



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre IV
2018



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre IV
2018**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Maqueta: Composiciones Rali, S. A.

Índice

I Informe de coyuntura de mercados	11
II Informes y análisis	55
Gobierno corporativo y la operativa con derivados	57
Sergio García	
ETF y estabilidad financiera: un compendio de posibles fuentes de riesgo	73
Ricardo Crisóstomo y Jorge Medina	
Los denominados «dividendos flexibles» (<i>scrip dividends</i>) y la evidencia empírica en España	87
Armen Arakelyan, Eudald Canadell, Jesús González Redondo, María Gutiérrez Urtiaga y Maribel Sáez Lacave	
III Anexo legislativo	111
IV Anexo estadístico	123

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Asset-Backed Security
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
AIF	Fondos de inversión alternativa / Alternative Investment Funds
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ASCRI	Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos / Bank for International Settlements
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bono de titulización de activos
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CCC	Cámara de contrapartida central
CCVO	Contrato de compraventa de opciones
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda / Credit Default Swap
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias / Contract For Difference
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores / Central Securities Depository
CSDR	Reglamento de Depositarios Centrales de Valores / Central Securities Depositories Regulation
DC	Defensor del cliente
DCV	Depositarios centrales de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones
DSP	Derecho de suscripción preferente
EAFI	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea / European Banking Authority
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos / European Fund and Asset Management Association
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación / European Insurance and Occupational Pensions Authority
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento (UE) n.º 643/2012 / European Market Infrastructure Regulation

ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros / European System of Financial Supervisors
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados / European Securities and Markets Authority
ESRB	Junta Europea de Riesgo Sistémico / European Systemic Risk Board
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange-Traded Fund
FCR	Fondo de capital riesgo
FCRE	Fondo de capital riesgo europeo
FCR-pyme	Fondo de capital riesgo pyme
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FMI	Fondo Monetario Internacional
FIN-NET	Financial Dispute Resolution Network
FINTECH	Tecnología financiera / Financial Technology
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro / Forward Rate Agreement
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera / Financial Stability Board
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
GLEIF	Global Legal Entity Identifier Foundation
HFT	Negociación de alta frecuencia / High Frequency Trading
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas / Initial Coin Offerings
IIC	Institución de inversión colectiva
IICIL	Institución de inversión colectiva de inversión libre
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
INFO Network	International Network of Financial Services Ombudsman Schemes
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
JUR	Junta Única de Resolución
Latibex	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica / Legal Entity Identifier
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado / Market Abuse Directive
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado / Market Abuse Regulation
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad
MEFF	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros
MiFID	Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Regulation

MOU	Acuerdo de colaboración / Memorandum of Understanding
MTS	Market for Treasury Securities
NCA	Autoridad nacional competente / National Competent Authority
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OICVM	Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios
OIS	Permutas de tipos de interés a un día / Overnight Indexed Swaps
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the Counter
PER	Price to Earnings Ratio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PUI	Préstamo de Última Instancia
REIT	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario / Real Estate Investment Trust
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición / Request for Quote
ROC	Regulatory Oversight Committee
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios / Return on Equity
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedad de capital riesgo
SCR-pyme	Sociedad de capital riesgo pyme
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGECR	Sociedad gestora de empresas de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SLV	Sistema de liquidación de valores
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SON	Sistema organizado de negociación
SRB	Single Resolution Board
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas / Suspicious transaction and order report
SV	Sociedad de valores
TER	Gastos operativos de un fondo / Total Expense Ratio
TIR	Tasa interna de retorno

TRLMV	Texto refundido de la LMV (Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre)
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona del euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV
VTD	Valor teórico del derecho

I Informe de coyuntura de mercados (*)

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

Índice

1	Panorámica general	15
2	Entorno financiero exterior	17
2.1	Tipos de interés a corto plazo	17
2.2	Tipos de cambio	19
2.3	Tipos de interés a largo plazo	20
2.4	Las bolsas internacionales	25
3	Evolución reciente de los mercados financieros españoles	32
3.1	Mercados de renta fija	33
3.2	Mercados de renta variable	40

1 Panorámica general

El crecimiento mundial continuó siendo intenso en 2018, con tasas de avance estimadas del 3,7%, aunque se observó una cierta desaceleración en algunas economías y una menor sincronía entre ellas. Entre las economías avanzadas, EE. UU. siguió liderando el ritmo de avance de la actividad y dentro de las emergentes destacaron las asiáticas, con tasas de crecimiento superiores al 5% en muchos casos. No obstante, el ejercicio vino marcado por la presencia de varias fuentes de incertidumbre, entre las que destacaron las dudas relacionadas con las restricciones al comercio mundial, las tensiones en algunas economías emergentes como Turquía o Brasil, el *brexit* y la falta inicial de acuerdo entre el Gobierno italiano y la Comisión Europea en relación con las cuentas públicas de esta economía europea. En este marco, prosiguió el endurecimiento de la política monetaria en EE. UU., con cuatro subidas de los tipos de interés en 2018, mientras que en la zona del euro el BCE mantuvo sus tipos sin cambios pero puso fin al programa de compras de deuda.

Los mercados financieros internacionales tuvieron una evolución algo inestable en el ejercicio. En los mercados de renta variable las incertidumbres señaladas anteriormente dieron lugar a caídas puntuales de las cotizaciones y a rebotes de volatilidad, que no impidieron revalorizaciones notables en las bolsas de EE. UU. y de Japón durante buena parte del año. Sin embargo, en su tramo final, la percepción sobre una posible desaceleración del crecimiento mundial más intensa de lo esperado provocó una caída generalizada de las cotizaciones en todas las áreas geográficas, lo que dio lugar a pérdidas anuales de diverso calibre en los índices más relevantes, superiores al 10% en la mayoría de los casos. En los mercados de deuda las rentabilidades de los bonos soberanos a largo plazo experimentaron cambios poco relevantes en el ejercicio excepto en EE. UU. y en Italia, donde registraron un aumento considerable.

En España los mercados financieros mostraron un comportamiento similar al de otras economías europeas. La bolsa registró caídas prácticamente durante todo el año debido a las fuentes de incertidumbre presentes —la mayoría de ellas compartidas con otras economías— y a pesar del buen tono de la actividad. En el conjunto del año el Ibex 35 perdió un 15% de su valor, situándose en un rango medio con respecto al resto de índices europeos de referencia. La volatilidad sufrió pequeños y transitorios repuntes y las condiciones de liquidez se mantuvieron en niveles satisfactorios. La negociación de valores españoles experimentó pocos cambios en 2018 pero siguió la recomposición entre la cuota del mercado nacional, a la baja, y la de otros mercados y plataformas, al alza, destacando entre estos últimos la del Cboe (libro BATS). En los mercados de deuda la rentabilidad del bono a 10 años inició el año con caídas que reflejaron la mejora de su calificación crediticia y después registró incrementos puntuales asociados a las dudas sobre Italia, al igual que lo hizo la prima de riesgo. Con todo, tanto el nivel de rentabilidad del bono como la prima de riesgo finalizaron el ejercicio en niveles muy parecidos a los de finales de 2017.

Asimismo, continuó el descenso de las emisiones de deuda registradas en la CNMV, manteniéndose el de aquellas cotizadas en el exterior, que, por primera vez, superaron en importe a las primeras.

Síntesis de indicadores financieros

CUADRO 1

	I 18	II 18	III 18	IV 18 ¹
Tipos de interés a corto plazo (%)²				
Tipo de interés oficial	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 meses	-0,33	-0,32	-0,32	-0,31
Euríbor 12 meses	-0,19	-0,18	-0,17	-0,13
Tipos de cambio³				
Dólar/euro	1,23	1,17	1,16	1,15
Yen/euro	131,2	129,0	131,2	125,9
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo⁴				
Alemania				
3 años	-0,42	-0,55	-0,43	-0,53
5 años	-0,03	-0,23	-0,17	-0,27
10 años	0,58	0,39	0,45	0,25
EE. UU.				
3 años	2,42	2,65	2,83	2,68
5 años	2,63	2,77	2,88	2,68
10 años	2,84	2,91	3,00	2,83
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años (p.b.)⁴				
Zona del euro				
<i>High yield</i>	407	478	505	605
BBB	104	142	149	199
AAA	43	64	61	86
EE. UU.				
<i>High yield</i>	371	357	354	485
BBB	127	149	144	191
AAA	60	62	51	72
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales (%) ⁵				
Eurostoxx 50	-4,1	1,0	0,1	-11,7
Dow Jones	-2,5	0,7	9,0	-11,8
Nikkei	-5,8	4,0	8,1	-17,0
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	3,5	-16,3	28,5	-9,5
Bovespa (Brasil)	11,7	-14,8	9,0	10,8
Shangai Comp. (China)	-4,2	-10,1	-0,9	-11,6
BSE (India)	-4,8	4,6	1,4	0,2
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-4,4	0,2	-2,4	-9,0
PER del Ibex 35 ⁶	12,7	12,6	11,4	10,8
Volatilidad del Ibex 35 (%) ⁷	15,6	13,9	13,6	17,5
Contratación en el SIBE ⁸	2.290	3.017	1.798	2.060

Fuente: CNMV, Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Con datos hasta el 31 de diciembre.
- 2 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 3 Datos a final de periodo.
- 4 Promedio mensual de datos diarios. En la zona del euro, el diferencial se calcula respecto al bono de deuda pública alemana.
- 5 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 6 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 7 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.
- 8 Promedio diario, en millones de euros.

2 Entorno financiero exterior

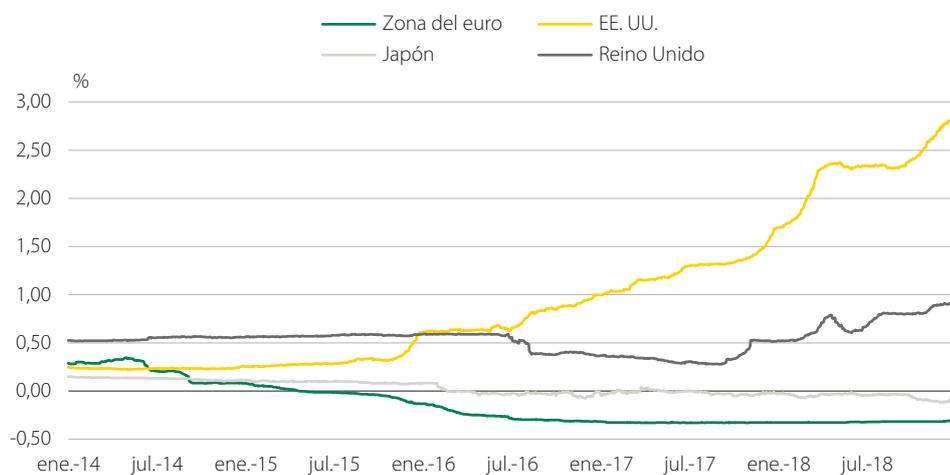
2.1 Tipos de interés a corto plazo

Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas siguieron divergiendo durante el año 2018 debido a las diferencias en el ritmo de normalización de la política monetaria aplicada por sus bancos centrales. En EE. UU. la Reserva Federal aumentó cuatro veces el tipo de interés oficial en 2018 hasta situarlo en una horquilla del 2,25-2,50% y siguió reduciéndose el tamaño de su balance¹. En paralelo, los tipos de interés a 3 meses mostraron una tendencia ascendente, situándose en el 2,81% a finales de diciembre, 111 puntos básicos (p.b.) más que a finales de 2017 (véase gráfico 1).

En la zona del euro los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron estables, en torno al -0,32% durante todo el año, en línea con las decisiones adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE), que mantuvo inalterado el tipo de interés oficial, el de la facilidad marginal de depósito y el de la facilidad marginal de crédito en el 0%, el -0,4% y el 0,25%, respectivamente, en todas las reuniones del ejercicio. A pesar de ello, la autoridad anunció en diciembre, como primera etapa del giro en su política monetaria, la finalización ese mismo mes del programa de compra de activos, aunque comunicó que reinvertirá la deuda que venza durante un periodo de tiempo extendido y, en cualquier caso, siempre que fuese necesario para mantener unas condiciones de liquidez adecuadas y un tono suficientemente acomodaticio de la política monetaria.

Tipos de interés a 3 meses

GRÁFICO 1



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

Los tipos de interés a 3 meses aumentaron en el Reino Unido hasta el 0,91% en diciembre (39 p.b. más que a principios de año) debido a la subida del tipo de interés oficial hasta el 0,75% que decidió el Banco de Inglaterra en agosto (previamente, en noviembre de 2017, había incrementado en 25 p.b. el tipo de interés oficial hasta el 0,50%, siendo estas dos subidas de tipos las únicas desde el inicio de la crisis financiera). Con

1 Este se ha reducido aproximadamente un 8,4% desde 2017.

esta decisión, la autoridad monetaria trata de contener el aumento de la inflación, que actualmente se sitúa por encima del objetivo del 2% (2,4% en diciembre), y de mantener el crecimiento económico y el empleo. Por su parte, en Japón los tipos de interés a 3 meses mostraron una leve tendencia a la baja en 2018, más intensa en el último trimestre, y finalizaron el ejercicio en torno al -0,07% (-0,02% en diciembre de 2017).

Como se observa en el cuadro 2, en el último trimestre del año los tipos de interés a corto plazo eran considerablemente más elevados en EE. UU. que en el resto de las economías avanzadas. Allí, los tipos de interés a 6 y 12 meses registraron un aumento de 32 y 20 p.b., respectivamente, en el último trimestre, situándose en el 2,89% y el 3,08% en diciembre (el incremento acumulado en el año fue de 112 y 103 p.b. respectivamente). En el Reino Unido, los tipos de interés a 6 y 12 meses también aumentaron en 2018. En diciembre estos tipos de interés se situaban en el 1,03% y el 1,16% respectivamente, unos niveles superiores a los del mismo mes de 2017 (0,58% y 0,77% respectivamente), impulsados por la subida del tipo de interés oficial. Por su parte, tanto en la zona del euro como en Japón los tipos mostraron variaciones muy leves en las referencias a 6 y a 12 meses.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Zona del euro								
Oficial ²	0,05	0,00	-0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3 meses	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,33	-0,32	-0,32	-0,31
6 meses	-0,04	-0,22	-0,27	-0,24	-0,27	-0,27	-0,27	-0,24
12 meses	0,06	-0,08	-0,19	-0,13	-0,19	-0,18	-0,17	-0,13
EE. UU.								
Oficial ³	0,50	0,75	1,50	2,50	1,75	2,00	2,25	2,50
3 meses	0,54	0,98	1,61	2,79	2,17	2,33	2,35	2,79
6 meses	0,77	1,31	1,77	2,89	2,34	2,49	2,57	2,89
12 meses	1,09	1,67	2,05	3,08	2,60	2,76	2,88	3,08
Reino Unido								
Oficial	0,50	0,25	0,50	0,75	0,50	0,50	0,75	0,75
3 meses	0,58	0,37	0,52	0,90	0,63	0,64	0,80	0,90
6 meses	0,74	0,54	0,58	1,03	0,74	0,76	0,90	1,03
12 meses	1,05	0,79	0,77	1,16	0,94	0,94	1,05	1,16
Japón								
Oficial ⁴	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3 meses	0,08	-0,04	-0,02	-0,10	-0,05	-0,04	-0,04	-0,10
6 meses	0,12	0,01	0,02	0,00	0,01	0,02	0,02	0,00
12 meses	0,22	0,12	0,11	0,11	0,11	0,12	0,14	0,11

Fuente: Thomson Datastream.

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

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

4 Tipo de la política monetaria.

En cuanto a las expectativas acerca de los tipos de interés, los tipos de interés *forward* (FRA, por sus siglas en inglés) pronostican que las diferencias en los tipos a corto plazo entre la zona del euro y EE. UU. tenderán a mantenerse en 2019. En el caso de la zona del euro se espera estabilidad en los tipos, lo que es congruente con la intención que ha expresado el BCE de mantener el tipo de interés oficial en el 0% como mínimo hasta verano de 2019 (véase cuadro 3). En EE. UU. los tipos FRA apuntan también a un periodo de pocos cambios en los tipos a corto plazo, tras los numerosos incrementos de tipos por parte de la Reserva Federal efectuados desde 2016², pues se abre un periodo de cierta ralentización de la actividad que demorará o, al menos, atenuará el ritmo y la magnitud de los aumentos a corto plazo.

Tipos de interés *forward* (FRA) a 3 meses

CUADRO 3

%

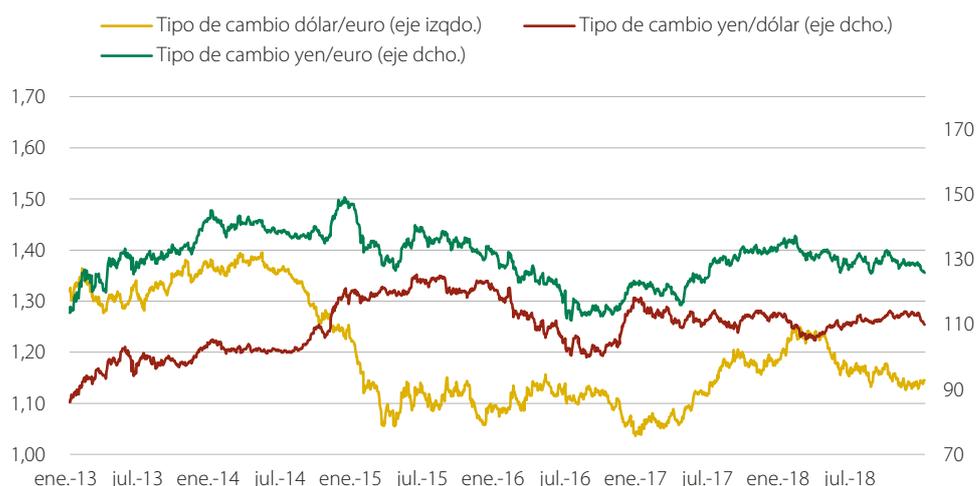
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Zona del euro								
Contado	-0,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,33	-0,32	-0,32	-0,31
FRA 3x6	-0,17	-0,31	-0,32	-0,30	-0,32	-0,31	-0,30	-0,30
FRA 6x9	-0,18	-0,29	-0,31	-0,29	-0,31	-0,28	-0,28	-0,29
FRA 9x12	-0,18	-0,28	-0,28	-0,28	-0,29	-0,28	-0,24	-0,28
FRA 12x15	-0,18	-0,26	-0,23	-0,25	-0,25	-0,26	-0,17	-0,25
EE. UU.								
Contado	0,61	1,00	1,69	2,81	2,31	2,34	2,40	2,81
FRA 3x6	0,77	1,08	1,78	2,70	2,32	2,48	2,69	2,70
FRA 6x9	0,94	1,24	1,94	2,68	2,40	2,66	2,86	2,68
FRA 9x12	1,09	1,39	2,06	2,66	2,52	2,78	3,00	2,66
FRA 12x15	1,26	1,55	2,15	2,64	2,60	2,86	3,09	2,64

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

2.2 Tipos de cambio

El tipo de cambio del euro respecto al dólar se situó en torno al 1,15 en diciembre, habiendo comenzado el año con una cifra ligeramente superior (1,20 al cierre de 2017). Como se puede observar en el gráfico 2, este tipo de cambio se mantuvo por encima de 1,20 en los cuatro primeros meses del año, pero después la depreciación del euro fue predominante. En este cambio de tendencia influyó, por una parte, el atractivo de la divisa estadounidense como consecuencia del mayor rendimiento de sus activos y, por otra, la existencia de diversos elementos de incertidumbre en Europa (Italia, *brexit*), que debilitaron la cotización de la moneda europea. La evolución del tipo de cambio del euro respecto al yen siguió un patrón similar al del dólar/euro durante el año, con la consiguiente ligera depreciación de la divisa europea. Entre diciembre de 2017 y diciembre de 2018, ese tipo de cambio pasó de 135 a 126 yenes por euro.

