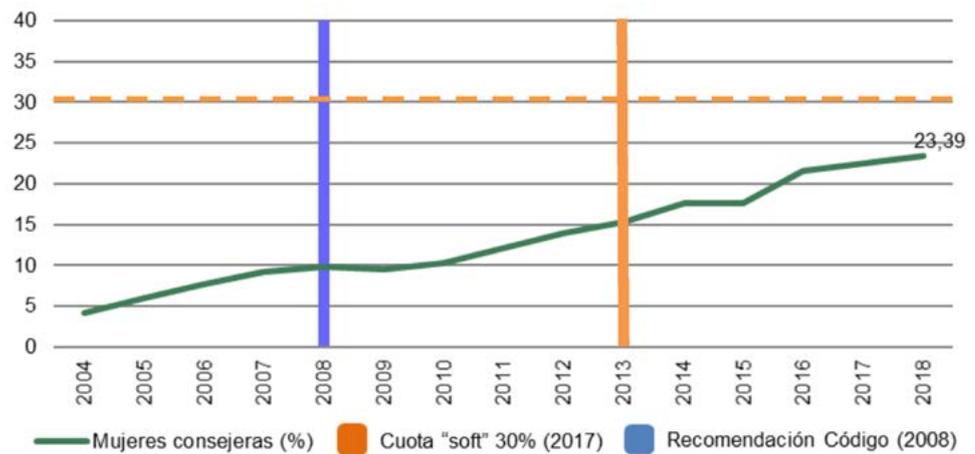
22 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

23 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

En los Países Bajos (gráfico 11) se observa un incremento en la presencia de mujeres en los consejos de administración durante el periodo de estudio. El Código de gobierno corporativo del año 2008 introdujo una recomendación sobre diversidad de género en los consejos de administración; sin embargo, no se observa un incremento en la presencia de mujeres consejeras derivado de esta regulación hasta el año 2011. En 2013, coincidiendo con la introducción de una cuota de género sin sanciones del 30 %, las mujeres ocupaban el 15 % de los puestos en los consejos de administración, porcentaje que había aumentado hasta el 23,39 % en 2018.

Presencia de mujeres consejeras en los Países Bajos: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 11



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas, ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>) y Mensi-Klarbach y Seierstad (2020²⁴).

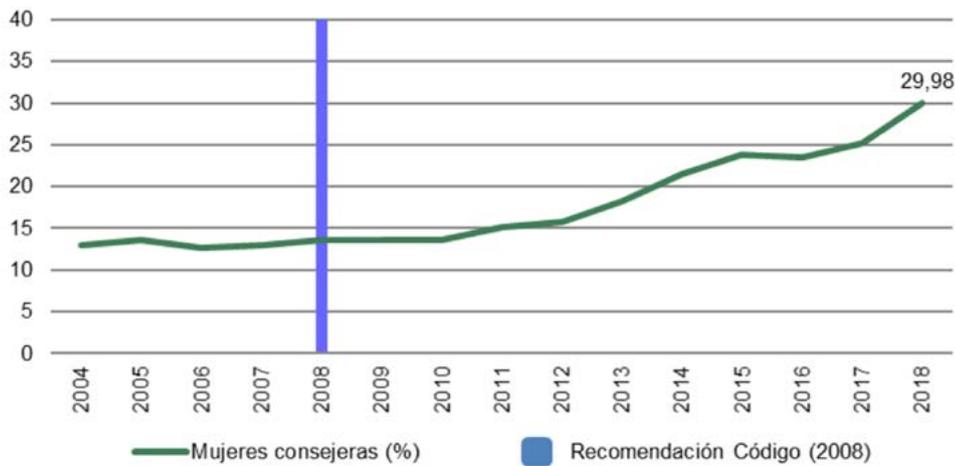
3.3 Países con recomendaciones de género en los Códigos de gobierno corporativo

En los gráficos 12 a 17, se muestra la evolución en la presencia de mujeres consejeras en aquellos países que han optado exclusivamente por introducir recomendaciones de género en los consejos de administración en los Códigos de gobierno corporativo.

En Dinamarca (gráfico 12) se introdujo la recomendación de género en el Código de gobierno corporativo del año 2008, sin embargo, el porcentaje de mujeres consejeras se mantiene prácticamente constante y aproximándose al 15 % hasta 2012. A partir del año 2012, coincidiendo con la Propuesta de Directiva Europea para establecer una cuota de género del 40 % en el ámbito de la Unión Europea, es cuando comienza a despuntar el porcentaje de mujeres consejeras en Dinamarca, que se sitúa prácticamente en el 30 % en el año 2018.

24 Mensi-Klarbach y Seierstad (2020) (*op. cit.*).

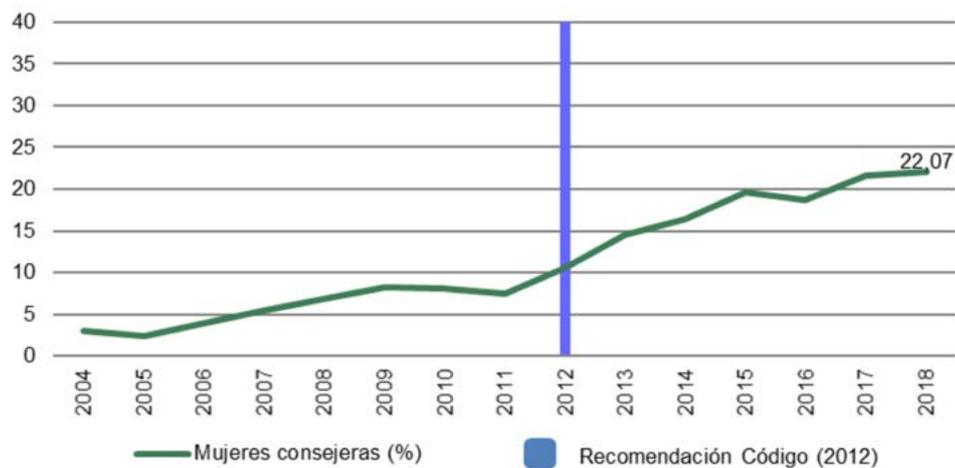
Presencia de mujeres consejeras en Dinamarca: % de mujeres consejeras GRÁFICO 12



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

En Irlanda (gráfico 13), el porcentaje de mujeres consejeras superó el umbral del 10 % en el año 2012, coincidiendo con la introducción de una recomendación de género en el Código de gobierno corporativo. Desde entonces y hasta el año 2015, el porcentaje de mujeres consejeras aumentó 10 puntos porcentuales en 3 años. Sin embargo, el incremento observado entre 2015 y 2018 es moderado, situándose en el 22,07 % en 2018.

Presencia de mujeres consejeras en Irlanda: % de mujeres consejeras GRÁFICO 13

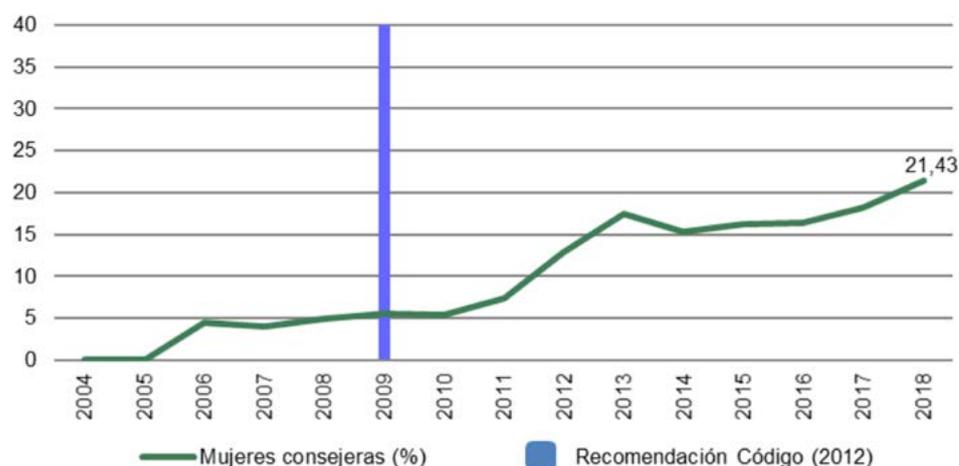


Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

En Luxemburgo (gráfico 14) se observan dos incrementos significativos en la evolución de la presencia de mujeres consejeras. El primero se produce en 2006, año en el que se incrementa la presencia de mujeres consejeras desde prácticamente cero a un 5 %, valor que se mantiene casi constante hasta el año 2010 (incluido). No es hasta 2011, dos años después de la introducción de una recomendación de género en el Código de gobierno corporativo, cuando se comienza a observar como el porcentaje de mujeres consejeras supera el umbral del 5 %, hasta alcanzar el 21,43 % en 2018.

Presencia de mujeres consejeras en Luxemburgo: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 14

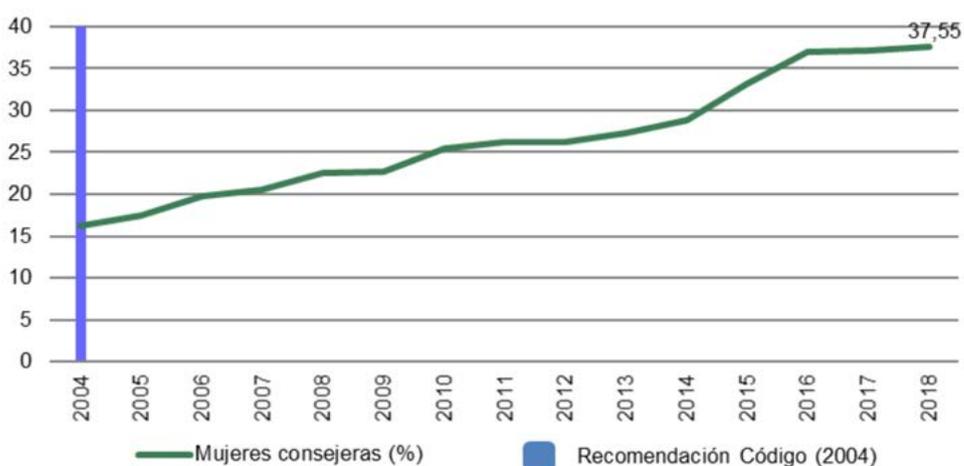


Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

Suecia (gráfico 15) fue el primer país en establecer una recomendación de género en los consejos de administración en el Código de gobierno corporativo del año 2004. Si bien en 2004 el porcentaje de mujeres consejeras en Suecia (16,27 %) era significativamente superior al observado en otros países, durante el periodo de estudio las mujeres han continuado ganando peso en los consejos de administración de una forma notable. Así, en el año 2018 el porcentaje de mujeres consejeras se situó en el 37,55 %, valor muy próximo al fijado por muchas de las cuotas de género establecidas en otros países europeos como, por ejemplo, España, Francia o Noruega.

Presencia de mujeres consejeras en Suecia: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 15

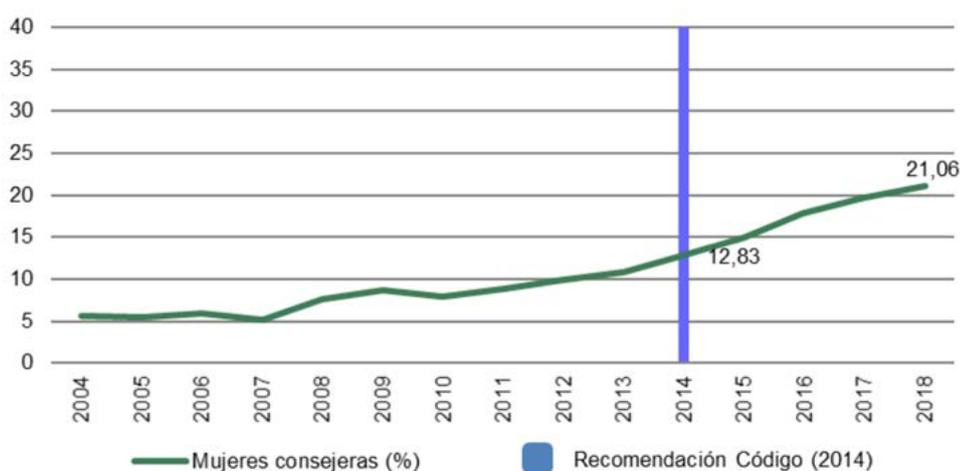


Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

Si bien en Suiza (gráfico 16) se ha introducido legislación de cuotas sin sanción en el año 2019²⁵, esta cuota no es considerada en este estudio, que analiza el periodo 2004-2018. La evolución en el porcentaje de mujeres consejeras en Suiza comienza a aumentar a partir del año 2007 por encima del 5 %. Desde entonces y hasta 2018 se observan incrementos moderados y continuados en el tiempo hasta alcanzar el 21,06 % en ese año. Tras la introducción en 2014 de una recomendación de género en el Código de gobierno corporativo no se observan incrementos significativos. La tasa de crecimiento observada 4 años antes de la introducción de la normativa (*i. e.* incremento entre 2010 y 2014) es del 61,59 %, mientras que la observada 4 años después (*i.e.* incremento entre 2018 y 2014) es tan solo ligeramente superior (64,14 %).

Presencia de mujeres consejeras en Suiza: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 16



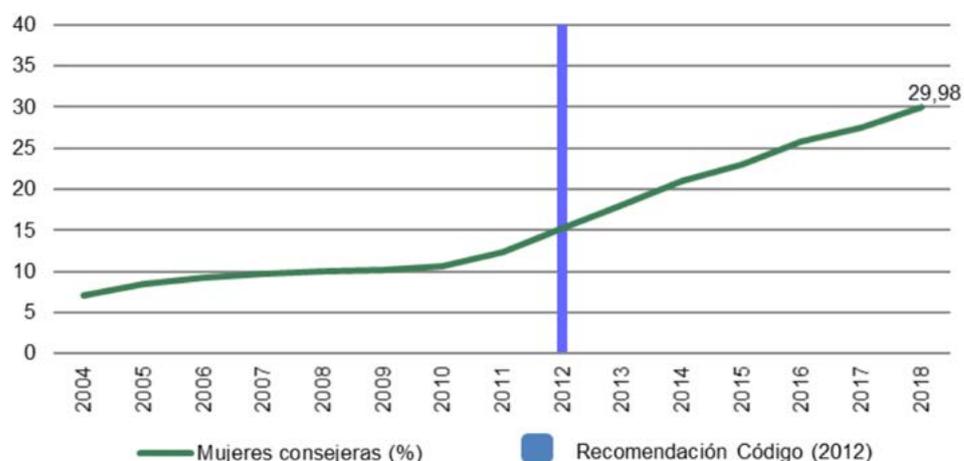
Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

El Reino Unido (gráfico 17) es uno de los países en los que las recomendaciones de género en los Códigos de gobierno corporativo han tenido un efecto muy significativo en el incremento de la presencia de mujeres en los consejos de administración. Así, el porcentaje de mujeres consejeras durante el periodo 2004-2010 se mantuvo prácticamente constante en torno al 10 %, mientras que en 2011, un año antes de la introducción de la recomendación en el Código de gobierno corporativo, el porcentaje de mujeres consejeras comenzó a aumentar de una forma continuada hasta alcanzar prácticamente el 30 % en el año 2018. Este porcentaje de mujeres consejeras alcanzado en 2018 en el Reino Unido coincide con el umbral fijado por muchas de las normativas de cuotas establecidas en Europa como, por ejemplo, en Alemania, Bélgica o los Países Bajos.