2 Desde diciembre de 2016, la subida acumulada del tipo de interés oficial es de 2 puntos porcentuales (p.p.).

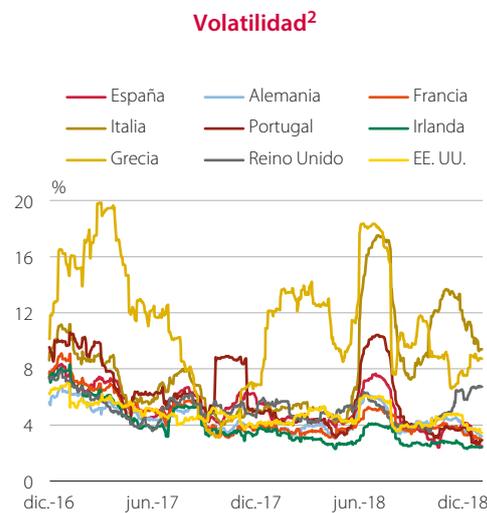
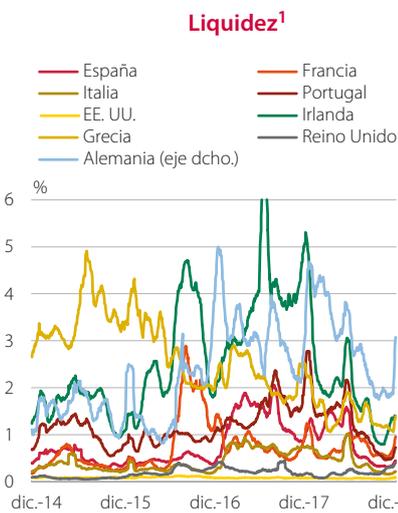
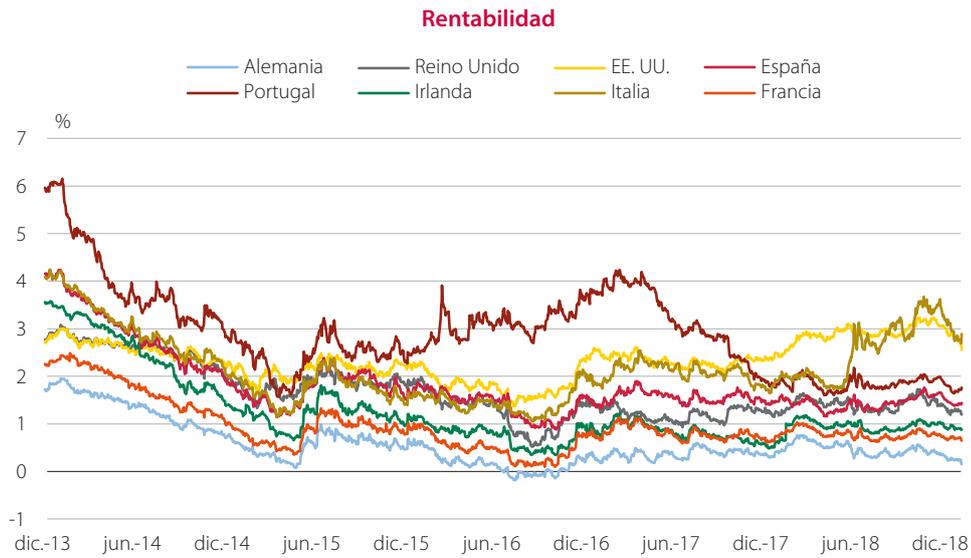


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

2.3 Tipos de interés a largo plazo

Los tipos de interés a largo plazo de los bonos soberanos de la mayoría de las economías avanzadas tuvieron un comportamiento relativamente estable durante 2018, con ligeros repuntes durante los primeros meses y descensos entre noviembre y diciembre. El comportamiento en la última parte del año tuvo su origen en un empeoramiento de las perspectivas de crecimiento a nivel mundial y, en el caso europeo, además, en la confirmación de que los cambios en la política monetaria del BCE serían lentos y progresivos. Tan solo en EE. UU. y, especialmente, en Italia se produjo un aumento de la rentabilidad en el conjunto del año, que fue de 28 p.b. en el caso de EE. UU. (del 2,41% al 2,69%) y de 77 p.b. en Italia (del 2,00% al 2,77%).

En consonancia con la tendencia general, los tipos de interés a largo plazo de los países de la zona del euro mostraron leves descensos —en algunos casos inapreciables— durante el último trimestre del año, a pesar de la inminente finalización del programa de compra de activos del BCE (APP, por sus siglas en inglés), ya que los inversores lo habían anticipado anteriormente en buena parte. De esta forma, las rentabilidades de la deuda pública a 10 años registraron una disminución de 10 p.b. en Francia y de 23 p.b. en Alemania, mientras que en Italia el retroceso fue algo mayor, de 37 p.b. En el caso de Alemania, la consideración de activo refugio de la deuda puede explicar parcialmente el descenso de su rentabilidad, mientras que en Italia pudo haber influido el principio de acuerdo con la Unión Europea para la aprobación de sus presupuestos. En España, por su parte, los tipos comenzaron a caer ligeramente a mediados de octubre, después de haber alcanzado el 1,76%, como reflejo del descenso de las tensiones políticas domésticas y de la incertidumbre en Italia. Así, en el último trimestre se produjo una caída de 9 p.b. (y de 34 p.b. desde el máximo de octubre).



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

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

En EE. UU. la rentabilidad de la deuda pública se mantuvo ligeramente por encima del 3% durante los meses de octubre y noviembre, mientras que descendió en diciembre, cerrando el año en el 2,69%, a pesar de la subida de un 0,25% de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal a mediados de mes. De manera similar, el tipo de interés del bono soberano en el Reino Unido osciló alrededor del 1,5% entre octubre y noviembre y se redujo hasta el 1,27% a lo largo del mes de diciembre.

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Alemania								
3 años	-0,28	-0,71	-0,58	-0,53	-0,42	-0,55	-0,43	-0,53
5 años	-0,07	-0,46	-0,30	-0,27	-0,03	-0,23	-0,17	-0,27
10 años	0,60	0,29	0,36	0,25	0,58	0,39	0,45	0,25
EE. UU.								
3 años	1,28	1,49	1,95	2,68	2,42	2,65	2,83	2,68
5 años	1,69	1,95	2,18	2,68	2,63	2,77	2,88	2,68
10 años	2,24	2,49	2,41	2,83	2,84	2,91	3,00	2,83
Reino Unido								
3 años	0,82	0,19	0,51	0,74	0,89	0,75	0,84	0,74
5 años	1,25	0,57	0,74	0,90	1,16	1,05	1,12	0,90
10 años	1,88	1,39	1,22	1,27	1,45	1,32	1,53	1,27
Japón								
3 años	0,00	-0,14	-0,13	-0,14	-0,13	-0,12	-0,09	-0,14
5 años	0,04	-0,08	-0,11	-0,13	-0,11	-0,11	-0,06	-0,13
10 años	0,30	0,06	0,05	0,04	0,04	0,04	0,12	0,04

Fuente: Thomson Datastream.

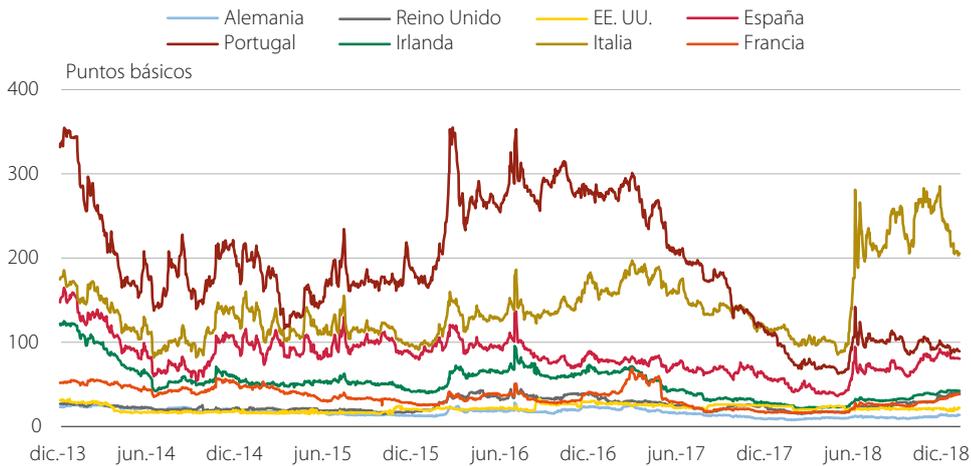
1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas aumentaron, en términos generales, a lo largo de 2018, coincidiendo con las correcciones a la baja de las previsiones de crecimiento mundial; en el caso de los países periféricos de la zona del euro, este incremento se vio agudizado por los resultados de las elecciones en Italia del mes de mayo. De esta forma, la prima de riesgo italiana registró un primer repunte a finales de ese mes (hasta los 281 p.b., 163 más que a finales de 2017) y posteriormente entre octubre y noviembre debido a la falta de acuerdo entre el gobierno italiano y la Comisión Europea respecto a los presupuestos de 2019. A finales de año disminuyó la incertidumbre en esta materia, lo que permitió que la prima de riesgo descendiera hasta los 205 p.b. En Portugal, la prima se incrementó 28 p.b. en los cinco primeros meses del año hasta alcanzar los 142 p.b. para reducirse posteriormente en los siguientes siete meses hasta los 89 p.b., mientras que en España el aumento hasta mayo fue de 38 p.b. (hasta los 95 p.b.) y cerró el año en 80 p.b. En Grecia, por su parte, la mayor subida de la prima de riesgo se produjo durante los dos últimos meses del año, con un incremento de alrededor de 100 p.b., coincidiendo con la propuesta del gobierno heleno de crear un vehículo para transferir parte de los activos tóxicos de los bancos comerciales y así impedir que continuasen cayendo sus cotizaciones en la bolsa, tras registrar un retroceso cercano al 40% entre los meses de enero y octubre.

En el resto de economías europeas, apenas afectadas por la incertidumbre en Italia, las primas de riesgo experimentaron una ligera subida gradual a lo largo de 2018. Así, por ejemplo, en Francia aumentó 21 p.b. y en Alemania y el Reino Unido, 4 y 20 p.b., respectivamente. Por el contrario, la prima de riesgo soberano de EE. UU. se mantuvo prácticamente constante durante todo el ejercicio y se situó en 22 p.b. a finales de diciembre, tan solo 2 p.b. por debajo de los de finales de 2017 (véase gráfico 4).

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

GRÁFICO 4



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

En línea con el comportamiento de la deuda soberana, las primas de riesgo de las entidades de crédito de la zona del euro se incrementaron a lo largo de 2018, ya que se vieron afectadas por los mismos factores que contribuyeron al aumento de las primas de riesgo soberano (las perspectivas de un menor crecimiento y el aumento de la incertidumbre política en algunas economías a nivel mundial) además de por el retraso en la normalización de la política monetaria del BCE. En este contexto, la prima de riesgo del conjunto del sector bancario en la zona del euro aumentó 21 p.b. durante 2018 y se situó en 155 p.b. a finales de diciembre. En EE. UU. también se produjo un avance de la prima de riesgo del sector bancario, de 33 p.b. a 70 p.b., a pesar del descenso de la prima de riesgo soberano.

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

GRÁFICO 5



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

Por su parte, las primas de riesgo de la deuda corporativa también experimentaron avances durante 2018 en las principales economías avanzadas, especialmente en el segmento de peor calidad crediticia, después de dos años de descensos continuados. Estos incrementos fueron más moderados en EE. UU., ya que comenzaron a producirse pasado el verano. A finales de diciembre la prima de riesgo de los bonos *high*

yield de la economía estadounidense se situaba en 485 p.b., con lo que acumulaba un aumento anual de 108 p.b. (131 p.b. durante el cuarto trimestre). En el mismo periodo, la prima de riesgo de la deuda privada con peor calificación crediticia en la zona del euro mostró un avance sustancialmente mayor (207 p.b.) y llegaba a los 605 p.b., como consecuencia del entorno de incertidumbre ya mencionado (véase cuadro 5).

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 5

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

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Zona del euro²								
<i>High yield</i>	542	469	398	605	407	478	505	605
BBB	169	143	104	199	104	142	149	199
AAA	124	75	54	86	43	64	61	86
EE. UU.								
<i>High yield</i>	654	408	377	485	371	357	354	485
BBB	211	141	122	191	127	149	144	191
AAA	68	56	44	72	60	62	51	72

Fuente: Thomson Datastream.

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

2 Diferencial respecto al bono alemán.

Las emisiones netas de deuda en los mercados internacionales ascendieron a 2,04 billones de dólares en 2018, un 19,0% menos que en 2017. Por sectores, se observa que las emisiones de deuda disminuyeron en todos ellos a excepción del sector financiero, cuyas emisiones se situaron en 846.000 millones de dólares, un 16,0% más que al cierre del año anterior, como consecuencia del importante aumento registrado en Europa (véase gráfico 6).

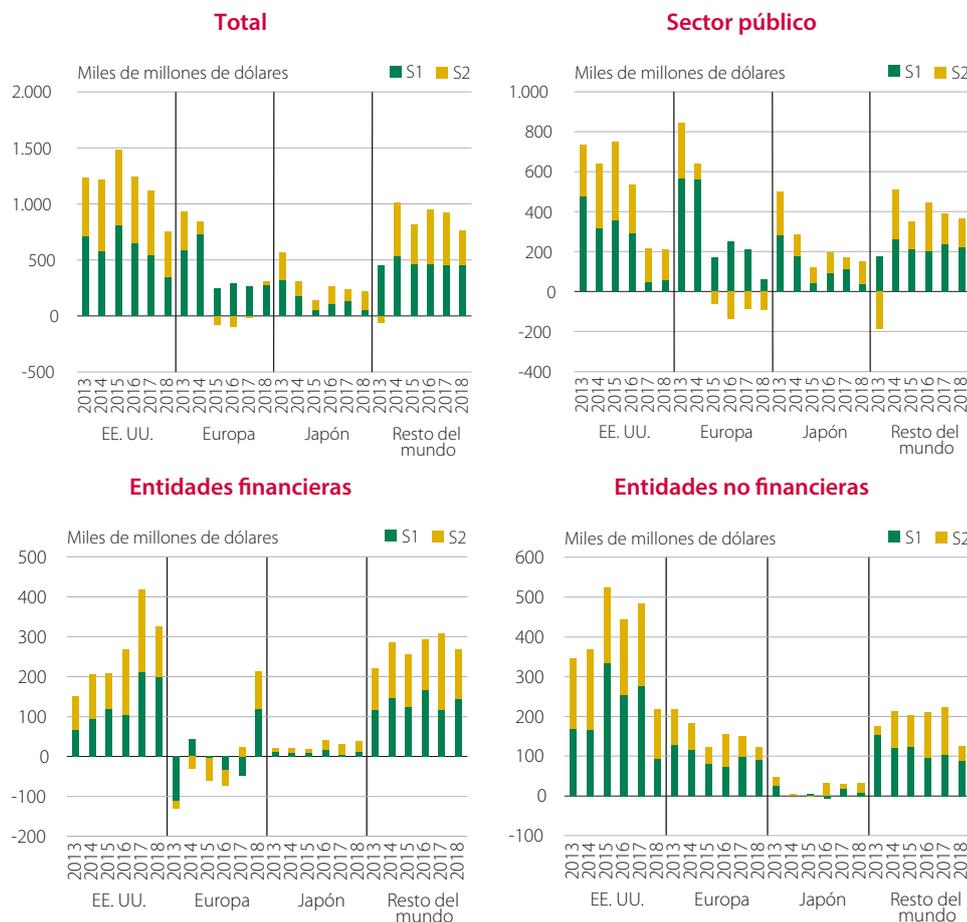
En EE. UU. el volumen acumulado de emisiones netas en el año disminuyó de forma significativa hasta los 753.000 millones de dólares (1,12 billones de dólares en 2017) en un contexto de aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal. La reducción se produjo tanto en el sector privado como en el público, siendo mucho más drástica en el primero de ellos, con una contracción de las emisiones del 39,5%, hasta los 544.000 millones de dólares, en términos netos. De estos, 327.000 millones correspondieron al sector financiero, un 21,5% menos que en 2017. Por su parte, las emisiones netas de deuda soberana ascendieron a 209.000 millones de dólares en 2018, una cifra muy parecida a la de 2017 (tan solo 8.000 millones por debajo).

En Europa, por el contrario, las emisiones netas de deuda experimentaron un avance del 24,8% a lo largo de 2018 y se situaron en 308.000 millones de dólares. El impulsor de este crecimiento fue el sector financiero, cuyas emisiones de deuda en términos netos se situaron en 213.000 millones de dólares, después de 3 años consecutivos de valores negativos, ya que muchas entidades aprovecharon las buenas condiciones de financiación existentes en el contexto de la inminente finalización de los programas de financiación a largo plazo del BCE específicos para bancos. Por el contrario, las emisiones de las empresas no financieras registraron un importante descenso y se situaron en 124.000 millones de dólares, un 18% menos que en 2017,

mientras que las emisiones netas de deuda soberana fueron negativas por primera vez desde el inicio de la crisis (-29.000 millones de dólares), ya que las emisiones brutas, que se redujeron un 5,8%, no superaron los vencimientos del año.

Emisiones netas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

2.4 Las bolsas internacionales

Los principales índices de renta variable internacionales registraron descensos sustanciales en el cuarto trimestre del año debido a varios elementos de incertidumbre, entre los que destacó la percepción de una desaceleración económica de cierta intensidad en las economías más importantes, la prolongación de las tensiones relacionadas con los intercambios comerciales, las dudas en torno al *brexit* o la falta de acuerdo entre la Unión Europea y el gobierno italiano en relación con su presupuesto durante buena parte del periodo considerado. En este contexto, los índices japoneses junto con los estadounidenses experimentaron los descensos más pronunciados. Los primeros cayeron entre un 17% y un 17,8% y los segundos entre un 11,8% y un 17,5%. En el caso de los índices estadounidenses, las caídas de las cotizaciones se agravaron por la sensación de que los niveles de los precios eran demasiado altos en determinadas compañías, en particular, las tecnológicas. En Europa, los índices también registraron pérdidas significativas en los últimos tres meses del año. El mayor

retroceso se produjo en el índice francés Cac 40 (13,9%), afectado por la revuelta social de los denominados «chalecos amarillos», y en el alemán Dax 30 (13,8%). Por su parte, el índice italiano Mib 30 y el Ibex 35 cedieron un 11,5% y un 9,0% respectivamente (véase cuadro 6).

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 6

%

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

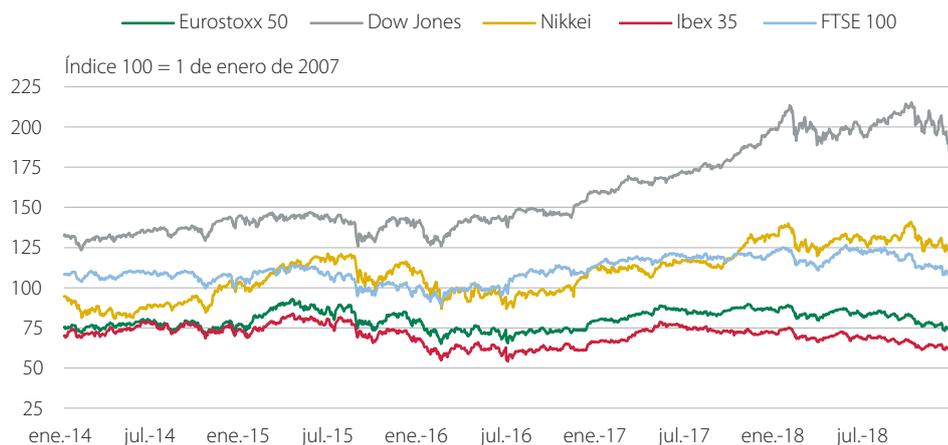
Fuente: Datastream.

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

En el conjunto del año, los principales índices bursátiles registraron importantes descensos, aunque se había observado una mayor heterogeneidad hasta el tercer trimestre del ejercicio, con un comportamiento más favorable en las bolsas de EE. UU. y de Japón y menos en Europa, afectadas por numerosas fuentes de incertidumbre. Las mayores pérdidas se produjeron en esta última región, donde los índices cayeron entre un 11,0% (Cac 40) y un 18,3% (Dax 30). En las bolsas de EE. UU. los descensos fueron más moderados, oscilando entre el 3,9% y el 6,2%, en un contexto caracterizado por el buen tono de la actividad económica y del mercado de trabajo, que muestra tasas de desempleo en mínimos desde 1969.

Evolución de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 7

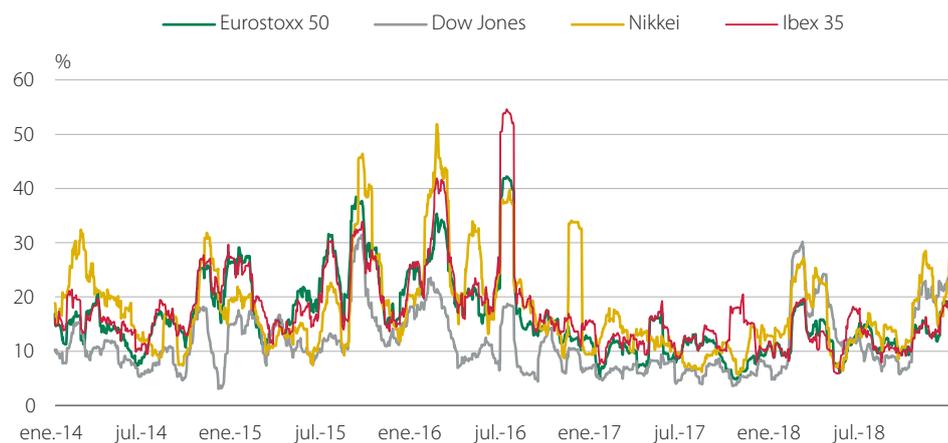


Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las diferentes medidas de volatilidad de los índices bursátiles más relevantes se situaron en niveles reducidos, si se considera la media anual en comparación con sus promedios históricos. Sin embargo, las turbulencias de los mercados del primer y último trimestre del año dieron lugar a repuntes de volatilidad transitorios, hasta valores inferiores a los registrados en otros momentos de incertidumbre. Así, por ejemplo, la volatilidad histórica de los índices Dow Jones y Nikkei creció hasta valores cercanos al 30% en febrero y en diciembre, frente a los promedios del 15% y 16,6% respectivamente en el año (véase gráfico 8). En las bolsas europeas, la volatilidad alcanzó máximos puntuales cercanos al 20%, con medias anuales ligeramente por encima del 10%, que son niveles bajos. De forma similar, los indicadores de volatilidad implícita registraron máximos temporales en los mismos meses, aunque el repunte de diciembre fue algo superior y se alcanzaron niveles próximos al 40% en algunos índices (por ejemplo, en el japonés Nikkei).