25 Swissinfo (2019) (*op. cit.*).

Presencia de mujeres consejeras en el Reino Unido: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 17



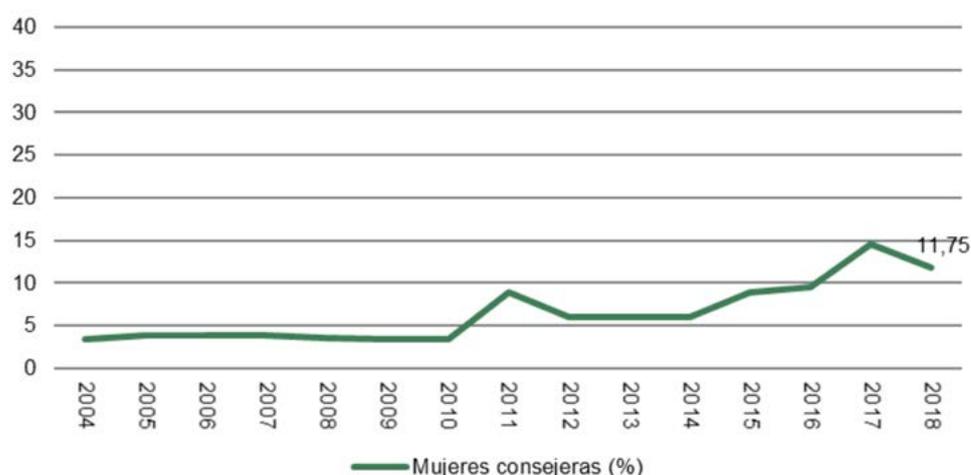
Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

3.4 Países sin regulación de género en los consejos de administración

Finalmente, entre los países representados en el STOXX Europe 600, la República Checa es el único país que no ha optado por introducir regulación de género en los consejos de administración. Tal y como se observa en el gráfico 18, la presencia de mujeres consejeras es muy reducida, situándose por debajo del 5 % hasta 2011. Entre los años 2010 y 2018, se observa un incremento moderado en el porcentaje de mujeres consejeras, que se situaba en términos generales en un 11,75 % en 2018. La República Checa es el único país representado en el STOXX Europe 600 que, junto con Portugal (que introdujo normativa recientemente, en 2016 y 2017), no superaba el umbral del 20 % de mujeres consejeras en sus grandes empresas cotizadas en 2018.

Presencia de mujeres consejeras en la República Checa: % de mujeres consejeras

GRÁFICO 18



Fuente: Elaboración propia a partir de BoardEx, IAGC de las empresas y ECGI (<https://ecgi.global/content/codes>).

4 Efectividad de la regulación de género en los consejos de administración

En esta sección se describe la efectividad de las diferentes normativas de diversidad de género adoptadas en Europa entre los años 2004 y 2018 en los consejos de administración y comisiones de empresas pertenecientes al STOXX Europe 600 en 2018²⁶.

Si bien las distintas normativas tienen como objetivo aumentar la diversidad de género en los consejos de administración de las empresas, también se analiza si el efecto de la regulación de género se traslada a las diferentes comisiones del consejo. Para ello, se ha construido un índice a través de un análisis de componentes principales (ACP) que recoge la diversidad de género en las comisiones de auditoría, de nombramientos y de retribuciones.

En el cuadro 2 se resumen los principales efectos encontrados a través de un análisis de datos de panel utilizando el estimador GMM (Arellano y Bond, 1991²⁷) que permite controlar la heterogeneidad inobservable y los problemas de endogeneidad²⁸.

Efecto de la regulación sobre diversidad de género en la presencia de mujeres en el gobierno corporativo

CUADRO 2

	Mujeres consejeras (%)	Índice de diversidad de género en las comisiones
Recomendación en Código de gobierno corporativo	✓	✓
Cuota <i>soft</i>	No	No
Cuota <i>hard</i>	✓	✓

Nota: ✓ indica que el coeficiente de las variables relativas a la normativa de diversidad de género es significativo positivo, reflejando el tamaño el nivel de significatividad (a mayor tamaño, mayor nivel de significatividad); "No" indica que el coeficiente de las variables relativas a la normativa de diversidad de género no es significativo.

Los análisis revelan que la regulación más efectiva para incrementar la presencia de mujeres consejeras es la legislación de cuotas con sanciones en caso de incumplimiento. Además, las recomendaciones de género introducidas en los Códigos de gobierno corporativo contribuyen de forma significativa a incrementar la presencia

26 De las 600 empresas que componían el índice en 2018, se han excluido aquellas con domicilio en Bermudas, Chipre, Isla de Man, Jersey, México o Sudáfrica y aquellas empresas (u observaciones) para las cuales no se ha podido conseguir información sobre el gobierno corporativo o sobre las características financieras.

27 Arellano, M. y Bond, S. (1991). «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations». *Review of Economic Studies*, n.º 58, pp. 277–297.

28 Los modelos incluyen, además de las variables independientes relativas a las normativas de género, una serie de variables que permiten controlar por las características de la empresa, el país y el año. En concreto, estas variables son: el logaritmo de valor en libros del activo total como medida del tamaño de la empresa, la ratio de endeudamiento (valor en libros de la deuda total/valor en libros del activo total), el número total de consejeros como medida del tamaño del consejo, *dummies* sectoriales y *dummies* por país y año.

femenina en los consejos, contradiciendo este resultado estudios previos²⁹ que señalan que este tipo de regulación no consigue incrementar notablemente el porcentaje de mujeres consejeras. Por el contrario, no se observa un incremento significativo de la diversidad de género en los consejos en el caso de las cuotas sin sanción.

Cuando se analiza el efecto que tiene la regulación sobre la diversidad de género en las comisiones del consejo, se observa, al igual que ocurría con el porcentaje de mujeres consejeras, que las cuotas sin sanción no influyen de forma significativa en la diversidad en estos órganos de gobierno corporativo. Sin embargo, en este caso son las recomendaciones de género incluidas en los Códigos de gobierno corporativo las que tienen un mayor impacto en el incremento de la diversidad de género en las comisiones.

5 Factores institucionales formales e informales y efectividad de la regulación de género en los consejos de administración

El análisis descriptivo desarrollado en la sección 3 muestra que la evolución de la presencia de mujeres consejeras no sigue siempre el mismo patrón, incluso para países que han adoptado normativa de género del mismo tipo (cuota *hard*, cuota *soft* o código). Este comportamiento, junto con los resultados de la literatura reciente, sugiere la importancia de factores institucionales tanto en la adopción de legislación sobre diversidad de género en los consejos como en su impacto. Por ejemplo, Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015³⁰) proponen que la legislación sobre cuotas está relacionada con la existencia de determinados aspectos institucionales, e Iannotta, Gatti y Huse (2016³¹) sugieren que las cuotas pueden no cumplir totalmente su función si no se consideran aspectos institucionales en su diseño e implementación. Esta evidencia indica, por tanto, la importancia de los factores institucionales al analizar la normativa relativa a la diversidad de género en los consejos. Los estudios que examinan estos aspectos con una perspectiva comparada son escasos; no obstante artículos recientes³² señalan, por ejemplo, la importancia de considerar tanto los factores institucionales como los relativos a las características de las empresas y a su gobierno corporativo al estudiar el impacto de la normativa relativa a la diversidad de género en los consejos.

En esta sección se resumen los principales resultados encontrados en el análisis de la influencia que tienen los entornos institucionales, formales e informales, en la efectividad de la regulación de la diversidad de género sobre la presencia de mujeres

29 Sojo, V. E., Wood, R. E., Wood, S. A. y Wheeler, M. A. (2016). «Reporting requirements, targets, and quotas for women in leadership». *The Leadership Quarterly*, n.º 27, pp. 519-536.

30 Terjesen, Aguilera y Lorenz (2015) (*op. cit.*).

31 Iannotta, M., Gatti, M. y Huse, M. (2016). «Institutional complementarities and gender diversity on boards: a configurational approach». *Corporate Governance: An International Review*, n.º 24, pp. 406-427.

32 Grosvold, J., Rayton, B. y Brammer, S. (2016). «Women on Corporate Boards. A Comparative Institutional Analysis». *Business & Society*, n.º 55, pp. 1157-1196; Iannotta, Gatti y Huse (2016) (*op. cit.*).

en los consejos de administración y en las comisiones de auditoría, nombramientos y retribuciones en las empresas de STOXX Europe 600³³.

En concreto se analiza, considerando también las características de las empresas a través de una serie de variables de control incluidas en los modelos GMM³⁴, la influencia de los siguientes factores institucionales en la efectividad de la normativa:

- **Calidad de gobierno.** La calidad del gobierno se mide a través de seis variables continuas³⁵: i) en qué medida se controla el ejercicio del poder público para beneficio privado (control de corrupción); ii) hasta qué punto los agentes confían en las reglas de la sociedad y las acatan (estado de derecho); iii) la capacidad del Gobierno para llevar a cabo programas y regulaciones que promuevan el desarrollo del sector privado (calidad regulatoria); iv) calidad de los servicios públicos, de los empleados estatales, de la formulación de políticas y de la aplicación de estas políticas, así como la credibilidad del compromiso del Gobierno nacional con dichas políticas (efectividad de gobierno); v) probabilidad de estabilidad política (estabilidad política), y vi) en qué medida los ciudadanos tienen libertad para escoger a sus representantes públicos y Gobierno y ejercer la libertad de expresión y asociación (voz y rendición de cuentas). Estas seis variables se han resumido a través de un índice construido mediante un análisis de componentes principales (ACP): *Índice de calidad de gobierno*.
- **Mujeres en órganos de decisión.** La presencia de mujeres en órganos de decisión se captura a través del porcentaje de *mujeres parlamentarias*, tanto en la cámara alta como en la cámara baja³⁶.
- **Cultura.** La cultura de los países se mide a través de las dimensiones culturales de Hofstede³⁷:
 - i) *Distancia al poder*: grado en el que los miembros menos poderosos de una sociedad aceptan y esperan que el poder se distribuya de manera desigual (valores altos: aceptación; valores bajos: rechazo).
 - ii) *Individualismo*: grado en el que los miembros de una sociedad se identifican como individuos (valores altos: individualismo) versus como miembros de un grupo o colectivo (valores bajos: colectivismo).

33 Martínez-García, I. y Gómez-Ansón, S. (2020). «Effectiveness of gender diversity regulation on boards in Europe: The role of the institutional context» (próximamente Documento de trabajo de la CNMV o trabajo no publicado...).

34 Logaritmo de valor en libros del activo total como medida del tamaño de la empresa, la ratio de endeudamiento (valor en libros de la deuda total/valor en libros del activo total), el número total de consejeros como medida del tamaño del consejo y *dummies* sectoriales. Además, los modelos incluyen variables *dummies* por país y año.

35 Banco Mundial (2020). *Worldwide Governance Indicators*. Disponible en: info.worldbank.org/governance/wgi/

36 Instituto Europeo de la Igualdad de Género (EIGE). (2020). *Gender statistics database*. Disponible en: <https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs>

37 Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Sage Publishing, Beverly Hills.

- iii) *Masculinidad*: preferencias por valores tales como el heroísmo, la asertividad, el éxito y las recompensas materiales (valores altos: masculinidad) versus preferencias por la cooperación, la modestia, el cuidado de los débiles y la calidad de vida (valores bajos: feminidad).
- iv) *Aversión a la incertidumbre*: grado en el que los miembros de una sociedad se sienten incómodos con la incertidumbre y la ambigüedad (valores altos: aversión a la incertidumbre; valores bajos: tolerancia de la incertidumbre).
- v) *Orientación a largo plazo*: en qué medida la sociedad está orientada hacia recompensas futuras, más abierta al cambio y dispuesta a hacer sacrificios en el presente en aras de beneficios en el futuro (valores altos: orientación a largo plazo) versus sociedades con un alto respeto por las tradiciones y disposición a mantenerlas.
- vi) *Indulgencia*: en qué medida las sociedades se dejan llevar por sus deseos e impulsos (valores altos: indulgencia) versus en qué medida las sociedades se rigen por roles de género estrictamente prescritos (en el trabajo y en el hogar) o normas sexuales estrictas y presentan una mayor preocupación por mantener el orden en la nación en lugar de la libertad de expresión (valores bajos: restricción).

Estas variables se incluyen en los modelos de forma independiente e interactúan con la variable *Regulación*, que toma el valor 0 cuando la empresa no se ve afectada por ningún tipo de regulación de género, 1 cuando se ve afectada exclusivamente por una recomendación de diversidad de género incluida en un Código de gobierno corporativo, 2 si se ve afectada por una legislación de cuotas sin sanción (ya sea de forma aislada o además de una recomendación en un Código) y 3 si se ve afectada por una cuota con sanción (de forma aislada o además de una recomendación en un Código). La variable *Regulación* permite recoger toda la regulación de género en una única variable, capturando además cuán vinculante es la normativa.

En el cuadro 3 se resumen los principales encontrados (*i. e.* si el coeficiente de las interacciones entre las variables institucionales y la variable *Regulación* es significativo positivo (✓), negativo (✗) o no significativo (No)).

	Mujeres consejeras (%)	Índice de diversidad de género en las comisiones
Regulación	✓	✓
Índice de calidad de gobierno × Regulación	✗	✓
Mujeres parlamentarias (%) × Regulación	✗	✗
Distancia al poder × Regulación	✓	✓
Individualismo × Regulación	✓	No
Masculinidad × Regulación	No	✗
Aversión a la incertidumbre × Regulación	✓	✓
Orientación a largo plazo × Regulación	✗	✗
Indulgencia × Regulación	No	✓

Nota: ✓ indica que el coeficiente de las interacciones entre las variables institucionales y la variable *Regulación* es significativo positivo; ✗ indica que el coeficiente de las interacciones entre las variables institucionales y la variable *Regulación* es negativo; «No» indica que el coeficiente de las interacciones entre las variables institucionales y la variable *Regulación* no es significativo.

Los resultados revelan que el *índice de calidad de gobierno* modera negativamente la influencia positiva de la normativa de género en la presencia de *mujeres consejeras*. Los países con una calidad de gobierno alta tienen más mujeres consejeras, pero a medida que aumenta la calidad de gobierno disminuye la efectividad de la regulación sobre esta materia en los consejos de administración. Sin embargo, cuando se analiza el papel de la calidad de gobierno en la influencia de la regulación de la diversidad de género en las comisiones del consejo (*Índice de diversidad de género en las comisiones*), los resultados muestran el efecto contrario: la calidad de gobierno potencia el efecto de la regulación de género incrementando la presencia de mujeres en las comisiones de auditoría, nombramientos y retribuciones.

Con respecto a la influencia de la presencia de mujeres en los parlamentos nacionales en la relación entre regulación y presencia de mujeres en los consejos de administración y comisiones, los resultados muestran un efecto moderador negativo. Es decir, la influencia positiva de la *regulación* de diversidad de género en la presencia de mujeres en el consejo y en las comisiones es menor a medida que la *presencia de mujeres parlamentarias* aumenta.

Los resultados relativos al efecto moderador de la cultura son variados. Muestran que la efectividad de la regulación para incrementar la presencia de mujeres en el consejo y en las comisiones es mayor en aquellos países que se caracterizan por presentar valores altos en las dimensiones culturales *distancia al poder* y *aversión a la incertidumbre*, y valores bajos en la dimensión *orientación a largo plazo*. Adicionalmente, se observa que las dimensiones *individualismo*, *masculinidad* e *indulgencia* no influyen de la misma forma en la relación entre regulación y presencia femenina en consejos y comisiones. Así, unos niveles de individualismo altos potencian el efecto positivo de la regulación en la presencia de mujeres en los consejos, pero no influyen en la relación entre regulación y diversidad de género en las comisiones. Por el contrario, la masculinidad y la indulgencia no influyen en el impacto de la

regulación en la presencia de *mujeres consejeras*, pero sí moderan el efecto positivo de la regulación en el *índice de diversidad de género en las comisiones*. Así, en países con bajos niveles de masculinidad y altos niveles de indulgencia, el efecto positivo de la regulación para incrementar la presencia de mujeres en las comisiones de auditoría, nombramientos y retribuciones se ve fortalecido.

6 Normativa de género en consejos de administración y entorno institucional en España

En esta sección se describe el entorno institucional en España, comparándolo con los valores medios observados para los 17 países que han sido objeto de análisis en este estudio³⁸, y se describe con un mayor grado de detalle la normativa de género introducida en el ámbito nacional. El objetivo de este análisis es contextualizar a España en los análisis desarrollados en las secciones anteriores.

España ha sido uno de los primeros países en introducir normativa sobre diversidad de género en los consejos de administración, además de someterla a continua revisión y actualización (cuadro 1). Así, España fue el segundo país —después de Suecia— en introducir una recomendación de género en los consejos de administración en el Código unificado de buen gobierno de 2006³⁹. La Recomendación 14 establecía que: «Cuando sea nulo o escaso el número de consejeras, el Consejo explique los motivos y las iniciativas adoptadas para corregir tal situación; y que, en particular, la Comisión de nombramientos vele para proveerse de nuevas vacantes: a) los procesos de selección no adolezcan de sesgos implícitos que obstaculicen la selección de consejeras; b) la compañía busque deliberadamente, e incluya entre los potenciales candidatos, mujeres que reúnan el perfil profesional buscado». El Código unificado de buen gobierno fue revisado y actualizado en 2013⁴⁰, aunque no se modificó la recomendación de género. En el año 2015, el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas sí modificó la recomendación introduciendo un porcentaje de mujeres consejeras de, al menos, el 30 % en 2020⁴¹. Actualmente, este Código se encuentra en fase de modificación y, entre otros aspectos, se ha propuesto modificar la recomendación sobre diversidad de género incrementando el umbral de mujeres recomendado del 30 % al 40 %⁴².

38 Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Portugal, Suecia, Suiza, Reino Unido y República Checa

39 Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2006). Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_unificado_Esp_04.pdf

40 Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2013). Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido_JUNIO2013.pdf

41 Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015). Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Codigo_buen_gobierno.pdf

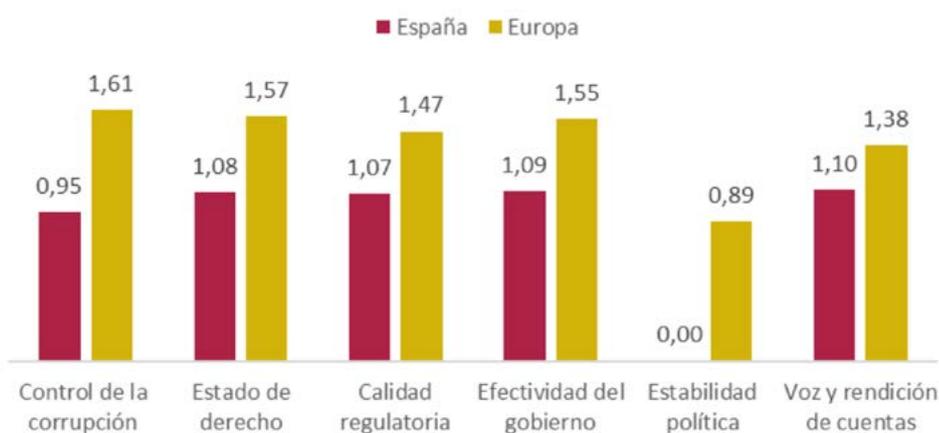
42 CNMV (2019). *CNMV somete a consulta pública la modificación de determinadas recomendaciones del código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Nota de prensa, 15 de enero de 2019. Disponible en: <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={8381aade-130b-413d-8e39-c157765d3abf}>

Con respecto a la legislación de cuotas, España fue el tercer país —tan solo por detrás de Noruega y Finlandia— que introdujo una cuota de género en la Ley de Igualdad de 2007⁴³. Esta legislación estableció una cuota de género del 40 % a cumplir en el año 2015 para las empresas cotizadas y no cotizadas que tengan que presentar la cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada. Si bien esta cuota no contempla sanciones en caso de incumplimiento, sí estableció un incentivo por el cual, a igualdad de méritos, las empresas que cumplan con la cuota de género tendrán preferencia en la formalización de contratos con las Administraciones públicas. En octubre de 2018, la vicepresidenta del Gobierno anunció una nueva ley de cuotas que contemplaría el establecimiento de cuotas con sanción⁴⁴, habiendo aprobado el Congreso de los Diputados la tramitación de la propuesta de ley por la vía de urgencia⁴⁵. Sin embargo, con la finalización de la XII legislatura, esta propuesta de ley quedó en punto muerto⁴⁶.

Con respecto a los entornos institucionales, en el gráfico 19 se muestran los valores medios que alcanzan los diferentes indicadores de calidad de gobierno en España y en los restantes 16 países objeto de análisis en este estudio durante el periodo 2004-2018. Estos indicadores toman valores comprendidos entre -2,5 y 2,5 y, como se puede observar, en España los indicadores de calidad de gobierno toman valores inferiores a los observados para la media europea, siendo especialmente significativo en cuanto a valor y diferencia con respecto a Europa el indicador de *estabilidad política*.

Indicadores de calidad de gobierno

GRÁFICO 19



Fuente: Elaboración propia a partir del Banco Mundial (info.worldbank.org/governance/wgi/).

43 Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-6115>

44 Expansión (2018). *El Gobierno prepara cuotas obligatorias en los puestos directivos por la vía de urgencia*, 2 de octubre de 2018. Disponible en: <https://www.expansion.com/economia/2018/10/02/5bb34489468aeb1c7b8b4646.html>

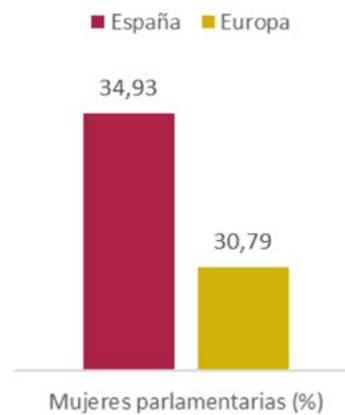
45 Expansión (2018). *El Congreso aprueba tramitar la ley que obliga a una cuota femenina en los consejos*, 18 de octubre 2018. Disponible en: <https://www.expansion.com/economia/2018/10/16/5bc5cdefe5fdea20038b4618.html>

46 El Periódico de Aragón (2019). *Las medidas que quedan en punto muerto*, 15 de febrero de 2019. Disponible en: https://www.elperiodicodearagon.com/noticias/espana/medidas-quedan-punto-muerto_1343259.html

En relación con la presencia de mujeres en política, en el gráfico 20 se observa que en España el porcentaje medio de mujeres parlamentarias durante el periodo 2004-2018 (34,93 %) es ligeramente superior al observado en Europa para el mismo periodo (30,79 %). Estos valores superiores observados en la política reflejan la introducción de una cuota de género obligatoria del 40 % en las listas electorales a través de la Ley de Igualdad del año 2007⁴⁷.

Mujeres en órganos de decisión

GRÁFICO 20

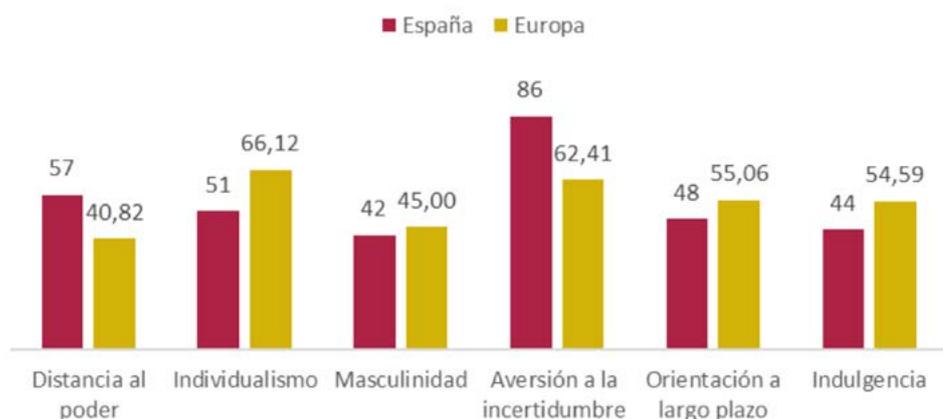


Fuente: Elaboración propia a partir del Instituto Europeo de la Igualdad de Género (<https://eige.europa.eu/gender-statistics/dgs>).

Finalmente, en las dimensiones culturales (gráfico 21), España presenta mayores niveles de *distancia al poder* y *aversión a la incertidumbre*. Por el contrario, presenta unos niveles más bajos de *individualismo*, *masculinidad*, *orientación a largo plazo* e *indulgencia* con respecto a la media de los 17 países europeos de la muestra.

Dimensiones culturales de Hofstede

GRÁFICO 21



Fuente: Elaboración propia a partir de Hofstede Insights (www.hofstede-insights.com).

47 Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres. Disponible en: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-6115>

Del análisis sobre la influencia del entorno institucional en el impacto de la normativa para incrementar la presencia de mujeres en los consejos de administración (sección 5) se desprende que una mayor calidad de gobierno y una mayor presencia de mujeres en los parlamentos nacionales influyen de forma negativa en la efectividad de la normativa. Por el contrario, la efectividad de la regulación aumenta en países con niveles altos de distancia al poder, individualismo, aversión a la incertidumbre y orientación a corto plazo⁴⁸. Por tanto, España presenta las características relativas al entorno institucional (excepto para el indicador de mujeres en órganos de decisión e individualismo) que potenciarían el impacto de las regulaciones de diversidad de género más vinculantes (*i. e.* cuotas con sanciones⁴⁹) e incrementarían la presencia de mujeres en los consejos de administración.

Sin embargo, aunque España ha sido uno de los primeros países en introducir normativa de diversidad de género en los consejos de administración y esta normativa está en continua revisión y actualización, la presencia de mujeres en los consejos de administración españoles está aún por debajo de los umbrales establecidos por la normativa⁵⁰. Así, según los últimos datos publicados por la CNMV para el año 2018⁵¹, el porcentaje de mujeres consejeras se sitúa en el 19,9 % para el conjunto de las empresas cotizadas, en el 23,9 % para el Ibex 35 y, según el presente estudio (gráfico 9), en el 25,7 % para las empresas españolas que forman parte del índice STOXX Europe 600.

7 Conclusiones

Este artículo analiza el impacto de las recomendaciones sobre diversidad de género en los consejos de administración incluidas en Códigos de gobierno corporativo y de la legislación sobre cuotas de género en los consejos, con o sin sanción, para incrementar la presencia de mujeres en el gobierno corporativo (*i. e.* consejos de administración y comisiones) de las empresas del índice bursátil STOXX Europe 600 durante el periodo 2004-2018.

Los resultados muestran que la diversidad de género en los consejos y en sus comisiones es mayor en aquellos países que han introducido recomendaciones de género en los Códigos de gobierno corporativo y cuotas con sanción. Sin embargo, la introducción de cuotas sin sanción —o cuotas *soft*— no supone un incremento significativo en la presencia de mujeres en el gobierno corporativo. Estos resultados difieren

48 Nótese que se observaba un efecto moderador negativo de la dimensión *orientación a largo plazo* en la efectividad de la normativa para incrementar el porcentaje de mujeres consejeras.

49 Nótese que la variable *regulación* recoge cuán vinculante es la normativa.

50 Para profundizar en el efecto de la normativa de diversidad de género española en las empresas cotizadas durante el periodo 2004-2006 véase: Martínez-García, I., Sacristán-Navarro, M. y Gómez-Ansón, S. (2020). «Diversidad de género en los consejos de administración: El efecto de la normativa en la presencia de mujeres en las empresas españolas cotizadas». *Revista Internacional de Investigación en Comunicación aDResearch ESIC*, Vol. 22, n.º 22, pp. 60-81. Disponible en: https://adresearch.esic.edu/wp-content/uploads/2020/03/aDResearch_22_libro_web3.pdf

51 CNMV (2020). *Presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas*. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Consejerasydirectivas_2018.pdf

con respecto a la evidencia empírica previa. Así, Sojo, Wood, Wood, y Wheeler (2016⁵²) observan que las cuotas de género, con y sin sanción, incrementan de forma notable la presencia femenina en los consejos, mientras que las recomendaciones de género en los códigos no tienen un efecto significativo en la diversidad de género en los consejos. Los resultados de nuestro estudio también muestran que, mientras que las cuotas con sanción son el mecanismo más efectivo para incrementar la presencia de mujeres consejeras, las recomendaciones de género en los Códigos de gobierno corporativo son el instrumento que más contribuye a incrementar la diversidad de género en las comisiones de auditoría, nombramientos y retribuciones.

Además, los resultados sugieren que el entorno formal e informal modera la relación entre la regulación y la presencia de mujeres en el gobierno corporativo. La efectividad de la regulación de género es menor en países con una alta calidad de gobierno y elevada presencia de mujeres en política. Por el contrario, dicha efectividad se ve potenciada en aquellos países con características culturales como elevados niveles de distancia al poder, individualismo, aversión a la incertidumbre y orientación a corto plazo. Los análisis indican asimismo diferencias en el papel que juega el entorno institucional como moderador de la relación entre la normativa de diversidad de género y la presencia de mujeres como miembros del consejo de administración o de las comisiones del consejo. En conjunto, este estudio aporta evidencia empírica sobre la importancia del entorno institucional formal e informal en la efectividad de la normativa sobre diversidad de género en los consejos de administración y permite, a su vez, contextualizar el caso español. El contexto institucional en España potenciaría, en términos generales, el impacto de las regulaciones sobre diversidad de género más vinculantes (*i. e.* cuotas con sanciones) en la diversidad de los consejos.

Este trabajo presenta una serie de limitaciones, que podrían abordarse en futuras investigaciones; entre ellas: solo se consideran empresas europeas y, por tanto, los resultados no pueden generalizarse a otros entornos institucionales y hay factores institucionales que no se han considerado, por ejemplo, aquellos relacionados con el estado del bienestar, las características del mercado laboral o los sistemas educativos. Además de estos posibles temas de investigación asociados a las limitaciones indicadas, existen también otras posibles futuras líneas de investigación prometedoras. En este sentido, investigaciones futuras podrían considerar el potencial efecto de la estructura de la propiedad de las empresas diferenciando, por ejemplo, entre empresas familiares y no familiares. Sería también interesante considerar el impacto de la regulación de género y el papel moderador del entorno institucional en otras variables de interés, por ejemplo, en la tipología de las mujeres consejeras (*i. e.* porcentaje de mujeres consejeras ejecutivas, no ejecutivas o ejecutivas) o en los perfiles educativos y profesionales de las mujeres consejeras.

52 Sojo, V. E., Wood, R. E., Wood, S. A., y Wheeler, M. A. (2016). «Reporting requirements, targets, and quotas for women in leadership». *The Leadership Quarterly*, n.º 27, pp. 519-536.

III Anexo legislativo

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

Normativa CNMV

- **Resolución de 4 de febrero de 2020, de la Presidencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por la que se publica el Convenio con la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, por el que se concede una subvención a la fundación para la financiación de las actividades y cumplimiento de los fines fundacionales durante 2020.

El objeto del convenio es la concesión por parte de la CNMV de una subvención nominativa para el ejercicio 2020 a la Fundación IIMV para financiar con carácter general su presupuesto de gastos ordinarios.

- **Acuerdo de 3 de marzo de 2020, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, por el que se nombran vocales del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- **Resolución de 20 de marzo de 2020, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, sobre la suspensión de plazos administrativos prevista en el Real Decreto 463/2020, relativo al estado de alarma.

Se consideran indispensables para la protección del interés general y para el funcionamiento básico de los servicios encomendados a la CNMV, a los efectos de lo recogido en la disposición adicional tercera del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, los procedimientos administrativos de autorización cuya instrucción corresponde a la Dirección General de Entidades o a la Dirección General de Mercados en todos aquellos supuestos susceptibles de producir efectos favorables para los interesados, así como todas aquellas actuaciones o procedimientos a través de los cuales se concretan las actuaciones de supervisión en general de la CNMV en relación con el mercado de valores y las entidades sujetas a su supervisión.