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 8



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

Las rentabilidades por dividendo experimentaron comportamientos dispares entre índices, con leves ascensos con respecto al año anterior en algunos de los europeos, como el italiano Mib 30 (del 3,5% al 4,7%), el alemán Dax 30 (del 2,6% al 3,5%) o el Ibex 35 (del 3,8% al 4,6%) y descensos en otros como el Cac 40, que cayó 0,6 p.p. hasta el 3,8%,

o el Euronext 100, que pasó del 4,1% al 3,7%. Las rentabilidades por dividendo de otros índices relevantes de renta variable mostraron variaciones poco relevantes en el año. Como se puede observar en el cuadro 7, las rentabilidades por dividendo de los índices europeos continúan siendo, en términos generales, superiores a las de los estadounidenses o japoneses. Así, a finales de diciembre, las primeras se situaban entre el 3,5% del índice Dax 30 y el 4,7% del Mib 30, frente al 2,6% del Topix o el 2,8% del S&P 500.

Rentabilidad por dividendo de los principales índices bursátiles

CUADRO 7

%

	2015	2016	2017	2018	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18 ¹
S&P 500	2,6	2,5	2,2	2,8	2,4	2,4	2,3	2,8
Topix	1,9	1,9	1,8	2,6	1,9	2,0	1,9	2,6
Eurostoxx 50	4,0	4,1	3,9	4,1	3,7	3,7	3,6	4,1
Euronext 100	4,2	4,4	4,1	3,7	3,4	3,3	3,3	3,7
FTSE 100	4,8	4,1	4,0	4,8	4,2	4,0	4,1	4,8
Dax 30	2,7	2,7	2,6	3,5	3,0	3,1	3,0	3,5
Cac 40	4,7	4,9	4,4	3,8	3,4	3,3	3,2	3,8
Mib 30	2,9	3,9	3,5	4,7	3,9	3,9	4,1	4,7
Ibex 35	3,9	3,9	3,8	4,6	4,3	4,0	4,1	4,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

Las ratios precio sobre beneficios (PER) de los principales índices de renta variable presentaron descensos considerables a lo largo del año en consonancia con la caída de las cotizaciones (véase cuadro 8). Cabe destacar el importante descenso de dicha ratio en el índice Topix (-4,3), hasta situarse en 10,7, y en el S&P 500 (-4,1), que alcanzó 14,3 en diciembre. En Europa, las caídas más significativas se produjeron en el índice italiano Mib 30 (-4), que acabó con la ratio más baja de entre todos los índices considerados (9,9) y en el Euronext 100 (-3,6). En el caso español, la ratio PER disminuyó en 3,1, hasta situarse en 10,5, un nivel bajo en comparación con otros índices. En general, a finales de 2018, este indicador tomaba valores cercanos a 11 en la mayoría de índices, excepto en el estadounidense S&P 500, con un 14,3 y el italiano, con un 9,9.

PER¹ de los principales índices bursátiles

CUADRO 8

	2015	2016	2017	2018	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18 ²
S&P 500	16,5	17,2	18,5	14,3	16,3	16,2	16,9	14,3
Topix	14,1	14,8	15,0	10,7	13,5	13,3	13,6	10,7
Eurostoxx 50	13,8	14,0	14,0	11,4	12,8	12,7	12,9	11,4
Euronext 100	15,3	15,3	15,8	12,2	14,8	14,5	14,5	12,2
FTSE 100	15,5	14,3	14,4	11,2	13,1	13,1	12,8	11,2
Dax 30	13,1	13,4	13,3	11,0	12,1	11,9	12,2	11,0
Cac 40	14,3	14,2	14,5	11,2	13,5	13,3	13,4	11,2
Mib 30	15,2	14,3	13,8	9,9	13,1	11,7	11,6	9,9
Ibex 35	14,1	14,3	13,6	10,5	12,4	12,2	11,8	10,5

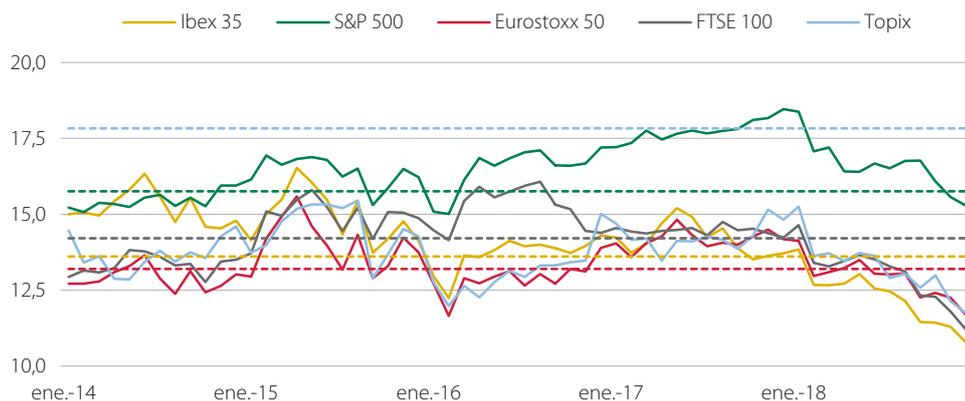
Fuente: Thomson Datastream.

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

2 Datos hasta el 31 de diciembre.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 9



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

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

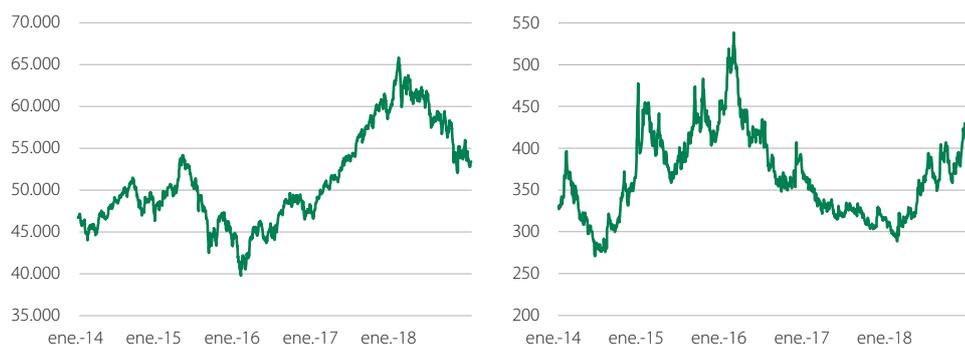
A lo largo de todo el año, el comportamiento de las economías emergentes estuvo marcado por la escalada de las tensiones comerciales entre China y EE. UU. y por las incertidumbres observadas en países como Turquía o Argentina. Todo ello dio lugar a retrocesos importantes en los precios de sus mercados bursátiles, en especial en el último trimestre (el índice MSCI de renta variable emergente cayó un 7,8%), y a aumentos notables en las primas de riesgo. En el conjunto de 2018, el índice MSCI disminuyó un 12,3% y la prima de riesgo (EMBI) aumentó 123 p.b., de forma que a finales de diciembre esta se situaba en 434 p.b. (véase gráfico 10).

Valoración del riesgo en las economías emergentes

GRÁFICO 10

Índice MSCI de renta variable emergente

Prima de riesgo de la deuda emergente (EMBI)¹



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

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

Rentabilidad de otros índices bursátiles internacionales

CUADRO 9

	Índice	2015	2016	2017	2018	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18 ¹
Latinoamérica									
Argentina	Merval	36,1	44,9	77,7	0,8	3,5	-16,3	28,5	-9,5
Brasil	Bovespa	-13,3	38,9	26,9	15,0	11,7	-14,8	9,0	10,8
Chile	IGPA	-3,8	14,2	35,0	-7,3	-0,9	-3,2	0,2	-3,5
México	IPC	-0,4	6,2	8,1	-15,6	-6,5	3,3	3,9	-15,9
Perú	IGRA	-33,4	58,1	28,3	-3,1	2,9	-3,7	-1,2	-1,1
Asia									
China	Shangai Comp.	9,4	-12,3	6,6	-24,6	-4,2	-10,1	-0,9	-11,6
India	BSE	-3,2	3,6	31,5	1,2	-4,8	4,6	1,4	0,2
Corea del Sur	Korea Cmp. Ex	2,4	3,3	21,8	-17,3	-0,9	-4,9	0,7	-12,9
Filipinas	Manila Comp.	-3,9	-1,6	25,1	-12,8	-6,8	-9,9	1,2	2,6
Hong Kong	Hang Seng	-7,2	0,4	36,0	-13,6	0,6	-3,8	-4,0	-7,0
Indonesia	Yakarta Comp.	-12,1	15,3	20,0	-2,5	-2,6	-6,3	3,1	3,6
Malasia	Kuala Lumpur Comp.	-3,9	-3,0	9,4	-5,9	3,7	-9,2	6,0	-5,7
Singapur	SES All-S'Pore	-14,3	-0,1	18,1	-9,8	0,7	-4,6	-0,4	-5,8
Tailandia	Bangkok SET	-14,0	19,8	13,7	-10,8	1,3	-10,2	10,1	-11,0
Taiwán	Taiwan Weighted Pr.	-10,4	11,0	15,0	-8,6	2,5	-0,6	1,6	-11,6
Europa del Este									
Rusia	Russian RTS Index	-4,3	52,2	0,2	-7,6	8,2	-7,6	3,3	-10,6
Polonia	Warsaw G. Index	-9,6	11,4	23,2	-9,5	-8,4	-4,2	5,4	-2,2
Rumanía	Romania BET	-1,1	1,2	9,4	-4,8	12,4	-7,2	4,0	-12,2
Bulgaria	Sofix	-11,7	27,2	15,5	-12,3	-4,2	-2,3	-1,6	-4,8
Hungría	BUX	43,8	33,8	23,0	-0,6	-5,4	-3,0	2,9	5,3
Croacia	CROBEX	-2,8	18,1	-7,6	-5,1	-2,1	0,6	-1,9	-1,9

Fuente: Thomson Datastream.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

Como se observa en el cuadro 9, los mercados bursátiles de las economías emergentes mostraron, en general, notables retrocesos durante 2018. En Latinoamérica, la excepción fue el índice brasileño Bovespa, que reaccionó positivamente (se revalorizó un 10,8%) a la victoria de Jair Bolsonaro en las elecciones generales de octubre. En Asia, donde se observaron pérdidas importantes en la mayoría de los índices de renta variable, destacó el Shanghai Composite, que disminuyó un 24,6% entre enero y diciembre. Por su parte, el índice ruso (RTS Index) tuvo una evolución irregular a lo largo del ejercicio. En ausencia de mayores sanciones económicas internacionales, pero con un descenso en los precios del petróleo en el tramo final del año, este índice cedió un 10,6% en el último trimestre y un 7,6% en el conjunto de 2018.

Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas, los volúmenes de negociación de las principales bolsas y sistemas multilaterales de negociación (SMN) mostraron una evolución heterogénea por

zonas geográficas a lo largo de 2018. Así, en EE. UU. se observó un aumento generalizado de la actividad de negociación, que alcanzó un volumen de 39,7 billones de euros, un 18% más que en 2017. Entre las plataformas europeas, los ascensos más notables se produjeron en Deutsche Börse y en Cboe Equities Europe, con un 9,6% y un 5% respectivamente en comparación con las cifras de 2017. En el lado opuesto se volvió a situar el SMN Turquoise, con un retroceso superior al 25%. Los volúmenes de negociación de otros mercados de Europa y de Japón también disminuyeron, pero de forma más moderada (véase cuadro 10).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 10

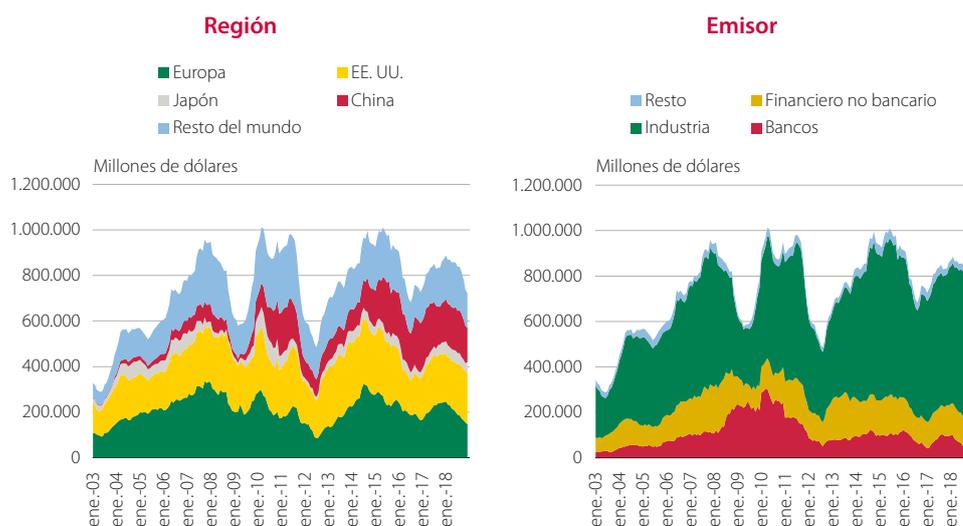
Importes en miles de millones de euros

	2015	2016	2017	2018	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18 ¹
Operador de mercado								
EE. UU. ²	40.094	38.089	33.680	39.744	10.877,1	10.350,4	9.522,5	9.117,1
Nasdaq OMX	11.350	10.023	10.002	12.758	3.301,6	3.236,7	3.197,6	3.078,9
NYSE	15.850	15.679	12.825	14.714	4.037,9	3.871,7	3.538,9	3.307,3
BATS Global Markets	12.893	12.387	10.854	12.272	3.537,6	3.242,0	2.785,9	2.730,9
Japan Exchange Group	5.025	5.086	5.129	4.896	1.429,6	1.277,3	1.214,2	981,5
London Stock Exchange Group ³	2.402	2.070	2.053	2.005	580,7	590,1	474,6	359,8
Euronext ⁴	1.883	1.598	1.714	1.728	492,3	471,2	428,5	338,4
Deutsche Börse	1.411	1.182	1.307	1.432	425,7	378,9	347,2	281,3
BME ⁵	958	652	650	591	146,7	192,1	118,1	133,8
Cboe Equities Europe ⁶	2.862	2.396	2.120	2.225	593,5	625,3	565,8	440,5
Sistema multilateral de negociación (SMN)								
Turquoise	973	1.224	810	589	189	165	140	95

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

- 1 Datos hasta el 30 de noviembre excepto en BME, donde se recogen hasta el 31 de diciembre.
- 2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE), Euronext y BATS Global Markets.
- 3 Incluye London Stock Exchange y Borsa Italiana.
- 4 Incluye Bélgica, Holanda, Francia, Portugal y Euronext London.
- 5 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 6 BATS Europe hasta febrero de 2017, fecha en que fue adquirido por el grupo Cboe Global Markets.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales se situó en 720.000 millones de dólares en el conjunto de 2018, un 17,5% menos que en 2017. Este descenso se enmarca en un contexto complicado para las bolsas, sobre todo en Europa, que desincentivó las emisiones de acciones. En EE. UU. y en Japón, donde el tono de los mercados de renta variable fue favorable la mayor parte del año, las emisiones registraron aumentos del 4,9% y el 3,1% respectivamente. Por el contrario, en China decrecieron un 19,0%, hasta los 149.000 millones de dólares, y en Europa lo hicieron aún más, un 40,1%, hasta los 145.000 millones. El desglose por sectores mostró descensos generalizados en las emisiones a excepción de las empresas de *utilities*, que registraron un incremento del 16,0%. Las emisiones de acciones de los bancos cayeron un 60,5%; las de las empresas financieras, un 24,8%; y las de las compañías industriales, un 10,3%.

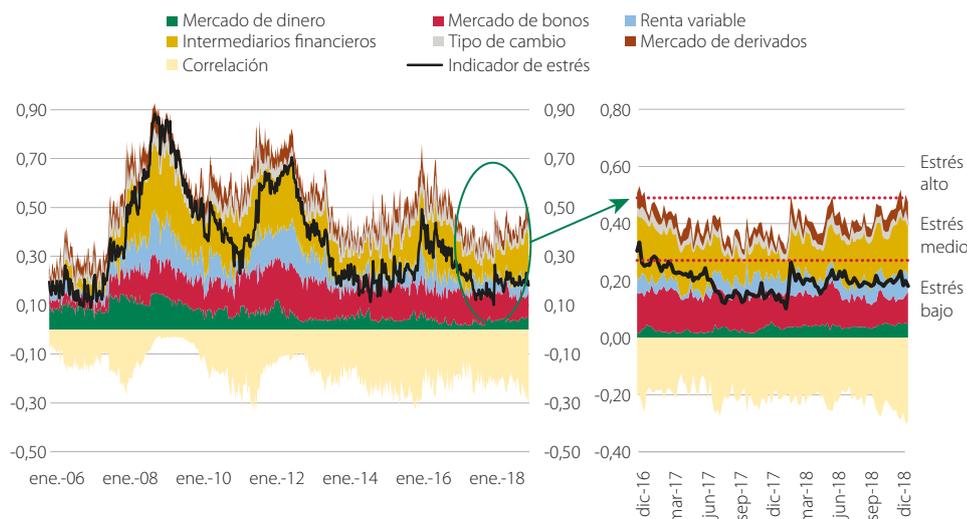


Fuente: Dealogic. Datos acumulados de doce meses hasta el 31 de diciembre.

3 Evolución reciente de los mercados financieros españoles

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha mostrado durante 2018 valores que se corresponden con niveles de estrés bajo (por debajo de 0,27)³, aunque ha experimentado repuntes transitorios asociados a varios elementos de incertidumbre. Así, a principios de febrero el indicador creció de forma significativa hasta situarse cerca del nivel de estrés medio debido a las turbulencias observadas en las bolsas estadounidenses y, tras un leve descenso, volvió a aumentar en junio como consecuencia de las dudas sobre las finanzas públicas en Italia y, en menor medida, de otras fuentes de incertidumbre (acuerdos sobre los intercambios comerciales, tensiones en algunas economías emergentes, incertidumbre regulatoria, etc.). En la parte final del año se observa un nivel de estrés elevado en el segmento de intermediarios financieros, compuesto fundamentalmente por bancos, debido a la fuerte caída de las cotizaciones de estas compañías. No obstante, el nivel global de estrés no experimenta un aumento significativo, pues todos los indicadores de volatilidad se mantienen en niveles reducidos ante la escasa variación de los precios en la última semana de 2018.

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



Fuente: CNMV.

3.1 Mercados de renta fija

Los rendimientos de los activos de deuda, que habían mostrado ligeras alzas durante buena parte del segundo semestre del año, volvieron a relajarse en los últimos meses de este tras observarse un acercamiento de posiciones entre el gobierno italiano y la Unión Europea, además de confirmarse que los cambios en la política monetaria serían lentos y progresivos⁴. En este contexto, las rentabilidades de la deuda pública cerraban el año en niveles similares a los de 2017 en la mayoría de los plazos largos, al igual que la prima de riesgo de crédito soberano. Esta última experimentó repuntes transitorios en 2018, pero finalizó el ejercicio en 118 p.b. (114 p.b. en diciembre de 2017). Por su parte, las emisiones de deuda registradas en la CNMV siguieron la tónica bajista de meses anteriores con una caída del 32% en el cuarto trimestre (31% en el conjunto del ejercicio) frente a la expansión de las emisiones en el exterior, que se incrementaron (un 7% si se considera el periodo de enero a noviembre) y representaron algo más de la mitad del total emitido en el año.