En todo caso, deberá atenderse en dichos procedimientos a causas justificadas de los interesados en el procedimiento derivadas de la situación de crisis sanitaria provocada por el COVID-19.

Se delega en el Comité Ejecutivo de la CNMV la competencia para resolver motivadamente sobre la inclusión de otros procedimientos administrativos distintos a los previstos en esta resolución.

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 3/2020, de 4 de febrero**, de medidas urgentes por el que se incorporan al ordenamiento jurídico español diversas directivas de la Unión Europea en el ámbito de la contratación pública en determinados sectores; de seguros privados; de planes y fondos de pensiones; del ámbito tributario y de litigios fiscales.

Con este real decreto-ley se completa la trasposición del paquete de directivas comunitarias que en materia de contratación pública aprobó la Unión Europea en 2014, esto es, además de la Directiva 2014/25/UE, relativa a la contratación por entidades que operan en los sectores del agua, la energía, los transportes y los servicios postales, y la Directiva 2014/23/UE, relativa a la adjudicación de contratos de concesión, la Directiva 2014/24/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de febrero de 2014, sobre contratación pública.

El sistema legal de contratación pública que se establece en este real decreto-ley completa lo dispuesto en la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público —a la cual se hacen diversas remisiones a lo largo del articulado—, persigue aclarar las normas vigentes en aras de una mayor seguridad jurídica y trata de conseguir que se utilice la contratación pública como instrumento para implementar las políticas tanto europeas como nacionales en materia social, medioambiental, de innovación y desarrollo y de promoción de las pymes.

En materia de seguros, se traspone la Directiva (UE) 2016/97 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de enero de 2016, sobre la distribución de seguros. La incorporación de la mencionada directiva al ordenamiento jurídico español implicaba introducir importantes modificaciones en la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados. Esta circunstancia, así como la necesidad de fortalecer las obligaciones de información en la distribución de productos de inversión basados en seguros, entre otros, han aconsejado la elaboración de una nueva norma con rango de ley que sustituyese a la Ley 26/2006, de 17 de julio.

Asimismo se traspone parcialmente la Directiva (UE) 2016/2341 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2016, relativa a las actividades y la supervisión de los fondos de pensiones de empleo, para lo cual se modifica el texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre.

El título III del libro segundo del Real Decreto-ley 3/2020 traspone parcialmente la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas, en las materias que afectan directamente al sector asegurador.

Su trasposición aportará mejoras en el ámbito del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España, con la finalidad última de favorecer la financiación a largo plazo que reciben las sociedades a través de los mercados de capitales. Se trata de evitar presiones cortoplacistas en la gestión de las sociedades, de forma que se puedan tener en consideración objetivos de crecimiento y sostenibilidad a medio y largo plazo, lo cual resulta positivo para la propia empresa, para el bienestar de grupos de interés distintos a los accionistas, como los trabajadores, y para la economía en general, mejorando su resistencia a las crisis y su potencial de crecimiento agregado.

Por último, este real decreto-ley modifica la regulación del Impuesto sobre la Renta de No Residentes con el fin de trasponer la Directiva (UE) 2017/1852 del Consejo, de 10 de octubre de 2017, relativa a los mecanismos de resolución de litigios fiscales en la Unión Europea, armonizando así el marco de resolución de procedimientos amistosos y reforzando la seguridad jurídica. Con tal fin se lleva a cabo la modificación del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de No Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo, así como de la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa.

Se derogan las siguientes normas:

- i) La Ley 31/2007, de 3 de octubre, sobre procedimientos de contratación en los sectores del agua, la energía, los transportes y los servicios postales, por la que se incorporan al ordenamiento jurídico español las Directivas 2004/17/CE, 92/13/CEE y 2007/66/CE y todas las disposiciones de igual o inferior rango en cuanto se opongan a lo establecido en este real decreto-ley.
- ii) La Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros.

No obstante lo anterior, el Real Decreto 764/2010, de 11 de junio, por el que se desarrolla la Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados en materia de información estadístico-contable y del negocio, y de competencia profesional, así como la Resolución de 18 de febrero de 2011 de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, por la que se establecen los requisitos y principios básicos de los programas de formación para los mediadores de seguros, corredores de reaseguros y demás personas que participen directamente en la mediación de los seguros y reaseguros privados, continuarán en vigor hasta que se apruebe la normativa que desarrolle el real decreto-ley en materia de formación y de información estadístico-contable y del negocio.

- **Real Decreto 309/2020, de 11 de febrero**, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito y por el que se modifica el Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

El objetivo fundamental de esta norma es el desarrollo de un régimen jurídico para los establecimientos financieros de crédito que sea claro, comprensible y adaptado a las necesidades del negocio, pero al mismo tiempo equivalente en términos de robustez al establecido para las entidades de crédito.

Este real decreto deroga el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito, que desarrolla el título II de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, y concreta el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito y de los grupos o subgrupos consolidables de establecimientos financieros de crédito con matriz en España en materia de acceso a la actividad, requisitos de solvencia y régimen de supervisión. Este real decreto tiene como fin

mejorar la protección del cliente financiero y la competencia en la concesión de préstamos, sin renunciar a los estándares de prudencia que deben caracterizar tal actividad.

Este real decreto entrará en vigor el 1 de julio de 2020, salvo el artículo 30 («Colchón de liquidez y estructura de fuentes de financiación y vencimientos de los establecimientos financieros de crédito»), que entrará en vigor a los tres meses de la publicación de la circular del Banco de España que desarrolle lo previsto en dicho artículo, y la disposición final segunda, que entrará en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto-ley 6/2020, de 10 de marzo**, por el que se adoptan determinadas medidas urgentes en el ámbito económico y para la protección de la salud pública.

Se modifica la Ley 1/2013, de 14 de mayo, de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social; la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

Se modifica la disposición adicional séptima de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, en lo que se refiere al régimen jurídico de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, S. A. (SAREB), a los efectos de la no aplicación de lo previsto en el artículo 363.1, letra e), del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.

Se modifica la disposición adicional cuarta del Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, para ampliar el tipo de entidades financieras ya constituidas que pueden solicitar su transformación en bancos.

Se modifica la Ley Orgánica 3/1986, de 14 de abril, de Medidas Especiales en Materia de Salud Pública para establecer el abastecimiento centralizado por el Estado de productos sanitarios distintos de los medicamentos. Finalmente, se contempla, con el fin de proteger la salud pública, como situación asimilada a accidente de trabajo exclusivamente para la prestación económica de incapacidad temporal del sistema de seguridad social los periodos de aislamiento o contagio de las personas trabajadoras como consecuencia del COVID-19.

Este real decreto-ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 12 de marzo de 2020.

- **Real Decreto-ley 7/2020, de 12 de marzo**, por el que se adoptan medidas urgentes para responder al impacto económico del COVID-19.

Este real decreto-ley tiene por objeto la adopción de nuevas medidas para responder al impacto económico negativo que se está produciendo en el ámbito sanitario, en el sector turístico y sobre las personas afectadas por las medidas

de contención adoptadas por las autoridades competentes, así como prevenir un mayor impacto económico negativo sobre las pymes y los autónomos. En concreto, las medidas adoptadas se orientan a reforzar el sistema de salud pública, apoyar a las personas trabajadoras y familias más vulnerables afectadas por la situación excepcional y extraordinaria, garantizar la liquidez de las empresas del sector turístico y apoyar la financiación de las pymes y los autónomos. Además, el presente real decreto-ley establece unas medidas para la gestión eficiente de las Administraciones públicas.

En el capítulo V se disponen medidas para la gestión eficiente de las Administraciones públicas, especialmente en su artículo 16, relativo a la contratación.

La disposición final primera establece una modificación de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno, con el fin de establecer la posibilidad de que el presidente del Gobierno, en situaciones excepcionales y cuando la naturaleza de la crisis lo exija, decida motivadamente que el Consejo de Ministros, las comisiones delegadas del Gobierno y la Comisión General de Secretarios de Estado y Subsecretarios puedan celebrar sesiones, adoptar acuerdos y aprobar actas a distancia por medios electrónicos, con las debidas garantías.

Este real decreto-ley entró en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 13 de marzo de 2020.

- **Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo**, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.

Mediante este real decreto se declara el estado de alarma en todo el territorio nacional durante un periodo de 15 días, se nombra a las autoridades competentes y se establecen medidas extraordinarias como, entre otras, la limitación a la libre circulación de personas.

Asimismo se dispone la suspensión, con excepciones, de los plazos procesales y administrativos, así como los de caducidad y prescripción.

- **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 destacan los artículos 40 y 41, en los que se establece una serie de medidas extraordinarias aplicables al funcionamiento de los órganos de gobierno de las personas jurídicas de derecho privado e, igualmente, una serie de medidas extraordinarias aplicables al funcionamiento de los órganos de gobierno de las sociedades anónimas cotizadas. Por otro lado, se interrumpe el plazo fijado en la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, para que el deudor que se encuentre en estado de insolvencia no tenga el deber de solicitar la declaración de concurso.

Por su parte, el artículo 42 prevé la suspensión del plazo de caducidad de los asientos del registro durante la vigencia del real decreto de declaración del estado de alarma y el artículo 43 dispone el plazo del deber de solicitud de concurso: mientras esté vigente el estado de alarma, el deudor que se encuentre en estado de insolvencia no tendrá el deber de solicitar la declaración de concurso.

Tampoco tendrá el deber de solicitar la declaración de concurso, mientras esté vigente el estado de alarma, el deudor que, para la declaración de concurso, hubiera comunicado al juzgado competente la iniciación de negociación con los acreedores para alcanzar un acuerdo de refinanciación o un acuerdo extrajudicial de pagos, o para obtener adhesiones a una propuesta anticipada de convenio, aunque hubiera vencido el plazo al que se refiere el apartado quinto del artículo 5 bis de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

La disposición final sexta modifica el artículo 16 sobre contratación, regulado por el Real Decreto-ley 7/2020, de 12 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes para responder al impacto económico del COVID-19.

Este real decreto-ley entró en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 18 de marzo de 2020. Las medidas mantendrán su vigencia durante el plazo de un mes desde su entrada en vigor, sin perjuicio de que, previa evaluación de la situación, el Gobierno pueda prorrogar su duración mediante real decreto-ley. No obstante lo anterior, aquellas medidas previstas en este real decreto-ley que tienen un plazo de duración determinado se sujetarán al mismo.

- **Real Decreto 465/2020, de 17 de marzo**, por el que se modifica el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Real Decreto-ley 10/2020, de 29 de marzo**, por el que se regula un permiso retribuido recuperable para las personas trabajadoras por cuenta ajena que no presten servicios esenciales, con el fin de reducir la movilidad de la población en el contexto de la lucha contra el COVID-19.

Este real decreto-ley regula un permiso retribuido recuperable para personal laboral por cuenta ajena, de carácter obligatorio y limitado en el tiempo entre los días 30 de marzo y 9 de abril (ambos incluidos), para todo el personal laboral por cuenta ajena que preste servicios en empresas o entidades del sector público o privado que desarrollan las actividades no esenciales calificadas como tales en el anexo de esta norma.

Quedan exceptuados de la aplicación de este real decreto-ley los trabajadores que tengan su contrato suspendido durante el periodo indicado y aquellos que puedan continuar prestando servicios a distancia.

La disposición adicional primera, sobre «Empleados públicos», dispone que el Ministerio de Política Territorial y Función Pública y los competentes en las comunidades autónomas y entidades locales quedan habilitados para dictar las instrucciones y resoluciones que sean necesarias para regular la prestación de servicios de los empleados públicos incluidos en el ámbito de aplicación del Real Decreto Legislativo 5/2015, de 30 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público, con el objeto de mantener el funcionamiento de los servicios públicos que se consideren esenciales.

Por su parte, la disposición adicional quinta, sobre el «Personal de empresas adjudicatarias de contratos del sector público», señala que el permiso retribuido recuperable regulado en este real decreto-ley no resultará de aplicación a las personas trabajadoras de las empresas adjudicatarias de contratos de obras, servicios y suministros del sector público que sean indispensables para el mantenimiento y la seguridad de los edificios y para la adecuada prestación de los servicios públicos, incluida la prestación de estos de forma no presencial, todo ello sin perjuicio de lo establecido en el artículo 34 —medidas en materia de contratación pública para paliar las consecuencias del COVID-19— 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.

Este real decreto-ley entró en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 29 de marzo de 2020.

- **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.

Este real decreto-ley tiene por objeto aprobar un nuevo paquete de medidas que refuercen, complementen y amplíen las hasta ahora adoptadas, con las conformar un paquete económico y social completo.

La norma supone, en primer lugar, la adopción de un nuevo paquete de medidas de carácter social dirigidas al apoyo a trabajadores, consumidores, familias y colectivos vulnerables. Entre estas medidas destacan las siguientes:

- Medidas dirigidas al apoyo al alquiler de personas vulnerables. Se establece la suspensión de lanzamientos para hogares vulnerables sin alternativa habitacional y la prórroga extraordinaria de los contratos de arrendamiento de vivienda habitual. Asimismo, se establecen medidas conducentes a procurar la moratoria de la deuda arrendaticia para las personas arrendatarias de vivienda habitual en situación de vulnerabilidad económica. Se crea una línea de avales del Estado específica a la que podrán tener acceso todos aquellos hogares que puedan estar en situación de vulnerabilidad como consecuencia de la expansión del COVID-19 y que no comportará ningún tipo de gastos o intereses para el solicitante.
- Se amplía el plazo de suspensión a 3 meses y se realizan ajustes técnicos para facilitar la aplicación de la moratoria de deuda hipotecaria para la adquisición de vivienda habitual introducida por el Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo. La moratoria de la deuda hipotecaria del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo —inicialmente prevista para la vivienda habitual de las personas físicas— se extiende ahora a dos nuevos colectivos: el de los autónomos, empresarios y profesionales respecto de los inmuebles afectos a su actividad económica, de un lado, y a las personas físicas que tengan arrendados inmuebles por los que no perciban la renta arrendaticia en aplicación de las medidas en favor de los arrendatarios como consecuencia del estado de alarma.

Se amplía el alcance de la moratoria a los créditos y préstamos no hipotecarios que mantengan las personas en situación de vulnerabilidad económica incluyendo los créditos al consumo. El objetivo de la medida es extender a todo tipo de préstamos el alivio económico establecido por el Real Decreto-ley 8/2020 para las personas más necesitadas mediante la suspensión de los contratos de crédito o préstamo no hipotecario.

- Se amplían las contingencias en las que se podrán hacer efectivos los derechos consolidados en los planes de pensiones recogiendo, con carácter excepcional, como supuestos en los que se podrá disponer del ahorro acumulado en planes de pensiones, la situaciones de desempleo consecuencia de un expediente de regulación temporal de empleo y el cese de actividad de trabajadores por cuenta propia o autónomos que se produzcan como consecuencia del COVID-19.

En segundo lugar, se pone en marcha un conjunto de medidas de diversa naturaleza con impacto directo en el refuerzo de la actividad económica, así como actuaciones encaminadas a apoyar a empresas y autónomos. Destaca la medida consistente en que las empresas concursadas puedan acceder en las circunstancias actuales a un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) cuando hayan sido afectadas por la situación derivada del COVID-19. De esta manera, estas empresas podrían no ver menoscabada su viabilidad, al poder disfrutar de las ventajas asociadas a los ERTE del Real Decreto-ley 8/2020.

En tercer lugar, se establecen diversas medidas en el ámbito del sector público para facilitar y flexibilizar los procedimientos de cara a hacer frente a la crisis sanitaria y las consecuencias que de ella se derivan; se incluyen medidas dirigidas a la suspensión de los plazos de formulación y rendición de cuentas anuales del ejercicio 2019 de las entidades del sector público estatal y de remisión de la Cuenta General del Estado al Tribunal de Cuentas, como consecuencia de la declaración del estado de alarma. Se prevén medidas en materia de disponibilidades líquidas y donaciones del sector público y se refuerzan las obligaciones de suministro de información económico-financiera para dotar de mayor flexibilidad y atribuciones al Ministerio de Hacienda respecto de la concreción de sus contenidos, procedimientos y plazos de remisión.

El cómputo del plazo para interponer recursos en vía administrativa o para instar cualesquiera otros procedimientos de impugnación, reclamación, conciliación, mediación y arbitraje que los sustituyan de acuerdo con lo previsto en las leyes, en cualquier procedimiento del que puedan derivarse efectos desfavorables o de gravamen para el interesado, se computará desde el día hábil siguiente a la fecha de finalización de la declaración del estado de alarma, con independencia del tiempo que hubiera transcurrido desde la notificación de la actuación administrativa objeto de recurso o impugnación con anterioridad a la declaración del estado de alarma. En el ámbito tributario, desde la entrada en vigor del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19, hasta el 30 de abril de 2020, el plazo para interponer recursos de reposición o reclamaciones económico-administrativas que se rijan por la Ley 58/2003, de 17 de diciembre, General Tributaria y sus reglamentos de

desarrollo empezará a contarse desde el 30 de abril de 2020 (disposición adicional octava).

Finalmente, se prevé la modificación de diversas normas, entre otras:

- Disposición final primera: se redactan de nuevo los artículos 40 (Medidas extraordinarias aplicables a las personas jurídicas de derecho privado) y 41 (Medidas extraordinarias aplicables al funcionamiento de los órganos de gobierno de las sociedades anónimas cotizadas) del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo.
- Disposición final tercera: se modifica el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales. Se refuerzan, por un lado, algunas de las medidas adoptadas en el Real Decreto-ley 8/2020, como las relativas al control de las inversiones exteriores o a la protección del consumidor en relación con las comunicaciones electrónicas y, por otro lado, se introducen otras medidas para aumentar la resistencia del sistema financiero español frente a posibles vaivenes de los mercados.
- Disposición final cuarta: se modifica el apartado 7 del artículo 71 septies de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva para prever expresamente la posibilidad de que la CNMV exija a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva medidas para reforzar la liquidez dirigidas a establecer plazos de preaviso que, en casos extremos, permitan a dichas sociedades gestionar de modo ordenado y equitativo posibles escenarios de acumulación de peticiones de reembolso que podrían afectar a la estabilidad y confianza en el sistema financiero. Se añade así una nueva herramienta macroprudencial y estaría sujeta a las obligaciones de comunicación a AMCESFI previstas en el artículo 16 del Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo, por el que se crea la Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, se establece su régimen jurídico y se desarrollan determinados aspectos relativos a las herramientas macroprudenciales.
- Disposición final séptima: se modifica la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, de Contratos del Sector Público, por la que se trasponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014, para establecer una excepción a la duración de los contratos de servicios cuando concurren determinadas circunstancias.
- Disposición final duodécima: se establece la prórroga de la vigencia de todas las medidas adoptadas en esta norma durante el plazo de un mes tras el fin del estado de alarma. No obstante lo anterior, aquellas medidas previstas en el real decreto-ley que tienen un plazo determinado de duración se sujetarán al mismo.

Este real decreto-ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, esto es, el 2 de abril de 2020, a excepción del artículo 37, sobre «Medidas de restricción a las comunicaciones comerciales de las entidades que realicen una actividad de juego regulada en la Ley 13/2011, de 27 de mayo, de regulación del juego», que entraron en vigor a los dos días de la publicación de esta norma en el *Boletín Oficial del Estado*.

Otros

- **Resolución de 9 de enero de 2020, de la Secretaría General del Tesoro y Financiación Internacional**, por la que se actualiza el Anexo 1 incluido en la Resolución de 4 de julio de 2017, de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera, por la que se define el principio de prudencia financiera aplicable a las operaciones de endeudamiento y derivados de las comunidades autónomas y entidades locales.
- **Circular 1/2020, de 28 de enero, del Banco de España**, por la que se modifica la Circular 1/2013, de 24 de mayo, del Banco de España, sobre la Central de Información de Riesgos.
- **Instrucción de 15 de marzo de 2020, del Ministerio de Defensa**, por la que se establecen medidas para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19 en el ámbito del Ministerio de Defensa.
- **Orden INT/226/2020, de 15 de marzo**, por la que se establecen criterios de actuación para las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad en relación con el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Orden INT/228/2020, de 15 de marzo**, por la que se establecen criterios de aplicación del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19, en el ámbito del Sistema Nacional de Protección Civil.
- **Orden TMA/230/2020, de 15 de marzo**, por la que se concreta la actuación de las autoridades autonómicas y locales respecto de la fijación de servicios de transporte público de su titularidad.
- **Orden SND/232/2020, de 15 de marzo**, por la que se adoptan medidas en materia de recursos humanos y medios para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Orden SND/233/2020, de 15 de marzo**, por la que se establecen determinadas obligaciones de información de acuerdo con lo previsto en el Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo, por el que se declara el estado de alarma para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.

- **Orden SND/234/2020, de 15 de marzo**, sobre adopción de disposiciones y medidas de contención y remisión de información al Ministerio de Sanidad ante la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.
- **Acuerdo de 16 de marzo de 2020, del Pleno del Tribunal Constitucional**, en relación con la suspensión de los plazos procesales y administrativos durante la vigencia del Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo.
- **Instrucción de 19 de marzo de 2020, del Ministerio de Sanidad**, por la que se establecen criterios interpretativos para la gestión de la situación de crisis sanitaria ocasionada por el COVID-19.

Esta instrucción tiene por objeto establecer criterios interpretativos con relación a las actividades permitidas y que afectan al libre derecho de circulación de las personas.

- **Orden SND/261/2020, de 19 de marzo**, para la coordinación de la actividad profesional de los miembros de los cuerpos de funcionarios regulados en el libro VI de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial durante la vigencia del estado de alarma declarado por Real Decreto 463/2020, de 14 de marzo.

Se encomienda al ministro de Justicia la coordinación de la actividad profesional de los miembros de los cuerpos de funcionarios regulados en el libro VI de la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial en todo el territorio del Estado. Asimismo este Ministerio se encargará de la coordinación de los servicios públicos prestados a través de los colegios profesionales que actúan en el ámbito de la Administración de Justicia y, en particular, el turno de oficio y la asistencia jurídica gratuita.

- **Orden ETD/282/2020, de 24 de marzo**, por la que se dispone la emisión de Obligaciones del Estado a siete años mediante el procedimiento de sindicación.
- **Resolución de 25 de marzo 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 24 de marzo de 2020, por el que se autoriza bajo condición la adquisición de Bolsas y Mercados Españoles, S. A., por SIX Group AG.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	46	46	33	14	11	10	12	8
Ampliaciones de capital	44	45	33	14	11	10	12	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	1	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	12	10	5	4	4	2	5
De las cuales dividendo elección	9	10	9	5	4	4	1	5
Ampliaciones de capital por conversión	5	6	3	2	0	1	1	2
De contrapartida no monetaria	8	7	2	0	1	1	0	1
Con derecho de suscripción preferente	8	10	8	3	1	2	3	0
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	13	3	6	2	8	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	89	81	52	14	13	10	15	8
Ampliaciones de capital	82	80	52	14	13	10	15	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	1	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	17	15	5	4	4	2	5
De las cuales dividendo elección	13	15	14	5	4	4	1	5
Ampliaciones de capital por conversión	6	10	4	2	0	1	1	2
De contrapartida no monetaria	12	9	2	0	1	1	0	1
Con derecho de suscripción preferente	8	10	9	3	1	2	3	0
Sin negociación de derechos de suscripción	36	32	21	3	7	2	9	0
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	1.733,7	1.113,7	2.823,1	4.135,5	571,3
Ampliaciones de capital	29.593,6	11.329,5	9.806,0	1.733,7	1.113,7	2.823,1	4.135,5	571,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	956,2	200,1	10,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.807,3	3.939,7	1.565,4	347,5	140,4	1.074,9	2,6	396,4
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	347,5	140,4	1.074,9	1,3	396,4
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	13,0	0,0	0,7	341,1	162,4
De contrapartida no monetaria ²	8.469,3	2.999,7	2.034,2	0,0	351,6	1.682,6	0,0	12,5
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	1.352,7	199,8	44,6	3.132,8	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	6.880,5	2.912,9	1.111,8	10,5	421,9	20,4	659,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	3.165,1	2.092,4	1.297,2	230,9	414,9	385,2	266,2	1.259,5
Ampliaciones de capital	2.662,8	1.810,6	1.297,2	230,9	414,9	385,2	266,2	1.259,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	749,2	104,9	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	324,3	381,6	306,3	140,9	15,2	148,8	1,3	121,4
De las cuales dividendo elección	299,1	357,1	306,3	140,9	15,2	148,8	1,3	121,4
Ampliaciones de capital por conversión	182,8	90,0	13,1	12,4	0,0	0,7	0,0	1,7
De contrapartida no monetaria	181,9	557,6	401,0	0,0	210,2	190,8	0,0	1.136,4
Con derecho de suscripción preferente	882,0	611,1	372,1	76,9	141,2	44,6	109,5	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	342,6	65,5	204,2	0,2	48,2	0,4	155,4	0,0
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	5	2	5	4	5
Número de emisiones	15	12	17	5	2	6	4	6
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	20,3	3,4	74,1	200,5	18,3
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	20,3	3,4	74,1	200,5	18,3
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	3,0	0,0	30,0	196,3	0,1
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
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	134	133	129	132	132	128	129	129
Empresas extranjeras	7	8	7	8	8	7	7	7
Segundo mercado	4	4	3	4	4	4	3	3
Madrid	1	1	1	1	1	1	1	1
Barcelona	3	3	2	3	3	3	2	2
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	12	11	9	11	10	9	9	8
Madrid	4	4	3	4	3	3	3	2
Barcelona	6	6	5	6	5	5	5	4
Bilbao	4	3	2	3	3	2	2	2
Valencia	3	3	2	3	2	2	2	2
MAB	2.965	2.842	2.709	2.816	2.774	2.749	2.709	2.677
Latibex	20	19	19	19	19	19	19	19

1 Datos al final del periodo.

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

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	877.867,6	733.656,4	806.064,3	812.919,7	813.664,3	770.475,7	806.064,3	551.292,8
Empresas extranjeras ³	178.620,3	143.598,7	141.671,0	170.909,4	177.526,6	132.453,7	141.671,0	73.645,8
Ibex 35	534.250,1	444.178,3	494.789,4	483.168,5	478.002,5	481.981,4	494.789,4	352.613,5
Segundo mercado	49,9	37,4	31,1	45,3	45,4	45,3	31,1	31,1
Madrid	8,7	1,9	1,9	1,7	1,9	1,9	1,9	1,9
Barcelona	41,2	35,4	29,2	43,7	43,5	43,3	29,2	29,2
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	1.446,0	1.240,4	1.116,8	1.154,2	1.053,0
Madrid	165,9	219,4	69,8	226,6	66,3	68,1	69,8	58,9
Barcelona	1.134,3	1.318,4	1.036,5	1.305,8	1.082,6	1.003,4	1.036,5	939,6
Bilbao	211,3	56,5	32,9	56,5	79,8	32,9	32,9	32,9
Valencia	54,0	257,0	80,4	264,7	77,8	77,8	80,4	76,0
MAB ⁴	43.804,8	40.020,7	44.706,4	42.358,3	42.822,3	43.607,7	44.706,4	39.698,8
Latibex	215.277,7	223.491,3	199.022,2	231.334,0	239.265,8	193.789,8	199.022,2	128.748,4

1 Datos al final del periodo.

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

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

4 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
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ¹	640.293,7	583.327,6	462.378,8	106.970,0	129.816,2	98.913,6	126.679,1	127.686,0
Empresas extranjeras	6.908,0	3.517,1	3.477,8	901,5	918,9	690,9	966,6	987,7
Segundo mercado	0,7	0,8	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,5	0,6	0,1	0,1	0,1	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	0,9	3,2	1,4	0,7	1,1
Madrid	2,3	0,7	0,8	0,0	0,6	0,2	0,0	0,1
Barcelona	6,2	7,4	3,2	0,9	0,5	1,2	0,7	1,0
Bilbao	0,1	0,0	2,1	0,0	2,0	0,1	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
MAB	4.985,6	4.216,3	4.014,4	932,6	1.018,9	704,2	1.358,7	1.145,3
Latibex	130,8	151,6	136,4	38,8	26,0	32,4	39,2	29,2

¹ 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
				I	II	III	IV	I
En sesión	619.108,6	552.716,8	450.575,7	103.130,8	127.429,1	95.693,0	124.322,8	123.941,0
Órdenes	335.917,3	300.107,8	258.242,2	64.703,7	66.302,8	62.180,0	65.055,7	87.831,8
Aplicaciones	51.315,9	48.644,1	38.888,0	9.481,2	8.715,0	10.408,8	10.283,0	12.503,4
Bloques	231.875,3	203.965,0	153.445,5	28.946,0	52.411,3	23.104,1	48.984,1	23.605,8
Fuera de hora	2.373,8	1.667,2	3.098,1	609,3	617,0	1.074,4	797,4	1.715,4
Autorizadas	9.265,3	2.597,0	1.706,3	406,1	279,8	677,5	342,8	254,7
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	1.720,1	337,6	451,8	0,0	0,0
OPV	2.288,1	1.333,2	634,4	0,0	39,5	20,0	574,9	0,0
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	692,2	722,1	629,1	1.378,5	980,5
Operaciones de cobertura	2.405,7	2.037,8	1.799,4	411,4	391,1	367,7	629,2	794,5