Los tipos de interés de la deuda a corto plazo mantuvieron, en general, un comportamiento relativamente estable en el cuarto trimestre, estando sus niveles tanto en el mercado primario como en el secundario próximos a los mínimos históricos alcanzados al cierre del ejercicio 2017. Así, el rendimiento de la deuda pública acumula su tercer año en valores negativos para todo el tramo corto de la curva, como consecuencia de la política monetaria ultraexpansiva de tipos que mantiene el BCE (los tipos oficiales siguen en mínimos históricos) y que se mantendrá al menos hasta

4 El BCE confirmó a mediados de diciembre la finalización, a partir del día 19 de ese mismo mes, de su programa de compras de deuda como estaba previsto, pero anunció que reinvertirá los importes de los activos adquiridos bajo este programa cuando lleguen a su vencimiento (en total, la autoridad europea acumula activos por valor de 2,6 billones de euros) y durante un periodo prolongado una vez que comience el proceso de subidas de los tipos de interés.

el segundo semestre de 2019⁵. De este modo, el rendimiento de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba al cierre de diciembre en el mercado secundario en el -0,50%, el -0,41% y el -0,33%, respectivamente, unos valores muy parecidos a los del tercer trimestre y en línea con el rendimiento mínimo anual del -0,40% que establecía el BCE en sus programas de compra de deuda (el tipo de la facilidad marginal de depósito). Todas las subastas de letras continuaron resolviéndose a tipos negativos y las últimas realizadas en diciembre se adjudicaron a tipos similares a los de las subastas previas. En el caso de la renta fija privada a corto plazo el comportamiento fue similar, observándose valores parecidos a los del trimestre anterior. Así, el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión alcanzaba en diciembre valores que oscilaban entre el 0,07% de la referencia a 12 meses y el 0,24% de la referencia a 3 meses (véase cuadro 11).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 11

%

	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Letras del Tesoro								
3 meses	-0,15	-0,47	-0,62	-0,50	-0,55	-0,52	-0,46	-0,50
6 meses	-0,01	-0,34	-0,45	-0,41	-0,46	-0,43	-0,41	-0,41
12 meses	-0,02	-0,25	-0,42	-0,33	-0,42	-0,34	-0,37	-0,33
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,31	0,18	0,39	0,24	0,29	0,25	0,31	0,24
6 meses	0,42	0,20	0,26	0,19	0,22	0,12	0,26	0,19
12 meses	0,53	0,15	0,19	0,07	0,24	0,18	0,36	0,07

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

Los tipos de interés de la deuda pública a medio y largo plazo iniciaron el trimestre con alzas, como consecuencia del temor a que las incertidumbres en torno a las finanzas públicas italianas pudiesen contagiarse a otras economías periféricas, a lo que se añadió la perspectiva de que la política monetaria acomodaticia pudiese revertirse con mayor celeridad de la esperada⁶, en un entorno de mayor ralentización del crecimiento económico y no exento de otras incertidumbres. Sin embargo, el acercamiento de posiciones entre el Gobierno italiano y la Unión Europea respecto a las cuentas públicas de la economía italiana, así como la confirmación por parte del BCE de que su política monetaria todavía continuará siendo acomodaticia durante un periodo largo de tiempo permitieron que los tipos se redujeran de nuevo, de modo que la referencia a 10 años volvió a situarse por debajo de los niveles de cierre del trimestre anterior y de aquellos en los que se encontraba al inicio del año. Así, el rendimiento de la deuda pública a 3, 5 y 10 años se situaba en diciembre (en

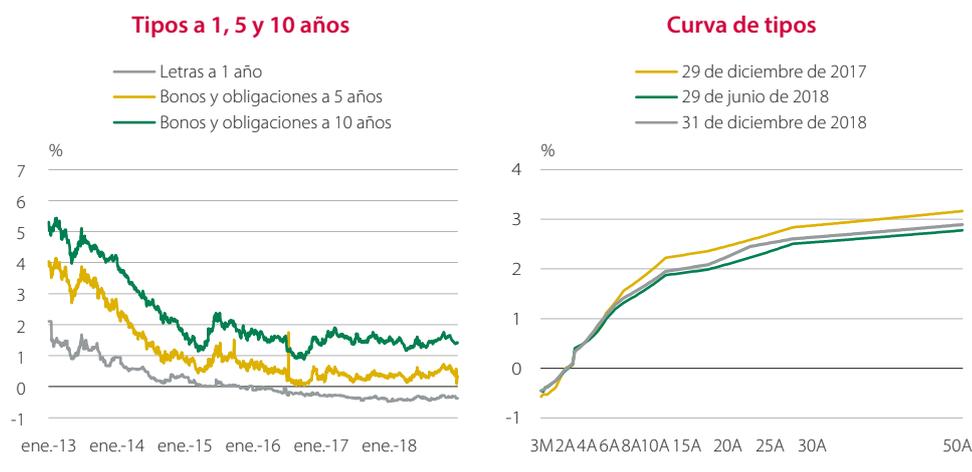
5 Su presidente reiteró a mediados de diciembre su compromiso de mantener los tipos en los niveles actuales (el 0%) hasta pasado el verano de 2019 y, en cualquier caso, cuanto tiempo sea necesario.

6 A finales de noviembre, el BCE había adquirido deuda pública por importe de 2.158.315 millones de euros, de los cuales 259.203 millones correspondían a títulos españoles.

promedio) en el -0,04%, el 0,43% y el 1,43%, respectivamente (véase cuadro 12). La curva de tipos presenta valores ligeramente positivos a partir del plazo de 3 años, oscilando esta referencia en torno al 0% durante todo el ejercicio. En el transcurso de este solo destaca el leve aumento de los tipos a 5 años (12 p.b.), mientras que los tipos a 10 años lo cerraron en niveles casi idénticos a los de finales de 2017 (1,43% de media en diciembre de 2018 frente a 1,46% de media en diciembre de 2017).

Rentabilidades de la deuda pública española

GRÁFICO 13



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

En el caso de la deuda corporativa, al impacto negativo de la finalización del programa de compras de deuda corporativa⁷ del BCE se unió el incremento de las primas de riesgo de esta deuda. Ambos factores, junto con la perspectiva de que la ralentización económica afectará a las tasas de crecimiento de los beneficios empresariales en un entorno de tipos esperados al alza a medio y largo plazo, llevaron al rendimiento de la deuda corporativa a incrementarse ligeramente en la mayor parte de los plazos de la curva. En los tres primeros trimestres de 2018, la renta fija corporativa a largo plazo presentó un diferencial negativo respecto a la deuda pública gracias al impacto positivo del programa de compras de este tipo de activos, tanto en los mercados primarios como secundarios. Sin embargo, su finalización invirtió esta tendencia a finales del año y situó de nuevo su rendimiento por encima del de la deuda pública en todos los tramos de la curva. Así, al cierre de 2018 las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,67%, el 0,55% y el 1,52%, respectivamente, lo que implica una prima de riesgo de entre 12 y 71 p.b. hasta el plazo de 5 años y de 9 p.b. en el plazo de 10 años. En el conjunto del año el rendimiento de la deuda privada a largo plazo (10 años) se incrementó 36 p.b., mientras que el de la deuda pública apenas presentó cambios.

7 El programa de compras de deuda corporativa acumulaba hasta mediados de diciembre un volumen de compras por importe de 178.385 millones de euros, de los cuales algo más del 17,5% fue adquirido en el mercado primario.

%								
	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Renta fija pública								
3 años	0,24	0,04	-0,09	-0,04	-0,07	-0,06	0,00	-0,04
5 años	0,72	0,35	0,31	0,43	0,30	0,41	0,49	0,43
10 años	1,73	1,44	1,46	1,43	1,35	1,38	1,51	1,43
Renta fija privada								
3 años	0,66	0,69	0,44	0,67	0,51	0,44	0,47	0,67
5 años	1,95	1,43	0,41	0,55	0,39	0,36	0,59	0,55
10 años	2,40	2,14	1,16	1,52	1,04	1,23	1,41	1,52

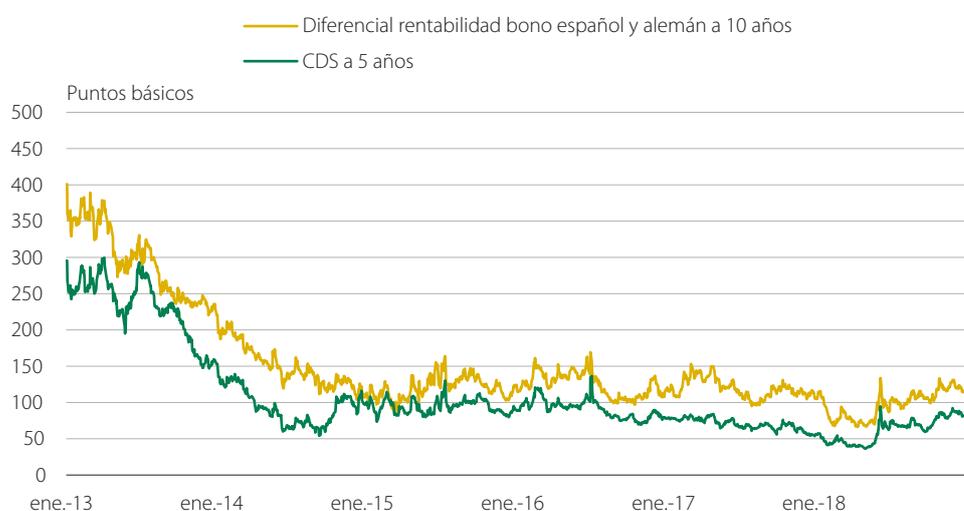
Fuente: Thomson Datastream, Reuters y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano comenzó el trimestre con subidas, debido a las incertidumbres en torno a Italia y a la posibilidad de que estas se trasladasen al resto de las economías periféricas europeas. Posteriormente, su valor se moderó gracias a la disminución de las tensiones entre la Unión Europea y el Gobierno transalpino, así como a la confirmación por parte del BCE de que su política monetaria cambiaría de sesgo lentamente. En este contexto, la prima de riesgo —medida a través de la diferencia entre la rentabilidad del bono soberano español y el alemán a 10 años— se situó en 118 p.b. al cierre de 2018, unos valores similares a los de finales de 2017 (114 p.b.), pero en la parte alta del rango entre el máximo anual de finales de mayo (134 p.b.) y el mínimo alcanzado en abril (66 p.b.). Por otro lado, la prima de riesgo evaluada utilizando el CDS del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del bono— mostró alzas más significativas en su valor y alcanzó al cierre de 2018 los 80 p.b., frente a los 57 p.b. de finales de 2017 (véase gráfico 14). A corto plazo, la continuidad de varios elementos de riesgo —algunos de carácter político (internos y externos) y otros ligados al escenario de ralentización progresiva de la economía española— seguirá condicionando la evolución de las primas de riesgo de crédito de los emisores españoles.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 14

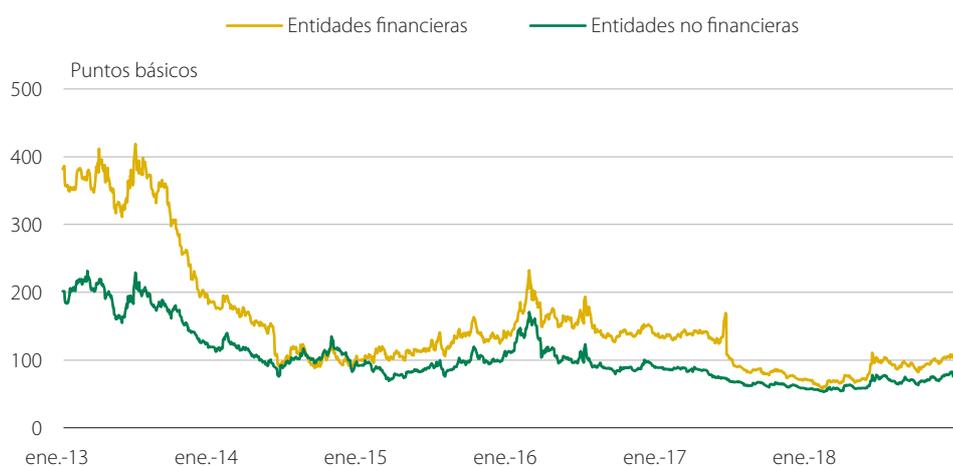


Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía presentaron alzas en el último trimestre del año, que fueron más intensas en el caso de las entidades financieras. El incremento del promedio de las primas de los contratos CDS de las entidades financieras recogió las inquietudes asociadas a la exposición de los bancos a los activos de deuda italiana así como a algunas economías emergentes con dificultades (Turquía o Brasil) y, también, la existencia de algunas incertidumbres de carácter regulatorio⁸. El retraso en la normalización de la política monetaria y el esperado giro de los tipos al alza, que lastra los márgenes del sector, también incidieron negativamente en las primas de riesgo. En el caso de las compañías no financieras se observó asimismo un aumento de las primas de riesgo, pero este tuvo una cuantía menor. Los condicionantes negativos más importantes para estas compañías fueron la finalización del programa de compra de deuda corporativa del BCE (en el cual estaban incluidas como emisores y activos elegibles las principales compañías españolas) y la expectativa de un incremento de sus gastos financieros a medio plazo en un contexto de cierta ralentización económica. Como muestra el gráfico 15, la media de los CDS de las entidades financieras españolas se situaba a finales de diciembre en 108 p.b., por encima de los 90 p.b. del cierre del tercer trimestre y lejos de los 69 p.b. del inicio del año; mientras que en el caso de las entidades no financieras, la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 78 p.b., frente a los 69 y 58 p.b. del trimestre anterior y de comienzos del año, respectivamente.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Como ha sucedido en todos los trimestres del año, las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el cuarto trimestre tuvieron un comportamiento discreto y continuaron cayendo con respecto a los periodos equivalentes del año 2017, mientras que las registradas en el exterior avanzaron moderadamente. En estas últimas se observó, además, un cambio de composición, aumentando las emisiones a corto

⁸ Estas incertidumbres son de carácter diverso y pueden condicionar tanto los ingresos de las compañías (por ejemplo, los límites a las comisiones en México) como los gastos (por ejemplo, la regulación sobre los gastos de las hipotecas). Los cambios potenciales en el régimen impositivo de las entidades también forman parte de estas incertidumbres.

plazo, que se duplicaron en 2018, en detrimento de las de largo plazo, que disminuyeron un 34%. A pesar de que las empresas han seguido sustituyendo sus emisiones de deuda en España por emisiones en el exterior, su actividad emisora se ha ralentizado porque los principales emisores españoles ya habían cubierto gran parte de sus necesidades financieras con anterioridad. Así, tanto las grandes compañías no financieras como los bancos adelantaron su financiación aprovechando el buen momento del mercado y los bajos costes de emisión, ante la perspectiva de que estos últimos se podrían mover al alza. De este modo, las emisiones registradas en la CNMV descendieron un 32% en el cuarto trimestre con respecto al mismo trimestre del año anterior y un 31% en el conjunto del año, mientras que las realizadas en el exterior crecieron un 7% hasta noviembre (últimos datos disponibles) en comparación al mismo periodo de 2017.

Como se aprecia en el cuadro 13, el volumen de emisiones de deuda registradas en la CNMV en 2018 fue el más bajo de la última década, observándose retrocesos significativos en todas las categorías salvo en las cédulas territoriales y en las participaciones preferentes. El importe emitido de las primeras sigue condicionado por la evolución del crédito a las comunidades autónomas y las corporaciones locales, que cuentan con otras alternativas de financiación, mientras que las emisiones de las segundas se vieron favorecidas por la reactivación de la colocación de este tipo de activos entre inversores institucionales por su atractiva rentabilidad en un entorno de tipos muy bajo. Los mayores descensos correspondieron a los bonos simples, los bonos de titulización y, en menor medida, las cédulas hipotecarias. En el caso de los primeros, que retrocedieron un 66% respecto a 2017, la caída se explica por la sustitución de las emisiones registradas en la CNMV por emisiones en el exterior, mientras que en el caso de los bonos de titulización el descenso se debió a las menores necesidades de financiación de los bancos. En el caso de las cédulas hipotecarias se mantuvo la tendencia observada en los últimos años, por la cual la mayor parte de la actividad emisora correspondió a la renovación de las emisiones vencidas. Conviene señalar que el importe que se puede emitir de este tipo de activos está limitado por el saldo de créditos hipotecarios en vigor, que sigue descendiendo⁹ a pesar de la recuperación del mercado inmobiliario nacional. Como particularidad dentro de la tendencia observada en el último trimestre del año, cabe destacar el aumento del importe de las emisiones de cédulas hipotecarias y bonos de titulización, que se recuperaron de modo significativo respecto a trimestres anteriores, pues algunas entidades financieras aprovecharon este periodo de tiempo para renovar su financiación, a la espera de que el BCE defina un nuevo esquema de financiación a largo plazo específico para los bancos.

9 Hasta noviembre, según datos del Banco de España, el saldo de crédito hipotecario a hogares caía un 1,4% en tasa interanual, hasta situarse en 521.873 millones de euros, su nivel más bajo desde el año 2006.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 13

	2015	2016	2017	2018	2018			
					I	II	III	IV ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	136.907	139.028	109.446	75.378	20.205	10.645	11.793	32.735
Cédulas hipotecarias	31.375	31.643	29.824	26.575	5.125	1.700	5.050	14.700
Cédulas territoriales	10.400	7.250	350	2.800	0	0	0	2.800
Bonos y obligaciones no convertibles	39.400	40.170	30.005	10.150	4.983	1.177	1.431	2.559
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	28.370	35.505	29.415	17.925	5.431	3.534	1.048	7.913
Pagarés de empresa ²	27.310	22.960	17.871	15.078	3.416	3.884	3.264	4.514
De titulización	2.420	1.880	1.800	240	0	240	0	0
Resto de pagarés	24.890	21.080	16.071	14.838	3.416	3.644	3.264	4.514
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	981	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1.000	2.850	1.250	350	1.000	250
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	5.254	4.279	6.442	4.923	1.857	832	933	1.301
Emisiones aseguradas	0	421	0	0	0	0	0	0

En el exterior por emisores españoles

	2015	2016	2017	2018 ³	2018			
					I	II	III	IV ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	66.347	58.587	84.760	85.407	27.218	22.226	20.423	15.540
A largo plazo	33.362	31.655	61.095	37.586	14.317	10.109	7.662	5.498
Participaciones preferentes	2.250	1.200	5.844	2.000	1.500	0	500	0
Obligaciones subordinadas	2.918	2.333	5.399	2.250	1.250	1.000	0	0
Bonos y obligaciones	28.194	28.122	49.852	33.336	11.567	9.109	7.162	5.498
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	32.984	26.932	23.665	47.822	12.901	12.117	12.762	10.042
Pagarés de empresa	32.984	26.932	23.665	47.822	12.901	12.117	12.762	10.042
de titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0

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

	2015	2016	2017	2018 ³	2018			
					I	II	III	IV ³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	55.286	56.674	66.790	83.767	24.337	18.980	21.653	18.797
Instituciones financieras	14.875	11.427	19.804	38.420	9.797	7.994	8.935	11.693
Sociedades no financieras	40.411	45.247	46.986	45.347	14.540	10.986	12.717	7.104

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de diciembre.

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

3 Datos hasta el 30 de noviembre.

Como se ha comentado anteriormente, las emisiones de renta fija realizadas por los emisores españoles en el exterior mostraron un gran dinamismo en el conjunto del año (hasta el 30 de noviembre), aunque en su segunda mitad perdieron intensidad. Entre las causas que explican esta evolución en el último tramo del ejercicio se encuentran las siguientes: el hecho de que una gran parte de estas emisiones eran consideradas como activos elegibles en el programa de compras de deuda corporativa del BCE, que finalizó en diciembre y cuyos importes se fueron reduciendo a largo del año; la mayor volatilidad de los mercados, que complica su colocación y eleva los costes de emisión; y las menores necesidades financieras de las compañías, que adelantaron sus emisiones aprovechando las buenas condiciones del mercado en meses anteriores. En 2018, el importe total de estas emisiones se situó en 85.407 millones de euros, lo que supone un 7% más que en el mismo periodo de 2017 y un 53% del total de las emisiones realizadas por los emisores españoles (frente al 46% del mismo periodo del año precedente). Al contrario que en 2017, cuando más de dos tercios del total emitido correspondieron a deuda a largo plazo, durante 2018 crecieron con fuerza las emisiones a corto plazo, que fueron más del doble. Finalmente, las emisiones de las filiales de las empresas españolas en el exterior crecieron un 25%, hasta los 83.767 millones de euros en el año, gracias a la fuerte expansión de las emisiones de las entidades financieras, que crecieron un 94%.

3.2 Mercados de renta variable

3.2.1 Precios

En los mercados de renta variable nacionales las cotizaciones, que ya habían mostrado retrocesos notables durante los meses anteriores, volvieron a caer con fuerza en el último trimestre del año como consecuencia de varios elementos de incertidumbre. Entre ellos destacaron los temores a una ralentización económica tanto en España como en el resto de Europa y en EE. UU., el mantenimiento de las tensiones comerciales, las dudas sobre las finanzas públicas de algunas economías europeas, la resolución del *brexit* y, finalmente, el endurecimiento de la política monetaria en EE. UU.. En este trimestre el Ibex 35 cedió un 9%, un comportamiento similar al de otros índices europeos de referencia¹⁰, y su volatilidad experimentó un leve aumento, hasta valores algo superiores al 20%. La contratación de valores españoles se situó en 930.000 millones de euros en el conjunto del año, una cifra parecida a la de 2017, si bien persistió la recomposición entre la negociación efectuada en el mercado regulado español, que disminuyó un 8,5%, frente a la realizada en otros centros de negociación y competidores, que se incrementó un 17,5%.