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	48	43	39	15	17	16	18	13
Cédulas hipotecarias	9	12	12	5	7	4	6	4
Cédulas territoriales	1	2	2	0	0	0	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	12	13	9	8	5	7	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	21	14	13	1	3	5	6	2
Pagarés de empresa	13	13	12	2	3	4	3	2
De titulación	1	1	1	0	0	0	1	0
Resto de pagarés	12	12	11	2	3	4	2	2
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	1	4	1	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	378	303	294	70	66	64	94	59
Cédulas hipotecarias	28	28	29	9	7	4	9	6
Cédulas territoriales	1	2	3	0	0	0	3	0
Bonos y obligaciones no convertibles	276	215	201	56	50	36	59	43
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	58	41	48	2	6	19	21	8
Pagarés de empresa ¹	13	13	11	2	3	4	2	2
De titulación	1	1	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	12	11	2	3	4	2	2
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	1	4	1	1	0	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	109.487,4	101.295,6	90.065,8	20.850,0	14.325,0	19.967,6	34.923,3	20.202,7
Cédulas hipotecarias	29.823,7	26.575,0	22.933,0	2.745,0	5.930,0	6.750,0	7.508,0	6.250,0
Cédulas territoriales	350,0	2.800,0	1.300,0	0,0	0,0	0,0	1.300,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006,2	35.836,4	29.601,7	13.620,0	2.364,6	1.533,4	12.083,8	6.158,7
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	1.270,0	2.881,4	4.909,0	9.680,5	3.065,7
Pagarés de empresa ²	17.911,2	15.089,1	14.990,2	2.215,0	3.149,0	5.275,2	4.351,1	4.728,4
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	2.215,0	3.149,0	5.275,2	4.351,1	4.728,4
Otras emisiones de renta fija	981,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0	1.500,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	6.504,6	4.923,0	3.213,5	350,0	316,2	459,0	2.088,3	860,7
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
				I	II	III	IV	I
Total	121.556,6	76.751,3	114.048,4	52.557,5	14.236,2	18.338,2	28.916,6	26.908,1
Pagarés	18.388,9	15.007,0	15.036,1	1.963,7	3.364,4	4.098,5	5.609,4	4.126,3
Bonos y obligaciones	43.182,3	19.234,2	45.096,4	38.038,8	2.790,4	2.587,6	1.679,6	16.297,9
Cédulas hipotecarias	30.000,0	19.935,0	29.375,0	9.285,0	6.030,0	4.500,0	9.560,0	5.448,3
Cédulas territoriales	350,0	800,0	3.300,0	2.000,0	0,0	0,0	1.300,0	0,0
Bonos de titulación	28.635,4	18.925,2	18.740,9	1.270,0	1.051,4	5.652,0	10.767,5	1.035,7
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	0,0	1.000,0	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	0,0	1.500,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	362	353	331	347	337	327	331	327
Renta fija privada	342	320	299	315	305	295	299	295
Pagarés	14	9	9	9	9	9	9	9
Bonos y obligaciones	48	45	40	44	42	40	40	39
Cédulas hipotecarias	41	40	35	38	39	37	35	35
Cédulas territoriales	7	7	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	262	244	227	239	229	222	227	224
Participaciones preferentes	4	7	6	6	6	6	6	6
Bonos matador	6	5	5	5	5	5	5	5
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	2.841	2.858	2.785	2.775	2.701
Renta fija privada	2.084	1.917	1.834	1.890	1.901	1.834	1.834	1.765
Pagarés	179	106	84	89	108	100	84	67
Bonos y obligaciones	764	737	718	749	752	730	718	678
Cédulas hipotecarias	218	213	209	209	207	206	209	212
Cédulas territoriales	24	20	23	21	21	21	23	21
Bonos de titulización	889	828	787	810	785	764	787	774
Participaciones preferentes	4	8	8	7	8	8	8	8
Bonos matador	6	5	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	384	934	941	951	957	951	941	936
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	226	243	236	242	246	241	236	237
Deuda autonómica	133	164	173	167	170	169	173	164
Deuda pública extranjera	-	502	508	517	516	516	508	511
Otra deuda pública	13	13	12	13	13	13	12	12
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	1.466.964,4	6.663.565,5	6.421.003,0	6.691.658,7	6.588.828,9	6.550.655,7	6.421.003,0	6.412.421,1
Renta fija privada	493.629,6	448.394,4	463.816,1	472.155,5	463.325,3	464.021,4	463.816,1	465.404,2
Pagarés	11.978,9	9.308,7	6.423,1	8.655,4	8.665,5	6.965,1	6.423,1	5.840,2
Bonos y obligaciones	70.127,7	47.894,0	62.477,8	72.955,9	70.786,7	72.674,1	62.477,8	69.882,2
Cédulas hipotecarias	181.308,7	183.266,8	195.719,1	187.023,7	186.258,2	189.286,3	195.719,1	199.396,8
Cédulas territoriales	23.862,3	18.362,3	20.762,3	19.862,3	19.862,3	19.862,3	20.762,3	17.762,3
Bonos de titulización	204.570,0	185.002,7	172.878,9	179.103,4	172.197,8	169.678,7	172.878,9	166.967,9
Participaciones preferentes	1.395,0	4.245,0	5.240,0	4.240,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0
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	6.219.503,2	6.125.503,6	6.086.634,3	5.957.186,8	5.947.017,0
Letras del Tesoro	78.835,2	70.442,2	68.335,5	68.686,8	67.284,4	65.204,9	68.335,5	68.888,5
Bonos y obligaciones del Estado	864.059,7	918.000,0	937.290,9	942.865,7	949.953,2	949.990,4	937.290,9	1.006.709,3
Deuda autonómica	28.620,8	33.100,4	35.247,6	35.497,1	34.989,3	34.942,4	35.247,6	31.493,3
Deuda pública extranjera	-	5.192.055,3	4.914.792,7	5.170.880,4	5.071.703,5	5.034.923,4	4.914.792,7	4.838.405,6
Otra deuda pública	1.819,1	1.573,2	1.520,2	1.573,2	1.573,2	1.573,2	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
				I	II	III	IV	I
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	68.422,0	94.241,3	158.807,2	49.240,2	44.245,0	39.146,0	26.175,9	45.994,9
Renta fija privada	68.297,4	435,4	275,2	81,4	71,5	59,4	62,9	61,8
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	78,5	60,0	59,0	62,4	61,4
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	2,0	11,5	0,1	0,2	0,0
Participaciones preferentes	1.482,3	1,2	1,4	0,9	0,0	0,3	0,3	0,4
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	49.158,8	44.173,5	39.086,6	26.113,1	45.933,1
Letras del Tesoro	4,2	24.766,7	25.858,4	4.301,8	5.501,1	8.190,4	7.865,0	5.504,2
Bonos y obligaciones del Estado	120,4	56.122,5	92.592,8	33.406,7	26.937,1	21.176,1	11.072,9	30.410,2
Deuda autonómica	0,0	3,2	35,1	26,0	7,6	1,5	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	-	12.913,5	40.027,8	11.424,4	11.709,7	9.718,6	7.175,2	10.018,6
Otra deuda pública	0,0	0,0	18,0	0,0	18,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	68.422,0	94.241,3	158.807,2	49.240,2	44.245,0	39.146,0	26.175,9	45.994,9
Simple	57.723,9	94.241,3	158.807,2	49.240,2	44.245,0	39.146,0	26.175,9	45.994,9
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
				I	II	III	IV	I
Total	49.230,2	92.661,9	158.792,5	49.235,5	44.241,5	39.143,6	26.172,0	45.990,7
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	49.235,5	44.241,5	39.143,6	26.172,0	45.990,7
Entidades de crédito	15.363,2	437,9	385,5	123,5	107,8	84,4	69,8	56,4
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	49.111,9	44.133,7	39.059,2	26.102,2	45.934,3
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
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	15	14	13	14	13	13	13	12
Emisores privados	7	6	5	6	5	5	5	5
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	7	6	5	6	5	5	5	5
Administraciones públicas ¹	8	8	8	8	8	8	8	7
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	64	58	54	60	59	57	54	52
Emisores privados	24	19	16	19	16	16	16	16
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	24	19	16	19	16	16	16	16
Administraciones públicas ¹	40	39	38	41	43	41	38	36
Comunidades autónomas	22	21	20	21	21	21	20	18
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	9.718,0	8.268,3	7.340,4	8.247,4	8.202,0	8.163,1	7.340,4	6.249,6
Emisores privados	760,6	589,8	481,1	567,5	517,8	498,6	481,1	464,2
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	567,5	517,8	498,6	481,1	464,2
Administraciones públicas ¹	8.957,4	7.678,5	6.859,2	7.679,9	7.684,1	7.664,6	6.859,2	5.785,5
Comunidades autónomas	8.193,1	6.959,7	6.260,7	6.959,7	6.959,7	6.959,7	6.260,7	5.179,3

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I
Total	131.475,0	96.708,0	150.634,0	43.454,0	35.920,0	37.224,0	34.036,0	28.005,0
Simples	131.475,0	96.708,0	150.634,0	43.454,0	35.920,0	37.224,0	34.036,0	28.005,0
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
				I	II	III	IV	I
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	1.926.515	1.952.837	2.056.740	1.999.333	2.693.090
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.268.290	6.342.478	5.965.905	1.473.355	1.463.601	1.553.764	1.475.185	1.992.435
Futuro mini sobre Ibex 35	161.886	149.023	1.454.885	349.688	351.831	386.841	366.525	619.842
Futuro micro sobre Ibex 35	–	–	36	27	5	1	3	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	43.372	70.725	144.831	24.017	51.710	16.277	52.827	10.122
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	7.753	2.745	6	0	4	1	1	0
Opción <i>call</i> mini	206.843	193.480	177.369	36.917	33.841	46.123	60.488	36.055
Opción <i>put</i> mini	223.527	224.835	192.393	42.511	51.846	53.733	44.304	34.636
Sobre acciones ⁴	32.335.004	31.412.879	32.841.027	8.703.690	9.672.088	5.126.089	9.339.160	9.850.736
Futuros	11.671.215	10.703.192	15.298.027	4.865.427	5.841.433	1.487.978	3.103.189	3.437.527
Futuros sobre dividendos de acciones	346.555	471.614	758.700	96.355	496.789	57.552	108.004	62.040
Futuros sobre dividendos de acciones plus	880	200	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i>	8.848.643	7.761.974	7.405.619	1.812.214	1.555.488	1.439.960	2.597.957	3.216.199
Opción <i>put</i>	11.467.711	12.475.899	9.378.681	1.929.694	1.778.378	2.140.599	3.530.010	3.134.970

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
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.433,6	2.084,9	1.837,7	470,5	563,5	246,0	557,7	219,4
Sobre acciones	939,5	819,0	901,4	246,0	252,1	145,0	258,3	72,1
Sobre índices	1.443,0	1.160,5	809,3	199,5	261,4	80,9	267,5	139,8
Otros ¹	51,1	105,5	127,1	25,0	50,0	20,1	31,9	7,5
Número de emisiones	5.730	5.231	5.496	1.452	1.631	1.107	1.306	646
Número de emisores	6	5	6	5	5	5	6	3
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
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	462,6	435,2	291,6	87,3	81,6	59,4	63,3	86,4
Sobre acciones nacionales	156,8	93,3	81,1	19,8	25,6	14,6	21,1	20,5
Sobre acciones extranjeras	29,9	31,6	19,7	3,6	4,5	4,5	7,1	9,6
Sobre índices	266,0	305,5	186,6	63,5	50,3	39,2	33,6	53,1
Otros ¹	9,9	4,8	3,7	0,3	1,1	0,7	1,6	3,2
Número de emisiones ²	5.084	3.986	3.605	972	938	872	823	1.095
Número de emisores ²	7	7	8	7	7	8	8	7
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,3	0,3	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2
Número de emisiones ²	2	2	2	2	2	2	2	2
Número de emisores ²	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.464,1	3.027,6	1.718,8	467,1	375,9	414,3	461,6	819,0
Número de fondos	8	6	6	6	6	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	359,3	288,9	229,2	301,3	296,5	267,0	229,2	205,3

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

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

3 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
				I	II	III	IV	I
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	41	39	39	39	39	40	39	37
Sucursales en España	24	25	21	23	22	22	21	18
Agentes operantes en España	5.747	2.027	1.944	1.974	1.954	1.948	1.944	1.837
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	25
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	165	172	205	223	223	223	205	205
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	48	52	56	54	55	57	56	56
Sucursales en España	23	21	19	21	22	22	19	23
Agentes operantes en España	461	414	361	356	374	354	361	364
Sucursales en el EEE ¹	2	2	1	2	1	1	1	1
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	22	25	24	25	24	24	24	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	116	150	144	152	146	146	144	144
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO								
Entidades nacionales	171	158	140	152	146	144	140	140
Sucursales en España	19	21	22	21	23	22	22	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	29	26
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	62	51	51	51	51	51	51	48
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	122	114	112	113	113	113	112	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
				I	II	III	IV	I
Total	3.339	3.474	3.567	3.535	3.596	3.582	3.567	3.576
Empresas de servicios de inversión	2.872	3.002	3.088	3.068	3.117	3.103	3.088	3.097
Comunitarias	2.869	2.999	3.085	3.065	3.114	3.100	3.085	3.094
Con sucursal	53	61	65	61	64	62	65	64
En libre prestación de servicios	2.816	2.938	3.020	3.004	3.050	3.038	3.020	3.030
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	467	479	479	479	479
Comunitarias	461	466	473	461	473	473	473	474
Con sucursal	52	53	54	50	54	53	54	54
En libre prestación de servicios	409	413	419	411	419	420	419	420
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	6	6	6	5
Con sucursal	4	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	2

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
RENDA FIJA								
Total	3.727.687,0	3.082.789,5	3.222.363,2	684.049,0	883.235,8	812.562,2	791.523,6	735.041,6
Sociedades de valores	2.347.959,0	2.184.921,9	2.263.416,4	487.804,5	615.169,4	575.936,8	574.831,6	497.478,6
Mercados organizados nacionales	836.831,1	855.948,9	909.992,9	205.986,0	247.928,9	220.796,9	239.719,8	201.547,3
Otros mercados nacionales	1.255.087,2	1.111.231,9	1.012.359,1	231.533,7	296.146,3	265.019,0	235.678,5	215.515,3
Mercados extranjeros	256.040,7	217.741,1	341.064,4	50.284,8	71.094,2	90.120,9	99.433,3	80.416,0
Agencias de valores	1.379.728,0	897.867,6	958.946,8	196.244,5	268.066,4	236.625,4	216.692,0	237.563,0
Mercados organizados nacionales	6.067,6	6.237,8	17.314,9	2.393,6	6.567,9	5.131,7	4.714,1	901,2
Otros mercados nacionales	1.175.387,4	702.731,7	803.742,9	140.269,1	219.215,9	195.568,6	178.640,9	210.317,5
Mercados extranjeros	198.273,0	188.898,1	137.889,0	53.581,8	42.282,6	35.925,1	33.337,0	26.344,3
RENDA VARIABLE								
Total	804.328,3	630.896,1	1.213.388,9	137.264,0	137.077,5	358.803,5	330.078,7	387.429,2
Sociedades de valores	660.312,8	600.442,4	1.194.473,3	131.497,7	131.816,5	354.079,3	326.053,1	382.524,4
Mercados organizados nacionales	610.682,8	525.648,7	329.666,8	110.589,9	78.179,0	92.697,9	69.963,7	88.826,2
Otros mercados nacionales	3.178,2	839,1	1.771,0	203,7	148,3	235,0	446,3	941,4
Mercados extranjeros	46.451,8	73.954,6	863.035,5	20.704,1	53.489,2	261.146,4	255.643,1	292.756,8
Agencias de valores	144.015,5	30.453,7	18.915,6	5.766,3	5.261,0	4.724,2	4.025,6	4.904,8
Mercados organizados nacionales	7.037,7	6.462,5	7.712,5	1.788,5	1.922,8	1.694,7	2.115,0	1.980,0
Otros mercados nacionales	12.052,0	1.328,5	1.006,8	329,2	250,4	252,7	241,5	262,2
Mercados extranjeros	124.925,8	22.662,7	10.196,3	3.648,6	3.087,8	2.776,8	1.669,1	2.662,6

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2017	2018	2019	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
Total	10.708.583,9	10.308.915,0	10.807.586,8	2.578.868,8	2.524.895,6	2.594.223,7	2.595.476,8	3.092.990,7
Sociedades de valores	10.528.524,3	10.065.090,4	10.523.995,1	2.506.350,8	2.449.278,4	2.526.680,4	2.552.432,9	2.995.603,4
Mercados organizados nacionales	5.330.761,9	5.457.270,1	5.058.147,9	1.423.241,9	1.253.396,9	1.139.191,0	1.267.019,9	1.398.540,1
Mercados organizados extranjeros	4.676.156,7	3.927.718,5	4.160.941,8	849.883,8	952.954,8	1.008.116,6	999.213,7	1.200.656,7
Mercados no organizados	521.605,7	680.101,8	1.304.905,4	233.225,1	242.926,7	379.372,8	286.199,3	396.406,6
Agencias de valores	180.059,6	243.824,6	283.591,7	72.518,0	75.617,2	67.543,3	43.043,9	97.387,3
Mercados organizados nacionales	17.171,0	30.836,1	29.601,4	11.703,7	3.795,6	14.570,6	4.695,3	6.539,9
Mercados organizados extranjeros	48.043,8	105.915,8	116.038,0	27.394,7	34.491,2	24.127,6	21.661,2	35.758,0
Mercados no organizados	114.844,8	107.072,7	137.952,3	33.419,6	37.330,4	28.845,1	16.687,4	55.089,4