El Ibex 35, que había retrocedido un 4,4% en el primer trimestre del año y apenas había variado en el segundo, volvió a caer un 2,4% en el tercero e intensificó sus descensos en el cuarto disminuyendo un 9%, hasta acumular unas pérdidas anuales del 15%. Esta caída anual es la mayor desde 2010 y el nivel del índice al finalizar el año (ligeramente por encima de los 8.500 puntos) es el más bajo desde agosto de 2016. Los retrocesos del cuarto trimestre se extendieron prácticamente a todas las compañías y sectores, aunque se concentraron en mayor medida en las compañías de pequeña y mediana capitalización. Las cotizaciones de este tipo de compañías, especialmente las

10 Los principales índices europeos presentaron pérdidas tanto en el trimestre como en el conjunto del año: Eurostoxx (11,7% trimestral y 14,3% anual), Cac (13,9% y 11%, respectivamente), Dax (13,8% y 18,3%, respectivamente) y Mib 30 (11,5% y 16,1%, respectivamente).

más pequeñas, que habían tenido un buen comportamiento en la primera mitad del año, cayeron con fuerza hasta presentar pérdidas en el conjunto de 2018 por la posible repercusión que la desaceleración de la economía española podría tener sobre sus cuentas y la imposibilidad de compensarlo con otros negocios en el exterior. Por otro lado, tras un tercer trimestre de avances notables, los valores latinoamericanos que cotizan en euros volvieron a mostrar rendimientos positivos, aunque discretos, como consecuencia de la apreciación en el trimestre de las principales divisas latinoamericanas frente al euro¹¹. Así, los índices FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top experimentaron ganancias en el trimestre del 1,8% y el 4,5%, respectivamente, y del 10,3% y el 14,8% en el conjunto del año (véase cuadro 14).

En la última parte del año todos los sectores presentaron un comportamiento negativo, a excepción del sector de la energía, gracias a la evolución positiva de las compañías eléctricas. Los retrocesos más destacados correspondieron a los bancos (12,9%), debido a las numerosas incertidumbres que lastran sus cuentas (costes regulatorios, exposición a Italia y a otras economías emergentes, competencia de nuevos intermediarios...), así como al retraso en la normalización de la política monetaria, que presiona su margen financiero en un contexto de ralentización de la economía. El sector de bienes de consumo mostró la mayor caída en su cotización (13,5%); esto se debió a que la principal compañía del sector textil (Inditex) retrocedió de modo significativo, lo que puede relacionarse con la evolución de sus expectativas de crecimiento, teniendo en cuenta la fuerte competencia en el ámbito del comercio electrónico. También retrocedieron las cotizaciones de las empresas del sector inmobiliario y de las compañías tecnológicas y de Internet, estas últimas condicionadas por las dudas de los inversores sobre si las previsiones de crecimiento de estas compañías justificaban las altas valoraciones que habían alcanzado en los últimos meses.

Como se ha comentado, la excepción se produjo en las compañías eléctricas, en las que, a pesar del fuerte descenso del precio del petróleo, las cotizaciones crecieron hasta la zona de máximos anuales gracias a su carácter defensivo y a las expectativas de estabilidad en sus beneficios. Dicha estabilidad podría asociarse a la percepción positiva que tienen los inversores en relación con el sistema de fijación de precios de la electricidad en España.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español

CUADRO 14

%

	2015	2016	2017	2018	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Ibex 35	-7,2	-2,0	7,4	-15,0	-4,4	0,2	-2,4	-9,0
Madrid	-7,4	-2,2	7,6	-15,0	-3,9	-0,1	-2,5	-9,3
Ibex Medium Cap	13,7	-6,6	4,0	-13,7	-1,4	1,9	0,8	-14,8
Ibex Small Cap	6,4	8,9	31,4	-7,5	11,1	5,6	-5,6	-16,4
FTSE Latibex All-Share	-39,2	71,0	-39,2	10,3	11,1	-12,4	11,4	1,8
FTSE Latibex Top	-34,6	67,8	-34,6	14,8	7,5	-9,4	12,9	4,5

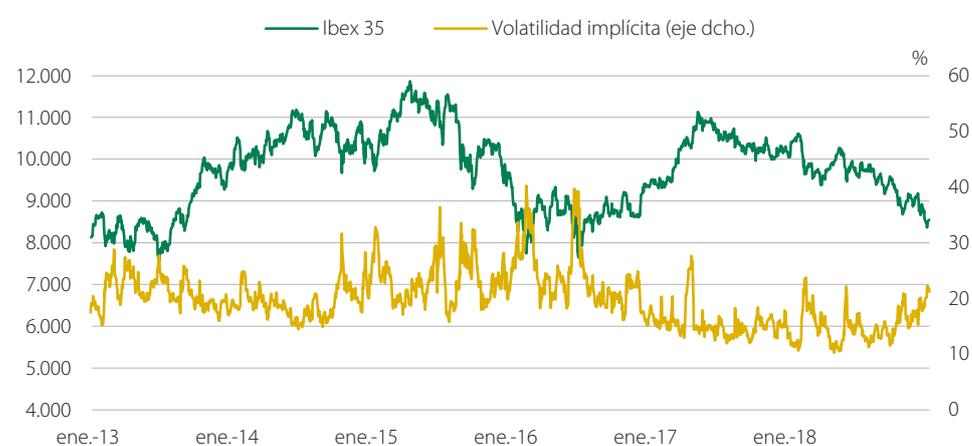
Fuente: Thomson Datastream.

11 En 2018, el real brasileño y el peso mexicano se han depreciado un 11,2% y apreciado un 4,2%, respectivamente, respecto al euro.

La volatilidad implícita del Ibex 35, que de media se había mantenido en niveles bajos en los tres trimestres anteriores (entre el 13% y 16%), aumentó al cierre del año hasta niveles algo superiores al 20% ante las dudas de los inversores sobre la incertidumbre política y la evolución de las bolsas en los próximos meses (véase gráfico 16). Anteriormente, ya se habían observado repuntes transitorios de volatilidad como consecuencia de los distintos episodios de incertidumbre acaecidos en las bolsas estadounidenses y en Italia. A pesar del incremento de la volatilidad en el tramo final del año, como promedio para 2018 esta se situó en el 15,1%, una cifra reducida y similar a la de 2017 (15,5%), y por debajo del registro de 2016 (23,7%). Los niveles de volatilidad del índice español son similares a los observados en otras bolsas europeas e inferiores a los de los mercados estadounidenses. Así, la volatilidad del Eurostoxx 50 finalizó el ejercicio en torno al 19%, mientras que la del estadounidense Dow Jones lo hizo en valores cercanos al 30%.

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita¹

GRÁFICO 16



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

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

En lo que respecta al comportamiento de las cotizaciones de los seis sectores que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid, su evolución fue desigual durante todo el año, tanto por sectores como por valores (véase cuadro 15). El mejor comportamiento correspondió al sector del petróleo y la energía, que tuvo una evolución positiva durante buena parte del ejercicio y lo finalizó con una revalorización notable (6,1%), destacando la de las principales compañías eléctricas. Por el contrario, el peor comportamiento se observó en el sector financiero (-27,1%) y en el de servicios de consumo (-19,7%), que presentaron pérdidas todos los trimestres. Cabe destacar el importante retroceso de los dos grandes bancos (BBVA: -34,8% y Santander: -26,9%), que contrasta con las revalorizaciones superiores al 10% del año previo. El sector de la tecnología y las telecomunicaciones mostró un comportamiento discreto (-5,5%), pues la evolución positiva de las compañías de tecnología compensó en cierta medida el retroceso de los operadores de telecomunicaciones. Asimismo, al igual que sucedió en 2017, el sector de bienes de consumo volvió a presentar un comportamiento negativo (-16,7%) que se explica por el retroceso de la principal compañía textil (Inditex).

Rentabilidad sectorial y de los principales valores¹ de la Bolsa de Madrid CUADRO 15

	Ponderación ²	2017	2018	II 18	III 18	IV 18
Servicios financieros e inmobiliarios	37,60	10,5	-27,1	-8,7	-5,1	-12,6
Inmobiliarias y otros	0,57	17,6	-26,1	3,3	-10,9	-15,0
Banca	32,10	10,6	-29,0	-9,9	-5,3	-12,9
BBVA	9,16	12,9	-34,8	-5,5	-9,6	-15,6
Santander	16,76	13,1	-26,9	-13,3	-5,6	-7,6
Caixabank	3,01	23,9	-18,7	-4,3	6,4	-19,7
Petróleo y energía	19,34	3,9	6,1	12,0	-1,4	0,9
Iberdrola	8,68	8,2	14,2	10,9	-1,6	10,7
Repsol	4,72	16,0	1,1	19,7	2,4	-15,6
Mat. básicos, industria y construcción	8,35	2,6	-8,6	2,4	2,7	-11,5
Construcción	4,63	9,9	-3,4	6,7	4,5	-6,5
Tecnología y telecomunicaciones	14,19	7,5	-5,5	-0,9	4,8	-8,8
Telefónica	6,84	-7,9	-9,7	-9,3	-6,3	7,7
Amadeus IT	6,04	39,2	1,2	12,7	18,4	-24,0
Bienes de consumo	13,28	-2,1	-16,7	12,4	-6,5	-13,5
Inditex	8,25	-10,4	-23,0	15,1	-10,8	-14,4
Servicios de consumo	7,22	23,3	-19,7	-1,1	-4,9	-11,1

Fuente: Thomson Datastream, Bolsa de Madrid y BME.

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

2 Peso relativo (%) en el IGBM a partir del 2 de julio de 2018.

En el ejercicio 2018 solo un reducido número de valores pertenecientes al IGBM experimentó una evolución positiva en sus cotizaciones, mostrando la mayor parte de ellos pérdidas. Además, pocas compañías (que a su vez forman parte del índice Ibex 35) tuvieron un impacto relevante en la variación anual del índice (superior a 0,30 p.p. en valor absoluto). Así, con un impacto positivo superior a este valor únicamente se encontraba una sociedad (véase cuadro 16), que corresponde a la principal compañía eléctrica (Iberdrola). Por el contrario, ocho sociedades tuvieron un impacto negativo superior a 0,3 p.p., entre las que destacaron cinco bancos (incluidos tanto los dos más grandes en términos de capitalización —Banco Santander y BBVA— como las principales entidades de tamaño medio —Sabadell, Caixabank y Bankia—), la mayor compañía de telecomunicaciones (Telefónica), la sociedad más importante del sector textil (Inditex) y la principal compañía gestora de infraestructuras aeroportuarias (Aena).

Valores con mayor impacto en la variación del IGBM¹

CUADRO 16

Valor	Sector	Dic-2018
		Impacto en la variación del IGBM (p.p.)
Con impacto positivo		s/dic. 17
Iberdrola	Petróleo y energía	1,23
Con impacto negativo		
Banco Santander	Servicios financieros e inmobiliarios	-4,50
BBVA	Servicios financieros e inmobiliarios	-3,19
Inditex	Bienes de consumo	-1,90
Telefónica	Tecnología y telecomunicaciones	-0,66
Banco de Sabadell	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,65
Caixabank	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,56
AENA	Servicios de consumo	-0,42
Bankia	Servicios financieros e inmobiliarios	-0,32

Fuente: Thomson Datastream y Bolsa de Madrid.

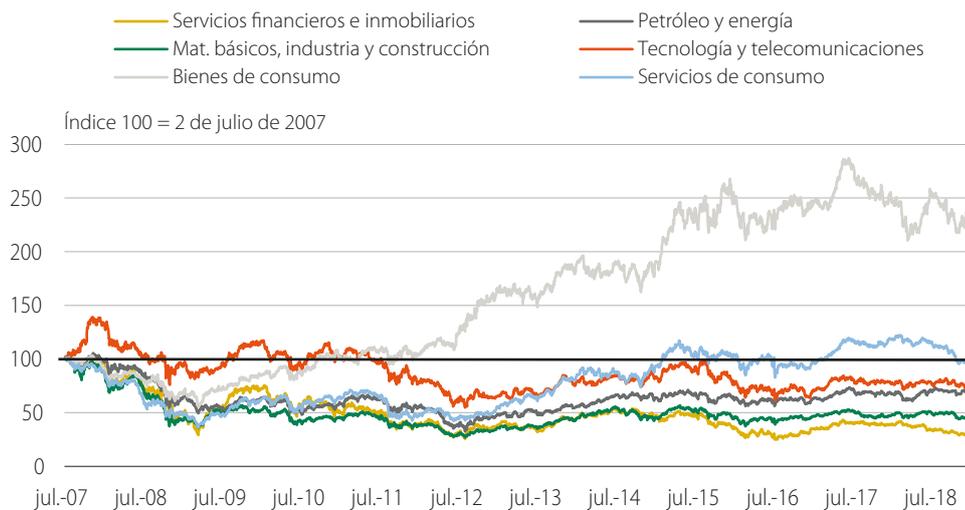
1 Se recogen los valores que mayor impacto (igual o superior a 0,3 p.p. en valor absoluto) tuvieron en la variación anual del IGBM. Además, se consideran todos aquellos valores que no estaban excluidos o suspendidos de negociación al cierre del periodo considerado.

La evolución de las cotizaciones de los diferentes sectores del IGBM es diferente considerando un plazo temporal más largo, a pesar de lo cual la mayoría de ellos sigue manteniéndose por debajo de los valores alcanzados antes del inicio de la crisis financiera a mediados de 2007. Como recoge el gráfico 17, el retroceso más notable sigue produciéndose en las empresas de servicios financieros e inmobiliarios, que en 2018 fueron de nuevo las que acusaron mayores descensos. Por el contrario, el sector de bienes de consumo, a pesar de registrar dos años seguidos de pérdidas, sigue siendo el sector con un comportamiento relativo superior a los demás gracias a la importante recuperación que tuvo en los ejercicios previos. De hecho, la empresa más importante de este sector se situó como la mayor compañía española por capitalización bursátil¹², situación que se mantuvo en 2018 a pesar de los descensos de su cotización. Entre el resto de sectores, cabe señalar que la cotización del sector de servicios de consumo se mantiene en valores similares a los del inicio de la crisis a pesar de las pérdidas que acumuló en 2018, mientras que el resto siguió por debajo, destacando la evolución positiva de las compañías del sector del petróleo y la energía en los dos últimos años.

12 La capitalización del valor supera los 69.600 millones de euros al cierre de 2018, por delante del principal banco español, cuya valoración de mercado se sitúa en torno a 64.000 millones de euros.

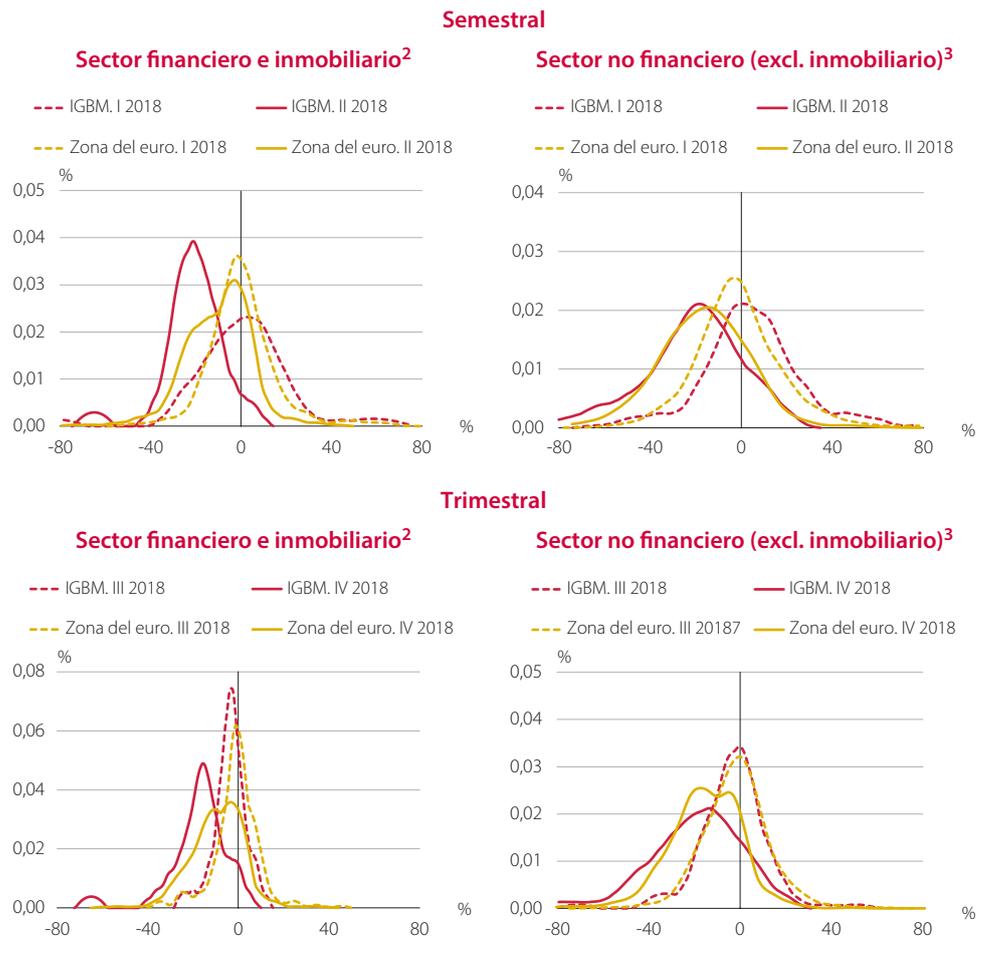
Evolución sectorial de la Bolsa de Madrid

GRÁFICO 17



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

Las distribuciones de las rentabilidades de las empresas cotizadas españolas y europeas reflejan el mencionado comportamiento negativo de la renta variable durante 2018. Aun así, presentan algunas diferencias importantes: en el primer semestre del año, las empresas españolas pertenecientes al sector financiero e inmobiliario experimentaron unos rendimientos más extremos que los de sus análogas europeas, con una contracción o revalorización semestral superior al 10% (algo inferior al 40% para la zona del euro) en más de la mitad de ellas. En cambio, el comportamiento de las empresas españolas no financieras pertenecientes al IGBM fue algo más favorable que el de las compañías de la zona del euro, ya que un 35% del total mostró un rendimiento semestral negativo en el caso español, mientras que esa cifra fue del 50% para la zona del euro. A su vez, una cuarta parte de las empresas españolas experimentó unos rendimientos muy elevados (superiores al 20%), mientras que en las compañías de la zona del euro esa cifra fue del 15% (véanse paneles superiores del gráfico 18).



Fuente: Bolsa de Madrid y Thomson Datastream. Datos hasta el 28 de diciembre de 2018.

- 1 El análisis se efectúa sobre las compañías que componen cada uno de los índices a 25 de diciembre de 2018. En esa fecha, el índice bursátil español IGBM comprendía 132 compañías admitidas a negociación, y el índice bursátil de la zona del euro, 1.357 empresas.
- 2 El sector financiero e inmobiliario comprende las entidades de crédito, las aseguradoras, las sociedades de cartera y *holdings*, otras empresas proveedoras de servicios de inversión y las sociedades inmobiliarias. En el caso de España, se trata de 29 compañías (22% del total de empresas del índice), y en el de la zona del euro, de 300 empresas (también un 22% del total).
- 3 El sector no financiero (excl. inmobiliario) comprende las compañías cotizadas no incluidas en el sector financiero e inmobiliario.

En cuanto a la distribución de las rentabilidades acumuladas en la segunda mitad de 2018, el desplazamiento de todas las curvas hacia la izquierda refleja un deterioro general de los rendimientos en ambas áreas económicas y en todos los sectores respecto al primer semestre del año, siendo más acusado en el caso de España, como consecuencia de las mayores caídas de las bolsas nacionales durante este periodo. Así, en el sector financiero, donde las diferencias fueron más acusadas, alrededor del 95% de las empresas pertenecientes al IGBM registró un descenso en sus cotizaciones, mientras que esta cifra fue del 70% en el caso europeo.

Si se tiene en cuenta el comportamiento de los rendimientos en los dos últimos trimestres de 2018 por separado, se puede observar que la distribución de las rentabilidades en los dos sectores considerados fue peor en el cuarto trimestre del año tanto en España como en la zona del euro, pero con una intensidad mayor en nuestro país.

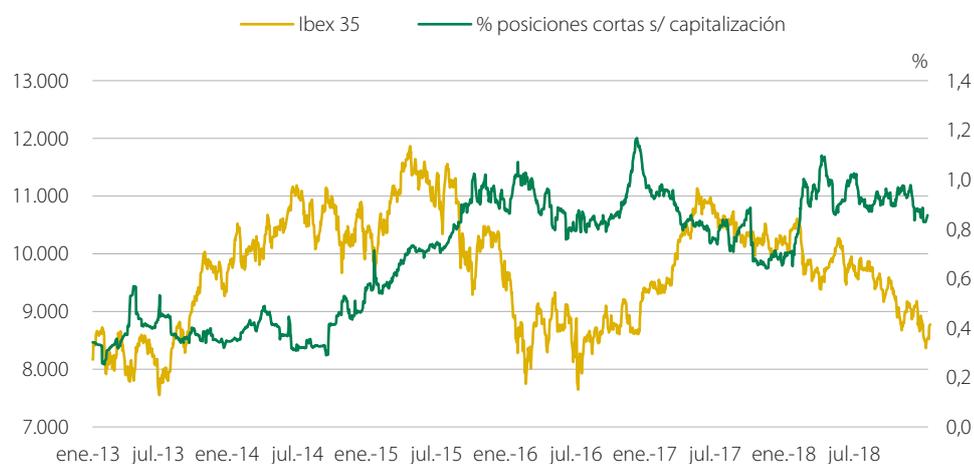
Así, alrededor del 75% de las entidades financieras del IGBM presentó un rendimiento negativo superior al 10% frente al 15% del trimestre anterior, mientras que esta proporción fue del 43% y el 14%, respectivamente, en las compañías financieras de la zona del euro. Por su parte, la distribución de las rentabilidades de las empresas no financieras españolas siguió un patrón similar aunque mucho menos acusado: un 66% del total experimentó contracciones por encima del 10% en el cuarto trimestre y un 28% lo hizo en el tercero. En la zona del euro, la curva mostró unos movimientos similares a los españoles (véanse paneles inferiores del gráfico 18).

La ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER) del Ibex 35 cayó en el último trimestre del año hasta situarse en un valor de 10,8, manteniendo la tendencia a la baja que comenzó a mediados de 2017 (cuando esta ratio mostraba un valor de 15 veces). El nivel de esta ratio a finales de 2018 —que está muy por debajo de la media histórica de este indicador (13,5) y que se sitúa en mínimos desde la segunda mitad del año 2012— se explica por la caída de las cotizaciones y por el mantenimiento de los beneficios empresariales esperados. De forma similar, otros índices de referencia internacionales muestran ratios menores a sus promedios históricos. Sin embargo, la ratio española está en un rango inferior en comparación con la mayoría de ellos.

La posición agregada de las ventas en corto fue creciendo durante la mayor parte de la primera mitad del año, pero durante la segunda mitad se redujo ligeramente a medida que el Ibex 35 y los índices de los principales mercados internacionales agravaban sus retrocesos, en un entorno de incertidumbres tanto económicas como políticas al alza, pero acompañados por un mantenimiento en el crecimiento de los beneficios empresariales. Las posiciones cortas agregadas comunicadas se situaron por debajo del 0,9% de la capitalización total de los valores al final del año, por encima del 0,7% del inicio del mismo, aunque inferiores al 1% alcanzado a finales del primer semestre. Como sucedió durante la mayor parte del año, destacaron por su cuantía (con posiciones superiores al 15% del capital) las posiciones cortas sobre Día, que se encuentra en proceso de reestructuración, así como, en menor medida, sobre OHL, Neinor Homes y Cellnex Telecom, que también han sido objeto de posiciones cortas significativas (entre el 7% y el 9% del capital). Al cierre del año, no se observa una pauta de distribución de las posiciones cortas por sectores, sino más bien por valores.

Evolución del Ibex 35 y de las posiciones cortas agregadas

GRÁFICO 19



Fuente: Elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre.

La CNMV dejará de publicar en 2019 las posiciones cortas agregadas por valor aplicando el mismo criterio que el resto de reguladores europeos. Su publicación periódica era una particularidad del mercado español y, además de suponer una asimetría de información respecto a la práctica de otros valores europeos objeto de supervisión por las restantes autoridades europeas competentes, podía inducir a confusión dada la aplicación de los mismos umbrales independientemente de la capitalización de la empresa.

3.2.2 Actividad: contratación, emisiones y liquidez

La contratación de renta variable española volvió a recuperarse en el último trimestre del año, tras el importante descenso observado en el anterior, pues el incremento de la volatilidad favorece algunas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia¹³. Pese a esta recuperación, en términos interanuales se produjo un descenso del 5,3%. La competencia de otros centros de negociación continuó creciendo y se mantuvo la tendencia de deslocalización de la contratación, de manera que el peso relativo del mercado regulado español en la contratación total de todos los valores admitidos en él volvió a caer. Tras un incremento transitorio en el segundo trimestre, la cuota de mercado de BME descendió en la segunda parte del año, en beneficio de otros centros de negociación cuyo volumen de contratación superó por primera vez el 40% del total en el cuarto trimestre. Para algunos valores españoles el volumen contratado en otros centros de negociación fue superior a su contratación en el mercado regulado nacional.

En el conjunto del año, el volumen contratado en valores españoles superó los 930.000 millones de euros, una cifra similar a la de 2017 (-0,2%), de los que casi 580.000 millones correspondieron al mercado regulado español (un 8,5% menos) y casi 351.000 millones (un 17,2% más) a centros de negociación y mercados competidores. La contratación de renta variable de estos últimos ha aumentado algo más de 104.000 millones de euros en los dos últimos años. En el acumulado del ejercicio la cuota de estos mercados competidores se situó en el 37,4% de la negociación sujeta a reglas de mercado, su máximo histórico, frente al 28,1% y el 31,7% de 2016 y 2017, respectivamente.

La contratación media diaria del mercado continuo se situó en 2.060 millones de euros en el cuarto trimestre, por encima de los 1.798 millones de euros del trimestre anterior, pero por debajo de la media acumulada en todo el ejercicio (2.287 millones). En los dos últimos trimestres del año, los niveles de contratación en términos de media diaria fueron inferiores respecto a los dos primeros trimestres, lo que refleja el deterioro de la negociación de BME en favor de sus competidores.

En cuanto a la composición de la contratación de las acciones españolas en el exterior, volvió a destacar el mercado regulado Cboe Global Markets (Cboe) —que opera mediante dos libros de órdenes diferentes, BATS y Chi-X—, que, con casi 69.000 millones de euros en el cuarto trimestre, representó casi el 80% de la negociación en el exterior (véase cuadro 17). De hecho, su contratación acumulada en 2018 creció un 44% respecto a 2017, hasta superar los 278.000 millones de euros y representar casi

13 Denominada *High Frequency Trading* (HFT).

el 80% de lo negociado en el exterior, frente a casi el 65% que suponía en 2017, si bien ha cambiado su distribución entre ambos libros de órdenes en beneficio de BATS. Por su parte, el operador Turquoise volvió a reducir su cuota de mercado por segundo año consecutivo, hasta situarse en torno al 12% desde el 15% anterior. Asimismo, el resto de los operadores, que habían presentado elevadas tasas de crecimiento en ejercicios anteriores, redujeron tanto el volumen contratado como su cuota de mercado a menos de la mitad en el último año (hasta el 8,4%) y, junto con BME, fueron los más perjudicados por el significativo crecimiento de Cboe.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 17

Importes en millones de euros

	2015	2016	2017	2018	II 18	III 18	IV 18
Total	1.161.482,8	877.413,3	932.771,9	930.495,5	281.299,7	193.976,4	220.663,7
Admitida en SIBE	1.161.222,9	877.402,7	932.763,1	930.486,5	281.296,3	193.974,0	220.661,6
BME	925.978,7	631.107,2	633.385,7	579.689,8	189.282,3	116.051,4	131.224,6
Chi-X	150.139,9	117.419,4	117.899,2	106.869,7	28.550,0	25.272,1	26.217,5
Turquoise	35.680,5	51.051,8	44.720,1	42.833,4	11.015,5	10.543,9	10.423,7
BATS	35.857,6	44.839,8	75.411,6	171.491,3	44.872,1	37.214,3	42.639,2
Otros	13.566,2	32.984,5	61.346,5	29.552,2	7.576,4	4.892,3	10.156,5
Corros	246,1	7,5	8,1	8,2	3,1	2,0	2,1
Madrid	19,4	3,2	1,8	0,8	0,0	0,1	0,7
Bilbao	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	219,1	4,1	6,3	7,4	3,1	1,9	1,4
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	13,8	3,2	0,7	0,8	0,3	0,4	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	12.417,7	6.033,0	6.908,0	3.517,1	805,6	841,5	717,0
MAB	6.441,7	5.066,2	4.987,9	4.336,9	1.020,4	762,0	1.152,9
Latibex	258,7	156,7	130,8	151,6	33,2	31,6	43,0
ETF	12.633,8	6.045,2	4.464,1	3.027,6	957,3	456,6	623,7
Total contratación BME	957.990,5	648.418,9	649.885,3	590.732,0	192.102,2	118.145,5	133.772,4
% RV española en BME respecto al total de RV española	80,1	71,9	68,3	62,6	67,5	60,1	59,8

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.

Al contrario que en el mercado español, en el que la fragmentación siguió creciendo hasta realizarse en torno al 40% de la contratación sujeta a reglas de mercado en otros centros de negociación, en los principales mercados europeos considerados en su conjunto¹⁴ se produjo una pequeña reversión de esta tendencia en 2018. Así,

14 Incluidas las principales bolsas de la zona del euro y el mercado de valores de Londres.

en algunos de ellos la cuota del mercado regulado volvió a crecer por encima del 60% debido al descenso de las operaciones de alta frecuencia, que en su mayoría se realizan en centros de negociación diferentes fuera de los mercados regulados donde los valores están admitidos a negociación. Por otro lado, la negociación reportada que no está sujeta a reglas de mercado habría descendido ligeramente, hasta situarse por debajo del 40% de la negociación total, lo que pone de manifiesto las reticencias de los operadores a incrementar la transparencia de sus operaciones y reconducir la negociación OTC hacia entornos regulados.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales alcanzaron los 3.586 millones de euros en el cuarto trimestre (véase cuadro 18), unos niveles similares a los del trimestre anterior y un 72% superiores a los del mismo trimestre de 2017. Asimismo, el volumen de emisiones en el conjunto el año se situó en 11.195 millones de euros, casi un tercio de lo emitido en todo el ejercicio anterior y el importe más bajo de los últimos tres años. Este descenso tuvo su origen en las ampliaciones de capital con captación de recursos, que se redujeron hasta los 7.256 millones de euros, casi 19.000 millones menos que en 2017, cuando tuvo lugar una ampliación de capital de Banco Santander que superó por sí sola los 7.100 millones de euros.

En cuanto a la composición de las emisiones del cuarto trimestre, destacó el importe de las ampliaciones de capital con el formato de colocaciones aceleradas, en las que una sola operación —la de Amrest Holding— representó más de la mitad del total de los recursos captados (1.910 millones de euros). Además, a pesar del momento complejo que atraviesan los mercados y de la evolución desfavorable de las cotizaciones, tuvo lugar la salida a bolsa de dos compañías, una SOCIMI y una compañía energética, mediante sendas ofertas públicas de suscripción de valores por un importe efectivo conjunto de 200 millones de euros. Por otro lado, a lo largo del año hubo una única oferta pública de venta de acciones (OPV), por un importe de 645 millones de euros, correspondiente a una compañía inmobiliaria, apenas la quinta parte del total de los casi 3.000 millones de euros captados en las 7 OPV que tuvieron lugar en 2017. Cabe señalar que, a pesar de que diversas compañías mostraron su interés en salir a cotizar al mercado a lo largo de 2018, la evolución desfavorable de las bolsas provocó la cancelación o el retraso de esos planes, destacando la cancelación de la operación de la segunda compañía petrolera del país (Cepsa).

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 18

	2016	2017	2018	I 18	II 18	III 18	IV 18
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	45	47	67	15	12	17	23
Ampliaciones de capital	45	45	66	14	12	17	23
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	3	2	0	0	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2	4	1	1	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	81	91	78	22	14	17	25
Ampliaciones de capital	79	84	77	21	14	17	25
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	4	2	0	0	0	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	2	7	1	1	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	13.846,7	25.787,7	7.255,6	1.898,9	426,1	1.667,4	3.263,2
Con derecho de suscripción preferente	6.513,3	7.831,4	754,2	574,7	63,0	0,0	116,5
Sin derecho de suscripción preferente	807,6	956,2	200,1	0,0	0,0	0,0	200,1
Colocaciones aceleradas	0,0	821,8	1.999,1	0,0	0,0	89,0	1.910,1
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	1.791,7	8.469,3	2.997,7	1.179,1	0,0	1.263,4	557,3
Ampliaciones de capital por conversión	2.343,9	1.648,8	388,7	1,6	223,9	153,3	9,9
Otras	2.390,2	6.060,2	913,2	143,5	139,2	161,7	469,4
Ampliaciones de capital liberadas⁴	5.898,3	3.807,3	3.939,7	1.362,8	133,1	2.120,3	323,5
De las cuales dividendo elección	5.898,3	3.807,3	3.915,2	1.362,8	133,1	2.120,3	299,0
Total ampliaciones de capital	19.745,1	29.595,0	11.195,3	3.261,7	559,2	3.787,8	3.586,7
Ofertas públicas de venta	506,6	2.944,5	645,7	645,7	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	15	13	9	1	3	3	2
Número de emisiones	21	15	12	3	3	4	2
Importe efectivo (millones de euros)	219,7	129,9	164,5	13,2	95,7	52,3	3,4
Ampliaciones de capital	219,7	129,9	164,5	13,2	95,7	52,3	3,4
De ellas, mediante OPS	9,7	17,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

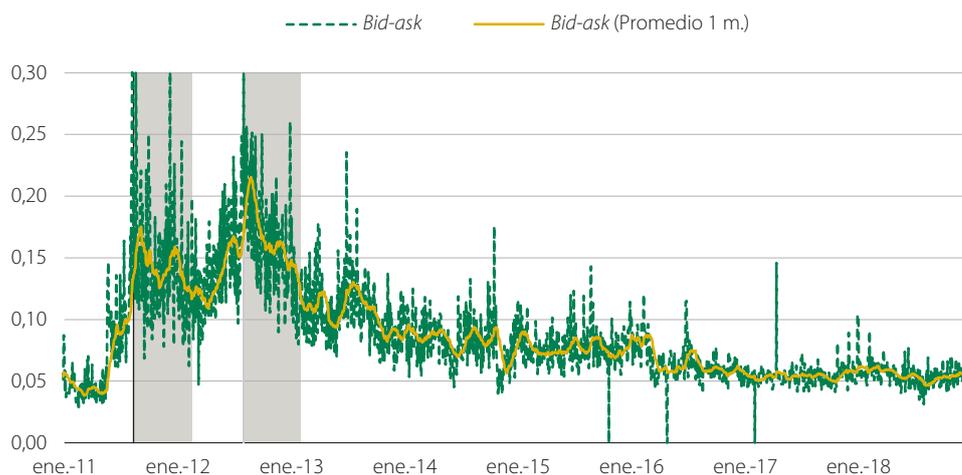
4 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron estables en el último trimestre, en línea con el resto del año. Aun así, el *spread* experimentó un leve repunte en ese periodo, hasta situarse como promedio en el 0,056%, unos niveles parecidos a los de los trimestres previos (0,06% en el primero, 0,055% en el segundo y 0,05% en el tercero) y a la media del ejercicio (0,056%), aunque muy por debajo del promedio histórico (0,093%). Asimismo, su valor osciló en el año entre el 0,104% alcanzado en enero y el 0,031% de julio.

Indicador de liquidez (*bid-ask spread*) del Ibex 35

GRÁFICO 20



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de diciembre. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013. La primera prohibición afectó a las entidades financieras y la segunda, a todas las entidades.

3.2.3 Resultados

El beneficio agregado de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 10.412 millones de euros en el primer semestre de 2018, un 45% menos que en el mismo periodo de 2017. Esta evolución no fue homogénea entre sectores ni entre compañías ya que, si se descuenta la evolución desfavorable de 4 sociedades¹⁵ (de un total de 118), el beneficio agregado total habría crecido un 12,6%, una evolución que estaría en consonancia con el dinamismo de la actividad doméstica. Por sectores, los mayores avances se produjeron en el sector de las empresas del comercio y los servicios, cuyos beneficios¹⁶ crecieron en el primer semestre un 23,7%, hasta superar los 5.300 millones de euros, y en el de las empresas ligadas a

15 Naturgy (energía), Abengoa (comercio y servicios), OHL y Ferrovial (ambas pertenecientes al sector de la construcción y los servicios inmobiliarios).

16 Descontando los resultados de Abengoa. Su inclusión da lugar a un descenso del 43% de los beneficios agregados del sector.

la energía, cuyos beneficios¹⁷ aumentaron un 14,6%, hasta los 4.500 millones de euros. El beneficio de las empresas industriales avanzó un 5% en los primeros meses de 2018, hasta situarse en 2.700 millones de euros, y los de las empresas del sector de la construcción y las inmobiliarias descendieron desde niveles cercanos a los 2.500 millones de euros en 2017 hasta casi 1.200 millones en 2018. En este último caso, 2 compañías (OHL y Ferrovial) explican más del 90% de la caída de los beneficios del sector.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 19

Importes en millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	1S17	1S18	1S17	1S18	1S17	1S18
Energía	6.400	3.104	5.712	1.735	4.646	1.331
Industria	3.771	3.770	3.407	3.512	2.572	2.700
Comercio y servicios	7.121	8.345	11.486	7.368	9.192	5.205
Construcción e inmobiliario	3.061	2.697	2.543	1.984	2.479	1.194
Ajustes	18	21	14	21	14	17
Total agregado	20.335	17.895	23.134	14.578	18.875	10.412

Fuente: CNMV.

El nivel de las deudas de las sociedades no financieras cotizadas se incrementó un 3,1% en el primer semestre de 2018, hasta situarse por encima de los 237.000 millones de euros (véase cuadro 20). Este comportamiento se debió al significativo avance del nivel de las deudas en las empresas de la construcción y las actividades inmobiliarias (cerca de los 9.000 millones de euros), de nuevo concentrado mayoritariamente en una sola entidad (ACS). En los sectores de la industria y del comercio y los servicios, el aumento en el nivel de endeudamiento fue mucho más leve (por debajo de los 250 millones de euros en ambos casos) y en las empresas del sector de la energía se observó una disminución de las deudas (-2,6%). La ratio de apalancamiento agregada, medida a través del cociente entre las deudas y el patrimonio neto, se incrementó desde 0,97 en junio de 2017 hasta 1,03 en junio de 2018, destacando el aumento de la ratio en aquellas pertenecientes a la construcción y las actividades inmobiliarias (de 1,13 a 1,52). El apalancamiento más reducido se observó en las empresas industriales (en torno a 0,60) y en las relacionadas con el negocio energético (0,73).

17 Descontando los resultados de Naturgy. Su inclusión da lugar a un descenso del 71% de los beneficios agregados del sector.

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

CUADRO 20

Importes en millones de euros

	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre resultado de explotación ¹	
	1S17	1S18	1S17	1S18	1S17	1S18
Energía	79.830	77.760	0,75	0,73	6,24	12,53
Industria	19.559	19.801	0,57	0,59	2,59	2,63
Comercio y servicios	82.117	82.351	1,51	1,55	5,77	4,93
Construcción e inmobiliario	48.452	57.273	1,13	1,52	7,92	10,62
Ajustes	104	144	-	-	-	-
Total agregado	229.855	237.041	0,97	1,03	5,65	6,62

Fuente: CNMV.

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

II Informes y análisis

Gobierno corporativo y la operativa con derivados

Sergio García (*)

(*) Sergio García pertenece a la Universitat de les Illes Balears y recibió el premio CNMV al mejor trabajo sobre regulación de los mercados de valores en el XXVI Finance Forum (Santander, julio 2018).

El crecimiento sustancial del activismo del accionista y el aumento del volumen de negociación de los instrumentos derivados en los últimos años —especialmente en EE. UU.— constituyen fenómenos estrechamente relacionados. Además de la tradicional atención que suscita la liquidez del mercado de acciones, los reguladores se centran cada vez más en la forma en que los mercados de derivados afectan al activismo accionarial. Sorprendentemente, una cuestión tan importante ha recibido escasa atención por parte de la literatura académica. En este breve artículo se analiza la necesidad y la importancia del gobierno corporativo en el mundo financiero actual y se repasa la literatura académica que relaciona los mercados financieros con el activismo de los accionistas. Por último, se centra en el caso concreto de los mercados de opciones sobre acciones y su influencia sobre los incentivos de los accionistas para intervenir en una empresa, analizando parte de la investigación propia del autor.

1 Introducción

La separación de la propiedad y el control es uno de los principales problemas de las corporaciones modernas (Berle y Means, 1932)¹. Cuando los administradores no disponen de unos incentivos adecuados para actuar en el mejor interés de los accionistas, pueden desviarse del objetivo óptimo de maximización de valor de la compañía. Así ocurre, por ejemplo, cuando un directivo no trabaja lo suficientemente duro, gana un sueldo excesivo o desperdicia recursos de la entidad en malas inversiones (como comprar un caro e innecesario avión de empresa). La gravedad de este problema de agencia da lugar a numerosos mecanismos de gobierno corporativo destinados a proteger a los accionistas y demás grupos de interés de una compañía frente a la elusión de responsabilidades por parte de los administradores.