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

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2017	2018	2019	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	12.601	16.172	25.389	16.172	17.468	19.524	21.935	25.389
Sociedades de valores. Total	3.769	3.807	3.219	3.807	3.712	3.664	3.620	3.219
IIC ³	18	37	40	37	35	37	43	40
Otras ⁴	3.751	3.770	3.179	3.770	3.677	3.627	3.577	3.179
Agencias de valores. Total	8.831	12.364	22.169	12.364	13.756	15.860	18.315	22.169
IIC ³	89	83	79	83	83	80	79	79
Otras ⁴	8.742	12.281	22.090	12.281	13.673	15.780	18.236	22.090
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1	1	1	1	-	-	-	1
IIC ³	1	1	1	1	-	-	-	1
Otras ⁴	0	0	0	0	-	-	-	0
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	36.923.861	4.854.719	4.946.670	4.854.719	4.777.612	4.941.068	5.057.339	4.946.670
Sociedades de valores. Total	33.958.038	2.216.956	2.266.997	2.216.956	2.340.424	2.407.541	2.484.996	2.266.997
IIC ³	344.474	838.379	1.059.718	838.379	860.229	921.876	1.020.180	1.059.718
Otras ⁴	33.613.564	1.378.577	1.207.279	1.378.577	1.480.195	1.485.665	1.464.816	1.207.279
Agencias de valores. Total	2.949.741	2.619.297	2.658.674	2.619.297	2.437.188	2.533.527	2.572.343	2.658.674
IIC ³	1.595.851	1.295.580	1.346.615	1.295.580	1.107.640	974.538	1.054.869	1.346.615
Otras ⁴	1.353.890	1.323.717	1.312.059	1.323.717	1.329.548	1.558.989	1.517.474	1.312.059
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	16.082	18.466	20.999	18.466	-	-	-	20.999
IIC ³	16.082	18.466	20.999	18.466	-	-	-	20.999
Otras ⁴	0	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	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAF ³)	20.170	23.149	26.561	23.149	23.947	24.479	25.762	26.561
Sociedades de valores. Total	5.125	5.241	6.163	5.241	5.605	5.852	5.971	6.163
Clientes minoristas	5.108	5.211	6.115	5.211	5.574	5.820	5.932	6.115
Clientes profesionales	6	21	31	21	23	24	29	31
Contrapartes elegibles	11	9	17	9	8	8	10	17
Agencias de valores. Total	15.045	17.908	20.398	17.908	18.342	18.627	19.791	20.398
Clientes minoristas	14.881	17.654	20.125	17.654	18.093	18.363	19.439	20.125
Clientes profesionales	132	199	229	199	202	211	310	229
Contrapartes elegibles	32	55	44	55	47	53	42	44
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total	0	0	0	0	-	-	-	0
Clientes minoristas	0	0	0	0	-	-	-	0
Clientes profesionales	0	0	0	0	-	-	-	0
Contrapartes elegibles	0	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	35.287	3.878	14.337	30.581	37.583
Sociedades de valores	5.555	9.562	23.400	9.562	1.152	7.599	21.118	23.400
Agencias de valores	10.918	25.725	14.183	25.725	2.726	6.738	9.463	14.183
Sociedades gestoras de cartera ⁴	0	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
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	21.377	73.969	38.125	1.537	12.446	27.328	38.125	541
II. Comisiones netas	402.154	296.037	279.650	54.965	118.404	201.925	279.650	18.850
Comisiones percibidas	549.298	414.595	427.813	81.242	184.559	307.881	427.813	32.738
Tramitación y ejecución de órdenes	217.601	160.320	164.606	28.307	65.962	115.073	164.606	15.621
Colocación y aseguramiento de emisiones	17.553	11.090	8.849	155	2.153	4.103	8.849	104
Depósito y anotación de valores	38.200	42.958	42.643	11.013	22.946	34.619	42.643	2.700
Gestión de carteras	49.720	13.505	15.102	2.995	6.163	9.249	15.102	960
Diseño y asesoramiento	16.406	21.135	34.751	3.445	12.469	29.275	34.751	892
Búsqueda y colocación de paquetes	1.500	543	1.302	0	16	1.058	1.302	235
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	83.354	55.483	53.506	13.368	27.276	40.195	53.506	4.442
Otras	124.964	109.561	107.055	21.958	47.574	74.310	107.055	7.785
Comisiones satisfechas	147.144	118.558	148.163	26.277	66.155	105.956	148.163	13.888
III. Resultado de inversiones financieras	43.725	27.088	29.452	8.595	17.277	22.367	29.452	5.309
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	28.507	16.614	29.066	7.985	15.491	21.730	29.066	2.005
V. Margen bruto	495.763	413.708	376.293	73.082	163.618	273.350	376.293	26.705
VI. Resultado de explotación	145.364	85.837	55.978	-316	16.219	38.755	55.978	3.808
VII. Resultado de actividades continuadas	120.683	91.771	54.528	1.412	18.179	40.421	54.528	3.399
VIII. Resultado neto del ejercicio	157.065	91.771	54.528	1.412	18.179	40.421	54.528	3.399

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: enero de 2020.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

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

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

				2019				2020
	2017	2018	2019	I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	3.127	1.583	1.252	56	609	783	1.252	-10
II. Comisiones netas	120.674	135.782	130.293	28.211	58.008	89.925	130.293	10.266
Comisiones percibidas	142.771	156.624	150.842	32.691	66.889	103.815	150.842	12.001
Tramitación y ejecución de órdenes	20.449	20.018	23.194	5.880	11.788	17.375	23.194	2.405
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.427	1.120	580	74	208	580	580	0
Depósito y anotación de valores	903	824	879	204	421	649	879	76
Gestión de carteras	12.470	15.412	14.890	3.295	6.462	9.600	14.890	1.228
Diseño y asesoramiento	11.263	26.446	14.426	2.832	6.873	9.639	14.426	1.064
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	14.132	29.171	43.829	62.866	5.032
Otras	33.689	28.983	34.008	6.273	11.967	22.143	34.008	2.195
Comisiones satisfechas	22.097	20.842	20.549	4.480	8.881	13.890	20.549	1.735
III. Resultado de inversiones financieras	1.133	-51	910	613	738	824	910	44
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.680	-279	1.194	-18	291	739	1.194	43
V. Margen bruto	123.254	137.035	133.648	28.862	59.646	92.271	133.648	10.343
VI. Resultado de explotación	17.024	12.031	9.284	3.198	7.071	8.749	9.284	737
VII. Resultado de actividades continuadas	11.620	7.459	6.163	2.819	6.404	8.107	6.163	2.856
VIII. Resultado neto del ejercicio	11.620	7.459	6.163	2.819	6.404	8.107	6.163	2.856

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: enero 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	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	33,40	42,36	46,92	42,36	39,00	36,69	35,74	46,92
Exceso de recursos propios (miles de euros)	803.793	915.383	1.165.707	915.383	919.676	919.410	901.336	1.165.707
% exceso ⁴	317,54	429,49	486,52	429,49	387,56	358,66	346,78	486,52
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	18	20	23	20	23	21	24	23
> 100-≤ 300 %	23	29	31	29	28	28	26	31
> 300-≤ 500 %	14	10	10	10	9	9	10	10
> 500 %	18	15	13	15	16	19	20	13
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	34,28	45,16	49,63	45,16	41,02	38,02	36,95	49,63
Exceso de recursos propios (miles de euros)	755.143	874.235	1.118.273	874.235	875.732	870.260	852.187	1.118.273
% exceso ⁴	328,55	464,51	520,42	464,51	412,79	375,22	361,84	520,42
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	8	7	7	7	7	5	7	7
> 100-≤ 300 %	10	10	14	10	12	14	14	14
> 300-≤ 500 %	8	7	4	7	5	4	3	4
> 500 %	13	14	11	14	14	15	15	11
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	24,69	21,17	23,34	21,17	21,98	24,11	24,11	23,34
Exceso de recursos propios (miles de euros)	48.452	40.952	47.249	40.952	43.944	49.151	49.149	47.249
% exceso ⁴	208,66	164,84	191,77	164,84	174,71	201,36	201,40	191,77
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	10	13	16	13	16	16	17	16
> 100-≤ 300 %	12	18	16	18	16	14	12	16
> 300-≤ 500 %	6	3	6	3	4	5	7	6
> 500 %	5	1	2	1	2	4	5	2
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	30,70	29,68	25,72	29,68	-	-	-	25,72
Exceso de recursos propios (miles de euros)	198	196	185	196	-	-	-	185
% exceso ⁴	282,86	272,22	221,50	272,22	-	-	-	221,50
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 100-≤ 300 %	1	1	1	1	-	-	-	1
> 300-≤ 500 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 500 %	0	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	2018	2019	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Media ³ (%)	17,73	12,27	9,23	12,27	1,42	4,93	6,91	9,23
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	20	40	32	40	41	36	39	32
0-≤ 15 %	28	22	22	22	24	24	27	22
> 15-≤ 45 %	22	10	18	10	16	20	17	18
> 45-≤ 75 %	4	6	7	6	2	3	4	7
> 75 %	15	14	12	14	10	11	10	12
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	17,84	12,16	8,87	12,16	0,08	3,92	6,36	8,87
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	18	13	18	19	18	19	13
0-≤ 15 %	17	12	13	12	13	12	15	13
> 15-≤ 45 %	11	5	7	5	6	8	5	7
> 45-≤ 75 %	1	2	1	2	0	1	1	1
> 75 %	4	2	2	2	1	0	0	2
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	16,49	13,24	12,05	13,24	13,40	14,55	11,80	12,05
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	21	19	21	22	18	20	19
0-≤ 15 %	11	10	9	10	11	12	12	9
> 15-≤ 45 %	10	5	11	5	10	12	12	11
> 45-≤ 75 %	3	4	6	4	2	2	3	6
> 75 %	11	12	10	12	9	11	10	10
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media ³ (%)	20,65	-0,84	19,74	-0,84	-	-	-	19,74
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	1	0	1	-	-	-	0
0-≤ 15 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 15-≤ 45 %	1	0	1	0	-	-	-	1
> 45-≤ 75 %	0	0	0	0	-	-	-	0
> 75 %	0	0	0	0	-	-	-	0

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 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
				I	II	III	IV	I
Total IIC de carácter financiero	4.564	4.386	4.233	4.351	4.324	4.290	4.233	4.182
Fondos de inversión	1.676	1.617	1.595	1.612	1.620	1.611	1.595	1.578
Sociedades de inversión	2.833	2.713	2.569	2.682	2.643	2.614	2.569	2.535
IIC de IIC de inversión libre	8	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	47	49	62	50	54	58	62	62
Total IIC inmobiliarias	7	7	5	6	6	6	5	5
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	4	3	4	4	4	3	3
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.013	1.024	1.033	1.000	1.020	1.017	1.033	1.035
Fondos extranjeros comercializados en España	455	429	399	396	403	392	399	402
Sociedades extranjeras comercializadas en España	558	595	634	604	617	625	634	633
SGIIC	109	119	123	119	121	123	123	123
Depositarias IIC	54	37	36	36	36	36	36	36

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva^{1,2}

CUADRO 3.2

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I ³
Total IIC de carácter financiero	10.704.585	11.627.118	12.132.581	11.615.863	11.748.951	11.620.670	12.132.581	12.280.008
Fondos de inversión	10.283.312	11.213.482	11.734.029	11.208.135	11.347.628	11.221.151	11.734.029	11.882.809
Sociedades de inversión	421.273	413.636	398.552	407.728	401.323	399.519	398.552	397.199
Total IIC inmobiliarias	1.424	905	799	905	909	811	799	802
Fondos de inversión inmobiliaria	1.097	483	483	483	483	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	327	422	316	422	426	328	316	319
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{4,5}	1.984.474	3.172.682	3.361.901	3.233.984	3.147.153	3.144.420	3.361.901	n.d.
Fondos extranjeros comercializados en España	431.295	547.517	521.648	546.485	500.154	488.522	521.648	n.d.
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.553.179	2.625.165	2.840.253	2.687.499	2.646.999	2.655.898	2.840.253	n.d.

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

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

3 Datos disponibles: enero de 2020.

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

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

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

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva¹

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I ²
Total IIC de carácter financiero	296.619,5	286.930,9	308.170,1	297.624,2	300.021,8	301.467,3	308.170,1	308.557,6
Fondos de inversión ³	265.194,8	259.095,0	279.377,4	268.363,8	270.916,0	273.100,7	279.377,4	280.045,7
Sociedades de inversión	31.424,7	27.835,9	28.792,7	29.260,4	29.105,8	28.366,6	28.792,7	28.511,9
Total IIC inmobiliarias	991,4	1.058,2	1.072,9	1.061,6	1.070,2	1.069,5	1.072,9	1.172,3
Fondos de inversión inmobiliaria	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,3	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	631,4	748,8	763,5	752,3	760,8	760,2	763,5	862,9
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{4,5}	150.420,6	162.701,9	178.841,5	177.916,0	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	36.028,6	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	141.887,4	144.179,6	147.355,6	147.998,1	n.d.

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

2 Datos disponibles: enero de 2020.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2019, del orden de 7.817,9 millones de euros.

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

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

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

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

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

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.741	1.725	1.710	1.704	1.737	1.723	1.710	1.710
Renta fija ⁴	290	279	281	274	283	283	281	281
Renta fija mixta ⁵	155	168	173	166	173	171	173	173
Renta variable mixta ⁶	176	184	185	188	191	186	185	184
Renta variable euro	111	113	113	113	114	113	113	112
Renta variable internacional	211	236	263	240	253	257	263	268
Garantizado renta fija	79	67	66	66	66	66	66	66
Garantizado renta variable ⁷	188	163	155	161	164	159	155	153
Fondos globales	225	242	255	238	240	252	255	256
De gestión pasiva ⁸	202	172	133	160	161	148	133	132
Retorno absoluto	104	99	84	96	90	86	84	83
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.211.400	11.350.779	11.227.036	11.739.183	11.887.836
Renta fija ⁴	2.627.547	2.709.547	3.668.324	2.737.450	3.279.530	3.376.056	3.668.324	3.672.610
Renta fija mixta ⁵	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.168.810	1.124.303	1.044.836	1.087.881	1.160.952
Renta variable mixta ⁶	584.408	624.290	707.159	620.258	695.823	695.444	707.159	719.266
Renta variable euro	710.928	831.115	598.901	820.890	564.406	553.832	598.901	598.047
Renta variable internacional	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.226.793	2.301.171	2.512.222	2.655.123	2.699.205
Garantizado renta fija	190.075	165.913	154.980	162.551	164.034	161.392	154.980	154.979
Garantizado renta variable ⁷	527.533	494.660	428.470	493.318	491.969	461.897	428.470	419.995
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.535.831	1.553.357	1.291.172	1.359.915	1.385.293
De gestión pasiva ⁸	638.966	543.192	429.428	525.194	503.369	474.947	429.428	431.343
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	917.346	669.857	652.278	646.042	643.185
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	268.364,0	270.916,0	273.100,7	279.377,4	280.045,7
Renta fija ⁴	70.563,9	66.889,3	78.583,2	70.391,3	73.202,8	77.871,1	78.583,2	77.186,8
Renta fija mixta ⁵	43.407,0	40.471,0	40.819,9	40.980,6	39.643,5	38.959,2	40.819,9	43.410,6
Renta variable mixta ⁶	22.386,7	23.256,0	28.775,8	24.465,0	27.350,1	27.613,4	28.775,8	29.377,1
Renta variable euro	12.203,2	12.177,7	10.145,1	11.844,7	10.676,8	10.034,3	10.145,1	9.504,6
Renta variable internacional	24.064,6	24.404,9	34.078,9	27.088,3	27.262,4	30.447,0	34.078,9	33.355,3
Garantizado renta fija	5.456,7	4.887,4	4.809,3	5.065,6	5.197,8	5.143,1	4.809,3	4.839,5
Garantizado renta variable ⁷	15.417,5	14.556,0	13.229,1	14.724,9	14.938,2	14.395,0	13.229,1	13.047,4
Fondos globales	35.511,5	42.137,2	43.041,9	44.221,3	44.669,4	41.702,5	43.041,9	43.327,9
De gestión pasiva ⁸	19.477,8	16.138,6	14.073,8	16.396,7	15.983,2	15.355,0	14.073,8	14.204,9
Retorno absoluto	16.705,9	14.172,5	11.818,3	13.181,5	11.988,8	11.577,6	11.818,3	11.789,2