Una de las vías más naturales de garantizar que los incentivos de los administradores estén en línea con los de los accionistas es, simplemente, convertirlos en un accionista más de la sociedad. No obstante, pese a que esto proporciona al directivo un pago más convexo (y, por tanto, más alineado con el de los accionistas), en la práctica la mayoría de los administradores no poseen una participación suficientemente importante del capital de la compañía para que ello constituya un mecanismo de gobierno eficaz. Por otra parte, aunque la tenencia de grandes participaciones por parte de los administradores puede disminuir los problemas de agencia frente a los accionistas, también podría exacerbar los conflictos con otros grupos de titulares de derechos de la entidad, como los tenedores de deuda (por la asunción de riesgos excesivos). El resultado es que los grandes accionistas (*blockholders* o accionistas de control) desempeñan un papel primordial en el gobierno de una corporación, ya que sus importantes participaciones les proporcionan los incentivos suficientes para sufragar el gran coste de controlar al administrador. La presencia de accionistas de control en las sociedades es muy habitual, incluso en mercados con estructuras de propiedad dispersa como el de EE. UU. Holderness (2009)² reporta que el 96% de las sociedades estadounidenses tiene al

1 Berle, A. y Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan, Nueva York, p. 45.

2 Holderness, C.G. (2009). «The myth of diffuse ownership in the United States». *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n.º 4, pp. 1.377-1.408.

menos un accionista de referencia, el cual posee al menos el 5% de las acciones de la sociedad. Es, por tanto, de extrema importancia en el mundo contemporáneo conocer las preferencias y los mecanismos de gobierno corporativo capaces de obstaculizar o facilitar el control del administrador por parte de estos accionistas de referencia.

2 El gobierno de los grandes accionistas y el mercado de valores

Los grandes accionistas disponen de una doble vía para ejercer el gobierno corporativo. Por un lado, está la intervención directa o «gobierno de voz» (*voice*). Los *blockholders* pueden intervenir en las decisiones corporativas presentando, por ejemplo, una propuesta en la que se sugiera un cambio en la política corporativa de inversiones o en las retribuciones a los administradores. También pueden manifestar su discrepancia bien votando en contra de las propuestas de los administradores en las juntas, o bien escribiendo una carta abierta a los administradores. Por otra parte, está el mecanismo llamado de «salida» (*exit* o *vote with the feet*). Cuando el administrador no realiza un esfuerzo suficiente y no cumple con sus obligaciones, los accionistas pueden vender sus acciones en el mercado, para de esta manera reducir los precios y castigar al mal administrador.

La «salida» reducirá el valor de la compañía, no solo porque la venta de una gran participación reducirá por sí misma el precio, sino también porque la venta por parte de un gran accionista emite una señal negativa al resto de los participantes en el mercado. Dado que los directivos están fuertemente influenciados por el precio de «su» acción (véanse Holmström y Tirole, 1993; Faure-Grimaud y Gromb, 2004; Chen, Goldstein y Jiang, 2007)³, la amenaza de una «salida» constituirá un mecanismo de gobierno eficaz para disciplinar al administrador.

La eficacia de ambos mecanismos depende en gran medida de las características de cada compañía en el mercado, lo cual ha dado lugar a una amplia literatura que ha estudiado las relaciones existentes entre los mercados de valores y el gobierno corporativo. Así, por ejemplo, la liquidez de las acciones puede alentar el gobierno por parte de los accionistas mediante ambos mecanismos de «voz» y de «salida». En el caso del mecanismo de «voz», la mayor liquidez permite que un gran accionista adquiera acciones a un precio que todavía no refleja totalmente el incremento en el valor futuro de la compañía derivado de sus actividades de gobierno, lo que incrementa así los beneficios de la intervención (Maug, 1998; Kahn y Winton, 1998)⁴. De manera alternativa, una elevada liquidez también reduce el coste de vender una amplia participación en el mercado (Coffee, 1991; Bhidé,

3 Holmström, B. y Tirole, J. (1993). «Market liquidity and performance monitoring». *Journal of Political Economy*, pp. 678-709; Faure-Grimaud, A. y Gromb, D. (2004). «Public trading and private incentives». *Review of Financial Studies*, n.º 17, pp. 985-1.014; Chen, Q., Goldstein, I. y Jiang, W. (2007). «Price informativeness and investment sensitivity to stock price». *Review of Financial Studies*, n.º 20, pp. 619-650.

4 Maug, E. (1998). «Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?». *The Journal of Finance* n.º 53, pp. 65-98; Kahn, C. y Winton, A. (1998). «Ownership structure, speculation, and shareholder intervention». *The Journal of Finance*, n.º 53, pp. 99-129.

1993)⁵, lo que facilitará la «salida» e incrementará así el poder disciplinador de la «amenaza de salida».

Estas obras subrayan la importancia de los mercados financieros para mitigar los problemas de agencia, haciendo de ellos el centro de atención tradicional del regulador en su labor de proteger los intereses de los accionistas. Un ejemplo básico es el caso de la «decimalización» (*decimalization*). En un intento de incrementar la liquidez del mercado y de alinear a EE. UU. con las prácticas internacionales, la Securities and Exchange Commission (SEC) estadounidense ordenó que todas las cotizaciones bursátiles del país se convirtieran a decimales (en lugar de expresarse en dieciseisavos) antes del 9 de abril de 2001. Varios estudios han investigado el caso de la decimalización —y, por ende, de la liquidez del mercado— como un potente impulsor del activismo de los accionistas (véanse Norli, Ostergaard y Schindele, 2015; Edmans, Fang y Zur, 2013)⁶.

No obstante, muchos han sido los cambios que ha experimentado el mundo financiero en las dos últimas décadas debido a la emergencia y ascensión de los productos derivados. Los derivados financieros han adquirido una importancia sustancial en el mundo contemporáneo. Por ejemplo, el volumen negociado en los mercados estadounidenses de opciones sobre acciones ha pasado de los 672 millones de contratos que se negociaron en 2000 a los más de 3.811 millones de contratos celebrados hasta noviembre de 2018⁷. El uso generalizado de estos instrumentos por parte de los inversores tiene efectos novedosos en la manera en que los grandes accionistas influyen en el gobierno de una corporación, muchos de los cuales todavía se desconocen.

3 Cambio en el centro de atención del regulador

El uso de derivados financieros ha llevado a algunos comportamientos cuestionables por parte del inversor activista. Un ejemplo recurrente es la adquisición en octubre de 2010 de un paquete de control de J.C. Penney por parte de Pershing Square Capital Management (Bill Ackman) y Vornado Realty Trust (Steven Roth). Estos inversores estaban convencidos de que el valor de la acción de J.C. Penney podía pasar, con una estrategia de transformación de la compañía, de 32 dólares (cotización de ese momento) a 60 dólares. Así, a través de instrumentos derivados, consiguieron más del 25% de los derechos sobre el capital de J.C. Penney antes de que se hiciera ningún anuncio público, aplicando una sencilla táctica. En primer lugar, Pershing Square adquirió acciones en el mercado abierto hasta el 4,9% de la propiedad de la sociedad, justo por debajo del umbral del 5% que exige su difusión pública. A continuación, Pershing Square y Vornado operaron con derivados hasta acumular rápidamente

5 Coffee, J.C. (1991). «Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor». *Columbia Law Review*, n.º 91, pp. 1.277-1.368; Bhidé, A. (1993). «The hidden costs of stock market liquidity». *Journal of Financial Economics*, n.º 34, pp. 31-51.

6 Norli, Ø., Ostergaard, C. y Schindele, I. (2015). «Liquidity and shareholder activism». *Review of Financial Studies*, n.º 28, pp. 486-520; Edmans, A. y Manso, G. (2011). «Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders». *Review of Financial Studies*, n.º 24, pp. 2.395-2.428.

7 Datos de la Cámara de Compensación de Acciones (Options Clearing Corporation). Disponibles en <https://www.theocc.com/webapps/historical-volume->

alrededor de un 27% de la propiedad, durante la ventana de 10 días existente entre el momento de cruzar el umbral del 5% —a finales de septiembre de 2010— y la divulgación pública de todas sus posiciones ante la SEC mediante el formulario 13D. El precio medio de mercado de la acción de J.C. Penney en esos 10 días fue de 28,31 dólares, mientras que el primer día completo de negociación tras el anuncio público ascendió a 33,12 dólares. Al operar con derivados y ocultar al público sus actividades internas, Pershing Square y Vornado se ahorraron enormes sumas de dinero, con lo que provocaron una expropiación de valor de otros accionistas, que vendieron sus acciones sin tener conocimiento de la situación. Las intenciones de control de estos dos grandes accionistas estaban claras, tal y como demostró poco después la incorporación de Bill Ackman y Steven Roth al consejo de J.C. Penney.

El uso habitual de estas tácticas —Pershing Square repitió este procedimiento con Fortune Brands— por parte de los inversores activistas ha atraído la atención de los organismos reguladores sobre los mercados de derivados financieros. Este tipo de instrumentos suscita desde hace tiempo un encendido debate regulatorio sobre el uso que deben hacer de ellos los grandes accionistas. Son varias las voces que se oponen al uso de derivados por parte de grandes inversores, alegando que permitir estas prácticas supone una amenaza para la transparencia del mercado. En su discurso sobre «Activismo y cortoplacismo» pronunciado en la 21.^a reunión anual del Directors' College de Stanford (23 de junio de 2015), el comisionado de la SEC, Daniel Gallagher, afirmaba que: «[...] los derivados y otras formas sintéticas de propiedad pueden enmascarar el tamaño de una participación. El resultado es que no se cumple el objetivo de esta regla, esto es, alertar a los inversores en mercados de valores de los potenciales cambios en el control corporativo»⁸.

La mayoría de las cuestiones relevantes sobre el uso de derivados financieros por parte de inversores influyentes se resume en la Solicitud de Reglamentación a la SEC que presentó el bufete Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (2011)⁹. Esta solicitud, motivada a partir de la «definición estricta» de usufructo (*beneficial ownership*), analiza los diferentes problemas que surgen del uso por parte de los inversores de los mercados de derivados durante la ventana de diez días hasta la divulgación obligatoria en virtud del Formulario 13D. Es obvio que operar con derivados durante esta ventana puede disminuir la transparencia del mercado, pero también **facilitar la manipulación del mercado y las tácticas abusivas**. Si los inversores pueden ocultar el volumen de sus posiciones utilizando derivados, resulta más difícil evaluar la exposición económica y la capacidad de control de un accionista. Los derivados facilitan el desdoblamiento entre la propiedad económica y el control de los votos, también denominado **voto vacío** (*empty voting*), lo que puede incitar a los inversores a no actuar en el mejor interés de una compañía.

Muchos son los ejemplos que ilustran las consecuencias negativas de este desdoblamiento para una sociedad. Un buen ejemplo es el caso de Perry Corp., un fondo de inversión, y Mylan Laboratories. A finales de 2004, Mylan se comprometió a comprar King Pharmaceuticals pagando una prima sustancial. Perry Corp. poseía

8 Gallagher, D. (2015). «Activism, short-termism, and the SEC». Discurso, reunión anual del Directors' College de Stanford, 23 de junio.

9 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (2011). Solicitud de Reglamentación a la SEC en virtud de la Sección 13 de la Ley del Mercado de Valores estadounidense de 1934.

7 millones de acciones de King, pero accedió a ayudar a Mylan a obtener la aprobación de los accionistas para la fusión, adquiriendo el 9,9% de las acciones de Mylan. No obstante, Perry cubrió totalmente el riesgo de mercado de la posición de Mylan utilizando derivados, de modo que obtuvo el 9,9% de los títulos con derecho a voto de Mylan sin sufrir exposición económica. En resumen, Perry tenía intereses económicos negativos (positivos) en Mylan (King). Es decir, cuanto más alto fuera el (sobre) precio que Mylan estaba dispuesto a pagar por las acciones de King, mayores serían los beneficios de Perry.

4 Derivados y gobierno corporativo

Son escasos los estudios académicos que investigan formalmente las consecuencias de los derivados financieros sobre los incentivos al gobierno corporativo y las acciones de los inversores, y los que existen abordan el tema principalmente desde una perspectiva teórica. Resulta sorprendente que escasee la literatura académica sobre esta cuestión, si se tiene en cuenta la magnitud potencial del problema que pueden generar los derivados. Aun así, los resultados no son concluyentes, ni siquiera desde el punto de vista teórico. De una parte, Christoffersen, Geczy, Musto y Reed (2007)¹⁰, así como Kalay y Pant (2009)¹¹ argumentan que los mercados de derivados facilitan el intercambio de votos entre accionistas, lo que provoca unos resultados de voto más eficaces o que el control de los accionistas sea más eficiente. En presencia de derivados, los votos pueden trasladarse de los inversores menos informados a los más informados, ya que estos últimos estarán más dispuestos a votar correctamente y tendrán más capacidad para hacerlo. Otra alternativa es la que presentan Brav y Mathews (2011)¹²: el voto es más eficaz cuando resulta relativamente costoso separar acciones y votos en la fecha de registro. Así, el voto vacío disminuirá la eficiencia de los procesos de voto cuando esta separación sea más barata, como ocurre en presencia de derivados. De manera similar, Dekel y Wolinsky (2011)¹³ exploran teóricamente las consecuencias de permitir que los votos y las acciones se negocien por separado en los concursos de control corporativo. Estos investigadores analizaron diversos casos y concluyeron que la compra de votos es perjudicial para la eficacia del proceso en todos los escenarios.

Aunque estos estudios se centran directamente en el impacto de los derivados sobre el intercambio de votos, sigue habiendo ciertas cuestiones clave sin resolver en relación con los efectos de los derivados sobre los incentivos de gobierno de los accionistas. Por ejemplo, no se tiene constancia de la influencia neta de los derivados sobre los incentivos respecto al gobierno corporativo. Tampoco se sabe si, en promedio, la existencia de un mercado de derivados sobre las acciones de una compañía

10 Christoffersen, S.E., Geczy, C.C., Musto, D.K. y Reed, A.V. (2007). «Vote trading and information aggregation». *The Journal of Finance*, n.º 62, pp. 2.897-2.929.

11 Kalay, A. y Pant, S. (2009). *Time varying voting rights and the private benefits of control*. Documento de trabajo.

12 Brav, A. y Mathews, R.D. (2011). «Empty voting and the efficiency of corporate governance». *Journal of Financial Economics*, n.º 99, pp. 289-307.

13 Dekel, E. y Wolinsky, A. (2011). «Buying shares and/or votes for corporate control». *The Review of Economic Studies*, n.º 79, pp. 196-226.

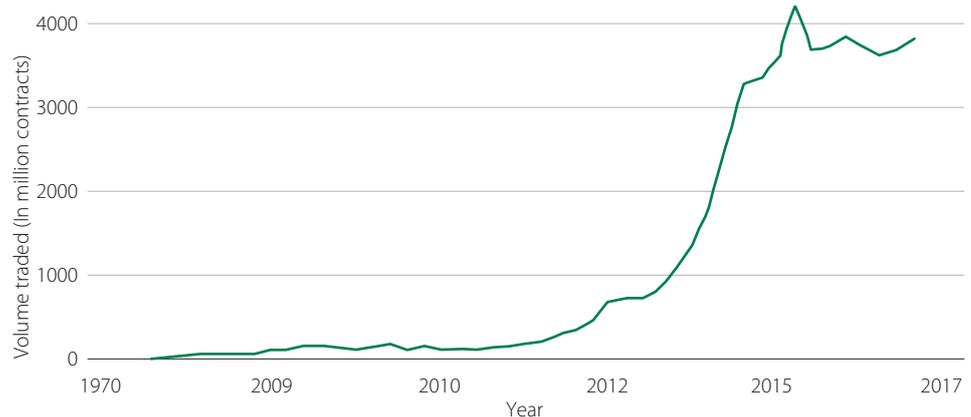
promueve el voto vacío entre los inversores. Aunque analizar los efectos netos o medios puede ser una aproximación simplista a la realidad, es el primer paso necesario para abordar correctamente esta cuestión desde la perspectiva regulatoria. En estudios recientes (véase García, 2018)¹⁴ se intenta ofrecer una respuesta a esta y otras preguntas.

5 El caso de las opciones sobre acciones

Los derivados financieros han adquirido una enorme importancia en el mundo financiero actual, y el uso por parte de los inversores de las opciones sobre acciones es un ejemplo perfecto de ello. Aunque en los años 70 ya se publicaron los primeros modelos teóricos de fijación del precio de las opciones (Black y Scholes, 1973; Merton, 1973)¹⁵, no fue hasta la década de 2000 cuando el uso de opciones se extendió entre los inversores. El gráfico 1 muestra el crecimiento exponencial del volumen total de opciones sobre acciones negociado en las principales bolsas estadounidenses.

Volumen negociado de opciones sobre acciones

GRÁFICO 1



Fuente: Cámara de compensación de acciones (OCC).

El activismo de los accionistas en EE. UU. ha experimentado un crecimiento similar en los últimos años. A pesar de que los inversores activistas «han existido desde los años 80, [...] la magnitud de su insurrección en América no tiene precedentes» (*The Economist*, 2015). Esta tendencia común suscita la pregunta de si los mercados de opciones y el activismo de los accionistas están interrelacionados.

Tal como se desarrolla en García (2018)¹⁶, los mercados de opciones sobre acciones pueden tener un doble efecto sobre los incentivos de los accionistas para el activismo. Por un lado, disponer de mercados de opciones más activos atrae a los inversores

14 García, S. (2018). *The role of option markets in shareholder activism*. Documento de trabajo.

15 Black, F. y Scholes, M. (1973). «The pricing of options and corporate liabilities». *The Journal of Political Economy*, n.º 81, pp. 637-654; Merton, R.C. (1973). «Theory of rational option pricing». *Bell Journal of Economics*, n.º 4, pp. 141-183.

16 *Op. cit.*

informados, cuyas operaciones incrementan la capacidad informativa del precio de la acción (Cao, 1999; Chakravarty, Gulen y Mayhew, 2004; Pan y Poteshman, 2006)¹⁷, lo que actúa como un eficaz dispositivo disciplinador del directivo (Holmström y Tirole, 1993; Dow y Gorton, 1997; Faure-Grimaud y Gromb, 2004; Chen *et al.*, 2007)¹⁸. Ello, a su vez, provoca que los accionistas estén menos dispuestos a dirigir su activismo mediante el mecanismo de «voz», en favor de la «salida» o el «voto con los pies» (Edmans, 2009; Admati y Pfleiderer, 2009; Edmans y Manso, 2011; Edmans, Fang y Zur, 2013)¹⁹.

Además de este cambio en la forma en que los accionistas ejercen el activismo, la existencia de un mercado de opciones activo puede promover un comportamiento más perverso entre los inversores. Las opciones pueden servir para mitigar el impacto dañino sobre los precios que sufre un inversor al vender una gran participación en el mercado. A medida que disminuyen los costes de salida, un gran accionista puede abstenerse de iniciar una intervención que incremente el valor y limitarse a abandonar la compañía (Coffee, 1991; Bhide, 1993)²⁰. Por otra parte, los accionistas también pueden utilizar opciones como cobertura frente a la exposición que asumen por sus acciones. En este sentido, la presencia de un mercado de «seguros» puede reducir los incentivos a la monitorización para los inversores. Bolton y Oehmke (2011)²¹ apuntan que cuando los tenedores de deuda obtienen cobertura contra la quiebra de la entidad, por ejemplo a través de *credit default swaps* (CDS), sus esfuerzos de monitorización se ven reducidos. Por último, las opciones facilitan la separación de los derechos económicos y los de voto, lo cual puede exacerbar los casos de **voto vacío** (Hu y Black, 2006, 2007)²².

Con todo, también existe una perspectiva más optimista respecto al efecto de los mercados de opciones sobre los incentivos de los accionistas para el (buen) activismo. Los costes son la principal razón para que no se observe con mayor frecuencia el activismo en la práctica es la cuantía de sus costes. Los activistas que sufragan campañas incurren en importantes costes por actividades que van desde la investigación de la compañía a la contratación de asesoramiento jurídico, pasando por los gastos de *marketing* de las campañas, lo que puede suponer millones de dólares.

17 Cao, H.H. (1999). «The effect of derivative assets on information acquisition and price behavior in a rational expectations equilibrium». *Review of Financial Studies*, n.º 12, pp. 131-163; Chakravarty, S., Gulen, H. y Mayhew, S. (2004). «Informed trading in stock and option markets». *The Journal of Finance*, n.º 59, pp. 1.235-1.257; Pan, J. y Poteshman, A.M. (2006). «The information in option volume for future stock prices». *Review of Financial Studies*, n.º 19, pp. 871-908.

18 Holmström y Tirole (1993), *op. cit.*; Dow, J. y Gorton, G. (1997). «Stock market efficiency and economic efficiency: Is there a connection?». *The Journal of Finance*, n.º 52, pp. 1087-1129; Faure-Grimaud y Gromb (2004), *op. cit.*; Chen *et al.* (2007), *op. cit.*

19 Edmans, A. (2009). «Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia». *The Journal of Finance*, n.º 64, pp. 2.481-2.513; Admati, A.R. y Pfleiderer, P. (2009). «The "Wall Street walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice». *Review of Financial Studies*, n.º 22, pp. 2.645-2.685; Edmans y Manso (2011), *op. cit.*; Edmans, A., Fang, V.W. y Zur, E. (2013). «The effect of liquidity on governance». *Review of Financial Studies*, vol. 26, n.º 6, pp. 1.443-1.482.

20 Coffee (1991), *op. cit.*; Bhide (1993), *op. cit.*

21 Bolton, P. y Oehmke, M. (2011). «Credit default swaps and the empty creditor problem». *The Review of Financial Studies*, n.º 24, pp. 2.617-2.655.