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

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

3 Datos disponibles: enero de 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
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.211.400	11.350.779	11.227.026	11.739.183	11.887.836
Personas físicas	10.080.255	11.008.977	11.534.957	11.005.326	11.145.137	11.024.532	11.534.957	11.683.884
Residentes	9.994.395	10.917.387	11.440.086	10.913.775	11.051.925	10.931.913	11.440.086	11.588.136
No residentes	85.860	91.590	94.871	91.551	93.212	92.619	94.871	95.748
Personas jurídicas	207.199	208.592	204.226	206.074	205.642	202.494	204.226	203.952
Entidades de crédito	515	655	1.928	655	649	638	1.928	1.418
Otros agentes residentes	205.804	207.073	201.408	204.512	204.084	200.945	201.408	201.453
Entidades no residentes	880	864	890	907	909	911	890	1.081
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	268.363,8	270.916,0	273.100,7	279.377,4	280.045,7
Personas físicas	218.429,6	215.785,0	231.434,8	223.371,6	225.612,8	227.293,8	231.434,8	231.824,1
Residentes	215.290,8	212.758,3	228.214,4	220.238,6	222.417,1	224.066,0	228.214,4	228.602,8
No residentes	3.138,8	3.026,7	3.220,4	3.132,9	3.195,7	3.227,8	3.220,4	3.221,3
Personas jurídicas	46.765,1	43.310,0	47.942,6	44.992,2	45.303,2	45.806,9	47.942,6	48.221,6
Entidades de crédito	342,2	384,1	523,7	402,1	358,0	321,5	523,7	499,3
Otros agentes residentes	45.518,8	41.967,9	46.628,9	43.629,7	44.069,5	44.662,0	46.628,9	46.963,7
Entidades no residentes	904,1	957,9	790,0	960,4	875,8	823,4	790,0	758,6

1 Datos disponibles: enero 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	2018	2019	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	151.586,4	130.577,0	156.702,7	24.709,7	28.564,6	35.971,0	32.555,6	59.611,3
Renta fija	59.088,5	53.165,8	91.050,8	9.957,0	15.237,7	19.188,6	15.125,4	41.499,1
Renta fija mixta	20.513,3	14.823,4	14.154,1	2.181,0	2.760,4	3.396,7	3.373,1	4.623,9
Renta variable mixta	10.452,2	10.406,8	11.156,0	1.722,8	1.454,2	4.411,4	1.624,4	3.665,9
Renta variable euro	9.452,9	7.024,3	2.998,4	1.168,8	1.045,0	672,9	511,4	769,0
Renta variable internacional	14.866,5	13.265,2	16.864,0	2.698,0	2.263,4	3.305,0	7.452,2	3.843,4
Garantizado renta fija	986,9	796,0	854,1	346,9	507,6	301,5	36,7	8,4
Garantizado renta variable	2.413,1	2.116,8	898,2	921,7	411,8	395,5	68,6	22,4
Fondos globales	21.571,9	20.455,3	12.713,7	3.820,1	3.373,1	3.416,6	2.296,0	3.628,0
De gestión pasiva	2.374,0	3.014,3	2.261,9	1.344,8	1.025,7	383,0	376,4	476,8
Retorno absoluto	9.867,1	5.493,3	3.751,5	548,6	485,7	499,9	1.691,4	1.074,5
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	130.248,0	122.669,5	154.273,0	28.594,5	28.990,0	35.660,4	32.262,7	57.359,8
Renta fija	62.087,2	55.823,7	80.046,4	10.707,5	12.244,8	16.719,5	10.531,1	40.550,9
Renta fija mixta	18.011,6	16.685,2	16.004,2	4.122,6	3.285,9	5.360,9	4.307,6	3.049,7
Renta variable mixta	4.942,6	7.344,0	7.943,7	1.812,1	1.629,8	1.792,4	1.551,0	2.970,6
Renta variable euro	6.908,0	5.246,8	6.540,2	1.381,0	2.381,9	1.899,1	1.024,1	1.235,0
Renta variable internacional	10.363,6	9.476,0	12.963,1	2.257,4	2.451,9	3.466,6	4.691,8	2.352,9
Garantizado renta fija	3.876,9	1.202,9	1.136,7	323,5	409,2	277,3	162,9	287,3
Garantizado renta variable	3.001,5	2.582,6	2.739,2	619,8	440,1	381,1	816,4	1.101,5
Fondos globales	8.587,6	11.301,6	15.133,7	3.951,1	3.173,8	3.124,3	5.702,2	3.133,4
De gestión pasiva	6.954,8	5.776,3	5.272,0	1.331,6	1.312,0	1.063,1	1.139,0	1.757,8
Retorno absoluto	5.488,2	7.230,5	6.493,7	2.087,8	1.660,6	1.575,9	2.336,3	920,8

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 netos¹**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2017	2018	2019	2018	2019	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	21.325,0	7.841,8	2.467,5	-3.941,6	-402,3	326,2	295,6	2.247,9
Renta fija	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	-762,9	2.996,7	2.469,2	4.352,6	914,1
Renta fija mixta	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	-1.948,2	-543,8	-1.631,4	-949,3	1.618,4
Renta variable mixta	5.498,6	2.485,9	3.288,8	-67,4	-27,3	2.623,8	-0,8	693,1
Renta variable euro	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-111,6	-1.331,1	-1.272,8	-518,3	-466,0
Renta variable internacional	4.514,0	3.864,1	4.113,8	450,3	-183,5	-38,9	2.843,5	1.492,7
Garantizado renta fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	53,7	98,3	24,2	-126,2	-278,9
Garantizado renta variable	-309,5	-667,2	-1.857,0	215,0	-28,5	-4,7	-745,2	-1.078,6
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	-139,1	182,9	93,2	-3.325,4	495,4
De gestión pasiva	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	10,0	-270,6	-680,3	-780,1	-1.295,8
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.641,4	-1.295,4	-1.256,1	-454,9	153,5
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.022,6	-13.919,3	18.002,8	-11.605,9	9.677,3	2.229,8	1.898,4	4.197,3
Renta fija	-24,1	-908,5	961,9	-284,1	505,3	342,6	316,0	-202,0
Renta fija mixta	451,4	-1.865,1	1.866,9	-1.219,8	1.055,2	296,2	267,5	248,0
Renta variable mixta	577,8	-1.616,6	2.231,0	-1.459,3	1.236,3	261,2	264,1	469,4
Renta variable euro	987,8	-1.871,2	1.556,4	-1.695,6	998,1	105,4	-124,2	577,1
Renta variable internacional	1.872,3	-3.522,6	5.561,1	-3.693,2	2.867,1	213,7	341,1	2.139,2
Garantizado renta fija	39,4	6,6	204,4	54,0	79,9	107,9	71,5	-54,9
Garantizado renta variable	251,3	-194,2	530,0	46,8	197,3	218,0	202,0	-87,3
Fondos globales	1.190,3	-2.602,1	3.460,8	-2.399,5	1.901,9	355,3	359,1	844,5
De gestión pasiva	472,9	-537,5	1.133,2	-451,9	532,5	266,7	157,6	176,4
Retorno absoluto	203,4	-796,6	498,7	-493,2	304,3	63,5	43,7	87,2

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

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2017	2018	2019	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	3,41	-4,19	7,67	-4,14	3,92	1,08	0,95	1,77
Renta fija	0,59	-0,79	1,83	-0,30	0,88	0,61	0,55	-0,14
Renta fija mixta	2,22	-3,25	5,75	-2,66	2,86	1,01	0,95	0,87
Renta variable mixta	4,36	-5,46	9,79	-5,72	5,48	1,33	1,32	2,03
Renta variable euro	11,14	-11,98	16,01	-12,66	8,42	1,44	-0,81	6,20
Renta variable internacional	10,80	-11,89	21,00	-13,73	11,43	1,21	1,55	7,10
Garantizado renta fija	1,14	0,56	4,52	1,23	1,77	2,21	1,50	-1,01
Garantizado renta variable	2,18	-0,80	4,20	0,43	1,50	1,61	1,54	-0,56
Fondos globales	5,39	-5,11	9,24	-5,25	4,67	1,09	1,15	2,32
De gestión pasiva	2,81	-2,55	7,88	-2,66	3,44	1,81	1,15	1,36
Retorno absoluto	2,32	-4,01	4,93	-3,09	2,42	0,74	0,59	0,98
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,91	0,86	0,85	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Renta fija	0,54	0,45	0,44	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Renta fija mixta	1,05	0,96	0,92	0,24	0,23	0,22	0,23	0,23
Renta variable mixta	1,34	1,26	1,29	0,31	0,31	0,32	0,32	0,33
Renta variable euro	1,71	1,47	1,49	0,35	0,37	0,37	0,37	0,38
Renta variable internacional	1,69	1,41	1,41	0,33	0,38	0,35	0,34	0,35
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	0,13	0,12	0,12	0,11	0,11
Fondos globales	1,07	0,98	1,03	0,25	0,25	0,25	0,26	0,27
De gestión pasiva	0,52	0,48	0,42	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10
Retorno absoluto	0,91	0,79	0,81	0,20	0,19	0,20	0,20	0,21
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	0,02	0,03	0,03	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	0,02	0,01	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
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	2,42	-4,89	7,12	3,85	0,83	0,71	1,57	-0,36
Renta fija	-0,13	-1,44	1,38	0,75	0,47	0,42	-0,26	0,30
Renta fija mixta	1,10	-4,27	4,75	2,65	0,75	0,69	0,59	0,15
Renta variable mixta	3,23	-6,45	9,25	5,32	1,03	0,97	1,68	-0,12
Renta variable euro	11,16	-13,01	14,27	8,21	0,82	-1,13	5,95	-0,51
Renta variable internacional	8,75	-12,34	22,18	11,86	0,79	1,37	6,91	-3,27
Garantizado renta fija	0,72	0,09	3,98	1,51	2,12	1,39	-1,07	-2,18
Garantizado renta variable	1,61	-1,33	3,62	1,38	1,42	1,42	-0,63	-0,46
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	4,62	0,82	0,77	2,04	0,17
De gestión pasiva	2,13	-3,16	7,45	3,37	1,66	0,96	1,28	0,67
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	2,26	0,54	0,35	0,75	0,30

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

² Datos disponibles: enero de 2020.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2017	2018	2019	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.656	4.444	7.548	4.444	5.937	5.846	6.451	7.548
Patrimonio (millones de euros)	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.262,2	2.395,0	2.321,5	2.467,1	2.832,40
Suscripciones (millones de euros)	663,9	500,7	1.290,0	89,2	106,7	139,6	208,3	835,4
Reembolsos (millones de euros)	607,2	320,4	937,0	7,2	71,4	225,7	68,7	570,7
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	56,7	180,3	353,0	82,0	35,3	-86,2	139,6	264,8
Rendimientos netos (millones de euros)	149,4	-153,8	217,2	-155,0	97,5	12,6	6,0	100,6
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	-6,16	5,56	0,36	0,22	3,94
Rendimientos de gestión ¹ (%)	9,51	-5,46	9,94	-6,51	4,42	0,83	0,49	4,03
Gastos comisión de gestión ¹ (%)	2,59	1,70	1,19	0,22	0,48	0,25	0,23	0,25
Gastos de financiación ¹ (%)	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes	3.596	2.804	2.859	2.804	2.847	2.850	2.861	2.859
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	565,9	468,8	506,9	513,7	562,4	565,9
Suscripciones (millones de euros)	205,4	7,2	72,3	1,8	29,9	0,2	42,2	0,0
Reembolsos (millones de euros)	22,1	0,6	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	-0,4
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	183,4	6,6	71,4	1,8	29,7	0,0	42,2	-0,4
Rendimientos netos (millones de euros)	-8,3	-6,5	25,7	-5,2	8,6	6,8	6,5	3,8
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,07	-1,06	1,86	1,34	1,10	0,68
Rendimientos de gestión ² (%)	-0,24	-3,04	6,32	-0,76	2,20	1,64	1,61	0,98
Gastos comisión de gestión ² (%)	1,45	1,64	1,61	0,43	0,48	0,39	0,39	0,36
Gastos comisión de depósito ² (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,01	0,02	0,02	0,02

1 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.676	1.617	1.595	1.612	1.620	1.611	1.595	1.588
Sociedades de inversión	2.824	2.713	2.560	2.673	2.634	2.605	2.560	2.545
IIC de IIC de inversión libre	8	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	47	49	62	50	54	58	62	62
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	4	3	4	4	4	3	3
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	268.363,8	270.916,0	273.100,7	279.377,4	280.045,7
Sociedades de inversión	31.021,1	27.479,7	28.385,5	28.865,9	28.712,6	27.984,6	28.385,5	28.119,1
IIC de IIC de inversión libre	468,7	468,8	565,9	506,9	513,7	562,5	565,9	-
IIC de inversión libre	2.298,2	2.262,2	2.735,5	2.389,7	2.321,5	2.461,7	2.735,5	-
Fondos de inversión inmobiliaria	360,0	309,4	309,4	309,4	309,4	309,3	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	631,5	748,8	763,5	752,3	760,8	760,2	763,5	862,9

1 Datos disponibles: enero de 2020.

2 Información de registro de IIC.

IIC extranjeras comercializadas en España^{1, 2, 3}

CUADRO 3.14

	2017	2018	2019	2018		2019		
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN⁴ (millones de euros)								
Total	150.420,6	162.335,0	178.841,5	162.335,0	181.381,8	179.976,2	177.664,7	178.841,5
Fondos	26.133,9	34.209,6	30.843,4	34.209,6	35.984,1	33.322,4	30.207,0	30.843,4
Sociedades	124.286,7	128.125,5	147.998,1	128.125,5	145.397,7	146.653,8	147.457,7	147.998,1
N.º DE INVERSORES								
Total	1.984.474	3.173.245	3.361.901	3.173.245	3.214.413	3.117.731	3.145.703	3.361.901
Fondos	431.295	547.826	521.648	547.826	529.920	496.837	488.584	521.648
Sociedades	1.553.179	2.625.419	2.840.253	2.625.419	2.684.493	2.620.894	2.657.119	2.840.253
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	1.013	1.024	1.033	1.024	1.000	1.020	1.017	1.033
Fondos	455	429	399	429	396	403	392	399
Sociedades	558	595	634	595	604	617	625	634
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	429	447	462	447	455	457	461	462
Francia	292	263	222	263	233	234	221	222
Irlanda	184	200	220	200	200	211	216	220
Alemania	35	42	48	42	43	46	47	48
Reino Unido	33	27	23	27	25	25	24	23
Países Bajos	2	2	4	2	2	2	4	4
Austria	21	24	30	24	23	25	25	30
Bélgica	5	5	5	5	5	5	4	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	8	9	11	9	9	10	10	11
Liechtenstein	3	4	4	4	4	4	4	4

- 1 El número de instituciones y su distribución por Estado de origen, incluye solamente las UCITS (sociedades y fondos) registradas en la CNMV.
- 2 Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.
- 3 Hasta IV-2017 no se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF. A partir de I-2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con la información recibida hasta el momento.
- 4 Volumen de inversión: importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2017	2018	2019	2019				2020
				I	II	III	IV	I 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	309,4	309,3	309,4	309,4
Rentabilidad (%)	-2,60	0,24	-0,02	-0,01	0,00	-0,01	0,02	0,00
SOCIEDADES								
Número	4	4	3	4	4	4	3	2
Accionistas	327	422	316	422	426	328	316	319
Patrimonio (millones de euros)	631,5	748,8	763,5	752,3	760,8	760,2	763,5	862,9

- 1 IIC que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.
- 2 Datos disponibles: enero de 2020.