22 Hu, H.T. y Black, B. (2006). «The new vote buying: Empty voting and hidden (morphable) ownership». *Southern California Law Review*, vol. 79, n.º 4, pp. 811-908; Hu, H.T. y Black, B. (2007). «Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership». *Journal of Corporate Finance*, n.º 13, pp. 343-367.

Gantchev (2013)²³ calcula que el coste medio de una campaña de activismo que acabe en una *proxy fight* es de unos 10,71 millones de dólares. Como ya se ha analizado previamente, la literatura académica ha presentado varios mecanismos que ayudan al inversor a compensar estos costes, principalmente relacionados con la liquidez del mercado (Maug, 1998; Kahn y Winton, 1998)²⁴. De manera congruente con estos mecanismos, los mercados de opciones pueden constituir una buena alternativa de negociación de títulos, a través de la cual los grandes accionistas que planifiquen una intervención logren maximizar las ganancias obtenidas y sufragar los costes de su activismo. Esta relación, *a priori* ambigua, merece cierta atención desde una perspectiva empírica, que se aborda de manera más extensa en García (2018)²⁵. El análisis comienza reconociendo que cualquier efecto potencial de las opciones dependerá de si el mercado tiene un volumen suficiente —ya que los incentivos para los inversores informados son mayores en los mercados de volúmenes elevados— y que los mercados sin liquidez restringen tanto a los inversores informados como a los no informados (Kyle, 1985; Admati y Pfleiderer, 1988; Pagano, 1989)²⁶. La muestra empírica del estudio contiene información representativa sobre el activismo de los accionistas y su comportamiento de cara al voto, así como datos sobre la operativa en opciones y características de cada compañía durante el periodo 2003-2014²⁷.

El primer objetivo del análisis empírico es estudiar la contribución de la liquidez en el mercado de opciones a la probabilidad de que una compañía experimente un caso de activismo. En otras palabras, ¿son las compañías con mercados de opciones más líquidos más o menos propensas a sufrir un *proxy contest* o una propuesta de los accionistas durante el siguiente ejercicio? Los resultados son congruentes con la tesis de que los mercados de opciones fomentan el activismo entre los accionistas. El cuadro 1 contiene las estimaciones realizadas a partir de un modelo *probit* (probabilidad por unidad) sobre la probabilidad de que en una compañía se produzca un *proxy contest* o se reciba una propuesta accionarial, dos de los ejemplos más comunes de activismo directo de los accionistas. El efecto de los mercados de opciones se captura a través de la variable anual de volumen de negociación de opciones en dólares (Roll, Schwartz y Subrahmanyam, 2009; Blanco y Wehrheim, 2017)²⁸. Estos resultados demuestran que los mercados de opciones ejercen un efecto significativo sobre la probabilidad futura de activismo, incluso tras tener en cuenta los efectos del tiempo e incluir una serie completa de determinantes conocidos de activismo, como el *performance* de la compañía, la volatilidad de sus acciones, la liquidez del

23 Gantchev, N. (2013). «The costs of shareholder activism: Evidence from a sequential decision model». *Journal of Financial Economics*, n.º 107, pp. 610-631.

24 Maug (1998), *op. cit.*; Kahn y Winton (1998), *op. cit.*

25 García (2018), *op. cit.*

26 Kyle, A.S. (1985). «Continuous auctions and insider trading». *Econometrica*, pp. 1.315-1.335; Admati, A.R. y Pfleiderer, P. (1988). «A theory of intraday patterns: Volume and price variability». *Review of Financial Studies*, n.º 1, pp. 3-40; Pagano, M. (1989). «Trading volume and asset liquidity». *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 104, pp. 255-274.

27 Las fuentes de los datos son las habituales en la literatura financiera e incluyen los servicios a accionistas institucionales (ISS), Bases de datos Thomson Reuters y CRSP-Compustat. Puede consultarse más información sobre datos y metodología en García (2018).

28 Roll, R., Schwartz, E. y Subrahmanyam, A. (2009). «Options trading activity and firm valuation». *Journal of Financial Economics*, n.º 94, pp. 345-360; Blanco, I. y Wehrheim, D. (2017). «The bright side of financial derivatives: Options trading and firm innovation». *Journal of Financial Economics*, n.º 125, pp. 99-119.

mercado o las condiciones de gobierno corporativo. Un cambio del percentil 10.^o al 90.^o en el volumen de las opciones se traduce en un incremento de casi un 62% en la probabilidad de activismo de la muestra.

Este efecto es de una magnitud significativa, y cercana a la que se encuentra en estudios sobre la liquidez del mercado de acciones (véanse Norli *et al.*, 2015)²⁹, lo que subraya la importancia de los mercados de derivados para los inversores con objetivos activistas.

Volumen de opciones y activismo

CUADRO 1

	Proxy contest t		Prop. accionistas t	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Ln(OptVol)(t-1)	0,055** (0,021)		0,087*** (0,010)	
Ln(OptVol)(t-2)		0,050** (0,022)		0,089*** (0,009)
Observaciones	33.736	33.736	33.736	33.736
Pseudo R ²	0,074	0,074	0,323	0,323
Cambio en la probabilidad de activismo si se incrementa el vol. de accs. del percentil 10. ^o al 90. ^o (ef. marginal medio)	0,21%	0,18%	3,42%	3,38%
(diferencia con el valor de P en la prueba de Wald)	(0,03)	(0,05)	(0,00)	(0,00)
Cambio relativo a la probabilidad de activismo de muestra	61,76%	52,94%	40,01%	39,51%

Fuente: García (2018). Notas: Este cuadro presenta las estimaciones sobre regresión *probit* de casos de activismo de los accionistas a nivel de compañía (delegación de voto y propuesta de los accionistas) para un volumen de opciones a uno y dos años y un juego de determinantes del activismo de los accionistas. Todas las regresiones incluyen las variables ficticias (*dummies*) del ejercicio. Los errores estándar robustos se indican entre paréntesis. El periodo de muestreo es 2003-2014. Los signos ***, ** y * denotan su relevancia al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Como ya se ha mencionado, el activismo directo —como puede ser el caso del *proxy contest*— es difícil de observar en la práctica. Además, existen otras medidas a explorar que capturan el grado de participación de los accionistas en el gobierno corporativo. Una de las que guarda una relación más estrecha con el grado de alineamiento entre inversores y directivos es el porcentaje de votos de los accionistas que disiente de las recomendaciones de los administradores. A pesar de que la disminución del respaldo de los accionistas en las elecciones de consejeros raramente afecta a los resultados de la elección, una menor confianza en las recomendaciones de los administradores está íntimamente relacionada con una mayor probabilidad de sustitución del *CEO* y una disminución en su retribución (Cai, Garner y Walkling, 2009; Iliev y Lowry, 2014)³⁰. Por consiguiente, una segunda cuestión de importancia es si la presencia de un mercado de opciones sobre acciones afecta al modo en que los accionistas votan y, en especial, si las opciones facilitan un mayor o menor alineamiento con las recomendaciones de voto de los administradores. El cuadro 2

29 Norli *et al.* (2015), *op. cit.*

30 Cai, J., Garner, J.L. y Walkling, R.A. (2009). «Electing directors». *The Journal of Finance*, n.º 64, pp. 2.389-2.421; Iliev, P. y Lowry, M. (2014). «Are mutual funds active voters?». *Review of Financial Studies*, n.º 28, pp. 446-485.

contiene los resultados de un análisis de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) sobre el grado de respaldo de los accionistas a los directivos, medido como el porcentaje de votos a favor de las propuestas de los administradores corporativos.

El análisis incluye además un conjunto de determinantes del respaldo de los accionistas a los administradores (como en Cai *et al.*, 2009)³¹, así como efectos fijos de tiempo e industria. En general, los coeficientes significativos del volumen de opciones apuntan a que los mercados de derivados alientan más el voto disidente entre los accionistas en varios tipos de elecciones, pero especialmente en «otras elecciones», que típicamente incluyen conceptos como *say-on-pay* u otras disposiciones sobre gobierno corporativo.

Votación para administradores

CUADRO 2

	Voto medio para administradores (%)		
	Eleccs. consejeros	Otras eleccs.	Todas eleccs.
	(1)	(2)	(3)
$\text{Ln}(\text{OptVol})_{t-1}$	-0,072** (0,035)	-0,242*** (0,077)	-0,114*** (0,034)
Observaciones	10.150	4.885	10.206
R ² ajustado	0,585	0,119	0,408

Fuente: García (2018). Notas: Esta tabla presenta los valores estimados de la regresión OLS del voto medio de los accionistas en propuestas patrocinadas por los administradores para un volumen anual de opciones y un conjunto de determinantes conocidos del respaldo de los accionistas a los administradores. Todas las regresiones incluyen las variables ficticias (*dummies*) de año y sector (código SIC de cuatro dígitos). Los errores estándar robustos se indican con paréntesis. El periodo de la muestra es 2003-2004. Los símbolos ***, ** y * denotan, respectivamente, su relevancia al 1%, 5% y 10%.

En conjunto, estos resultados están en línea con la perspectiva más optimista de los mercados de opciones: como promotores de activismo de los accionistas (siempre bajo la hipótesis de que la intervención de los accionistas incrementa el valor de la acción). Análisis más profundos revelan que este incremento en los incentivos a los accionistas a cambio del costoso activismo es coherente con la tesis de que los accionistas utilizan el mercado de opciones para incrementar los beneficios netos derivados de su intervención. El efecto de las opciones en los incentivos al activismo es inferior en las compañías sobrevaloradas, en las que los accionistas pueden obtener menos ganancias por su operativa en el mercado de opciones.

El hecho de que un inversor pueda obtener mayores beneficios por estar informado e intervenir en el gobierno de la compañía también se refleja en la forma en la que vota. Una de las principales vías de las que dispone el inversor para manifestar su respaldo a una compañía es a través del voto. Por desgracia, la mayoría de los inversores (incluidos los institucionales) posee participaciones pequeñas, por lo que el proceso completo de investigación y evaluación de cada cuestión sometida a voto en la junta general supone unos costes insostenibles, lo que puede conllevar un voto ineficaz. Como consecuencia de esta problemática, se ha desarrollado toda una industria: el asesoramiento delegado o *proxy advisory*. Las empresas de asesoramiento

31 Cai *et al.* (2009), *op. cit.*

delegado emiten recomendaciones de voto a los accionistas tras efectuar una evaluación —supuestamente completa— de cada asunto que vaya a someterse a voto, teniendo en cuenta los objetivos personalizados de cada uno de sus clientes. La confianza en estas recomendaciones se ha generalizado, lo que las ha convertido en uno de los principales focos de atención para la SEC en su lucha por dotar de significado al activismo y proteger al accionista: «Por desgracia [...] son demasiados los inversores institucionales que votan acriticamente las recomendaciones de las empresas de asesoramiento *proxy*. Estas últimas, a su vez, no parecen haberse esforzado mucho por analizar los factores que han dado pie a investigaciones deficientes, recomendaciones erróneas y asesoramiento conflictivo» (Gallagher, 2015)³².

Iliev y Lowry (2014)³³ estudian el uso de las recomendaciones emitidas por Institutional Shareholder (ISS) —una de las principales empresas de asesoramiento— por parte de fondos de inversión. Sus investigaciones demuestran cómo los fondos con mayores beneficios netos del voto (o menores costes de valoración de cada propuesta a voto) tienden a votar con mayor frecuencia en sentido contrario a la recomendación de ISS. Este disentir de ISS es más pronunciado precisamente en cuestiones clasificadas como «recomendaciones generales» o *blanket recommendations* —recomendaciones sin valor alguno—, lo que refleja un comportamiento de voto más informado por parte de estos fondos de inversión. De igual manera, este mismo comportamiento se produce en las compañías que disponen de un mercado activo de opciones: los accionistas tienden a estar menos de acuerdo con ISS, lo cual es especialmente acusado en el caso de las *blanket recommendations* (García, 2018). Toda esta evidencia parece estar en línea con la idea de que el mercado de opciones promueve que los accionistas investiguen y se informen más acerca de las consecuencias de diferentes propuestas para la entidad.

Si bien estos resultados aparentemente destacan un aspecto positivo de los derivados financieros, siguen sin estar claros los potenciales objetivos exactos del activismo que promueven las opciones; concretamente, si las opciones inducen al activismo con propuestas de maximización de valor o si, por el contrario, propician comportamientos de voto vacío entre los inversores. En García (2018)³⁴ se analizan las reacciones del mercado de acciones tras la aprobación (o desestimación) de propuestas de accionistas motivadas por una actividad de negociación considerable en el mercado de opciones durante el trimestre anterior. Como sostiene Cuñat, Gine y Guadalupe (2012)³⁵, el análisis se centra en los «votos estrechos» —propuestas que se aprueban o rechazan por un pequeño margen del 5%—, ya que constituye el grupo cuyo comportamiento es menos probable que descuenta el mercado y, por lo tanto, potencialmente menos susceptible de sesgos. Los resultados sugieren que, en promedio, las propuestas de accionistas precedidas de una mayor actividad en el mercado no van asociadas a una menor rentabilidad posterior de la acción, lo que contradice las predicciones de las teorías de voto vacío. De hecho, en el caso más dudoso de propuestas de accionistas no respaldadas por una recomendación positiva de ISS, las reacciones del mercado son altamente positivas.

32 Gallagher (2015), *op. cit.*

33 Iliev, P. y Lowry, M. (2014). «Are mutual funds active voters?». *Review of Financial Studies*, n.º 28, pp. 446-485.

34 García (2018), *op. cit.*

35 Cuñat, V., Gine, M. y Guadalupe, M. (2012). «The vote is cast: The effect of corporate governance on shareholder value». *The Journal of Finance*, n.º 67, pp. 1.943-1.977.

6 Perspectivas y debates de cara al futuro

Estos resultados, tomados en su conjunto, apuntan a un efecto de los derivados que no puede tildarse más que de «positivo» en las actividades de gobierno corporativo que desarrollan los accionistas; y, sin embargo, parecen contradecir las observaciones de ejemplos de la vida real tales como el caso de Perry Corp. vs. Mylan Laboratories. Es importante, por tanto, aclarar que los resultados obtenidos en el estudio García (2018)³⁶ son efectos medios, y que los mercados de opciones pueden perfectamente catalizar las consecuencias perversas en circunstancias particulares. De hecho, identificar cuáles son estos escenarios es uno de los puntos más vitales de cara a investigaciones futuras. Así, por ejemplo, aunque los mercados de opciones pueden animar a los accionistas de compañías con buena salud financiera a tomar iniciativas que maximicen el valor, los incentivos pueden revertirse en el caso de compañías en situación de concurso, donde pueden intensificarse los incentivos para la expropiación.

No obstante, es posible extraer importantes conclusiones a partir de estos estudios académicos tempranos, dignas de tener en cuenta por el regulador. Los derivados tienen una idiosincrasia específica que permite la separación de la propiedad y el control, lo cual puede plantear un problema grave para el funcionamiento eficaz de los mercados financieros y las corporaciones. Esto es de especial relevancia en el caso del activismo y la rápida acumulación de derechos de usufructo durante el actual lapso de 10 días existente entre el momento en que se cruza el umbral del 5% de la propiedad de una sociedad y el de hacer pública la posición ante la SEC (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2011)³⁷. El uso, en ocasiones perverso, de derivados en estos casos ha dado lugar a diversas voces que apoyan la eliminación de la ventana de 10 días en la comunicación de posiciones a la SEC, y una limitación dura al uso de derivados por parte de grandes accionistas³⁸.

Y, sin embargo, estas acciones pueden resultar miopes a la luz de las últimas evidencias. Los estudios más recientes revelan un efecto positivo medio de ciertos derivados —tales como las opciones sobre acciones— respecto a las actividades de gobierno de los accionistas. La imposición de restricciones a la capacidad de los accionistas para operar e intervenir en una sociedad desalentará los esfuerzos de gobierno corporativo independientemente de su objetivo final («bueno» o «malo»), lo que puede plantear un problema mucho mayor. Los inversores activistas necesitan compensar unos costes enormes y una forma de hacerlo es acumular propiedad «sigilosamente». Citando al conocido activista Bill Ackman, «si se obliga a hacer pública la posición, desaparece la oportunidad de comprar a un precio atractivo».

No obstante, existe una necesidad esencial de regulación que controle las acciones perversas que los derivados puedan incentivar entre los accionistas. Aunque la evidencia señala que los derivados, en promedio, parecen estimular el activismo que

36 García (2018), *op. cit.*

37 Wachtell, Lipton, Rosen & Katz (2011), *op. cit.*

38 Aunque en buena parte de las jurisdicciones la adquisición de derivados se comunica al supervisor —quien seguidamente lo pone en conocimiento del público—, en el caso español, la comunicación a la CNMV debe realizarse en el plazo máximo de tres días.

busca maximizar el valor, pueden darse circunstancias especiales en las que no se consiga dicho resultado. Los reguladores deben prestar especial atención a aquellas compañías en las que exista un mayor potencial de expropiación patrimonial, como en el caso de las firmas con dificultades financieras, o aquellas ampliamente abiertas al mercado de fusiones y adquisiciones. En tales casos, una rápida divulgación de las posiciones de un gran accionista —tanto en el mercado de acciones como en el de derivados—, así como la limitación de la operativa libre con derivados durante periodos breves de tiempo, puede ser un ejercicio razonable para garantizar el funcionamiento eficaz de los mercados financieros.

ETF y estabilidad financiera: un compendio de posibles fuentes de riesgo

Ricardo Crisóstomo y Jorge Medina (*)

(*) Ricardo Crisóstomo pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la CNMV y Jorge Medina pertenece al Departamento de Autorización y Registro de Entidades de la CNMV.

1 Introducción

El mercado de los *exchange traded funds* (ETF) está experimentando un importante crecimiento a nivel mundial. El volumen gestionado ha pasado de 710 billones de euros a finales de 2007 a 4.398 billones en septiembre de 2018, lo que representa casi el 10% del importe gestionado por los fondos de inversión abiertos (46.636 billones de euros). El 75% del volumen se concentra en EE. UU. y el 16% se gestiona en Europa, caracterizándose este último mercado por una mayor presencia de inversores institucionales y un menor uso del apalancamiento. En términos de crecimiento, el volumen gestionado por los ETF europeos se ha duplicado en los últimos cinco años y alcanzaba los 681 billones de euros en septiembre de 2018¹.

Este incremento de volumen ha ido acompañado de la aparición de estrategias más complejas e inversiones materializadas en subyacentes menos líquidos, lo que está generando cierta preocupación respecto a su posible impacto sistémico. Asimismo, el crecimiento de los ETF también ha llevado aparejada una elevada heterogeneidad en cuanto a la regulación y la estructura del mercado vigentes en diferentes jurisdicciones. Así, según la jurisdicción, existen diferencias significativas en el número y los requisitos que se exigen a los especialistas —*authorized participants* (AP)— o en las normas que rigen la negociación de los ETF.

El enfoque seguido por los organismos reguladores ha sido el de adoptar para los ETF el marco regulatorio de las instituciones de inversión colectiva (IIC). No obstante, existen diferencias sustanciales entre los ETF y otros fondos o sociedades de inversión, tales como: i) la frecuencia de cálculo de los precios —por lo general, una vez al día en la mayoría de las IIC, mientras que los ETF cotizan en todo momento—; ii) el mecanismo de arbitraje que caracteriza la alineación de precios entre el mercado primario y el secundario; iii) la forma en la que se negocian sus participaciones o acciones, o iv) la interrelación de los ETF con los índices de referencia.

Como consecuencia, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó en diciembre de 2012 unas recomendaciones para el sector² en las que especificaba la información que debía proporcionarse tanto a los inversores como a los reguladores. También a nivel mundial, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) publicó en junio de 2013 unos principios para la regulación de los ETF³ centrados en las condiciones de transparencia, clasificación y estructura de estos productos. Este documento citaba varios riesgos relacionados con los ETF, como el riesgo de transmisión de las situaciones de estrés y el riesgo de

1 Fuente: EFAMA y ETFGI.

2 ESMA (2014). *Guidelines on ETFs and other UCITS issues*. Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf

3 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD414.pdf>

comportamientos abusivos por parte de algunos miembros del mercado, y mencionaba como factores amplificadores de estos riesgos la creciente innovación y el rápido progreso tecnológico. Actualmente, IOSCO está trabajando en una nueva serie de principios que buscan mejorar la regulación de los ETF.

En este artículo se realiza un análisis descriptivo de los posibles riesgos que el mercado de los ETF puede generar para la estabilidad financiera. La operativa de los ETF conlleva una serie de riesgos específicos derivados de su actividad, así como otros más generales que, debido al tamaño y crecimiento del sector, podrían derivar en un impacto generalizado. Aunque los posibles riesgos de los ETF se han distribuido en diferentes categorías, muchos de ellos se encuentran interrelacionados y su modelización conjunta representa, en la actualidad, uno de los principales retos de los trabajos empíricos sobre ETF y riesgo sistémico.

2 Impacto de los ETF en el riesgo y la rentabilidad de los subyacentes

Diferentes estudios empíricos⁴ indican que un exceso de indexación o gestión pasiva puede influir en las propiedades y el funcionamiento de los mercados, lo que podría incrementar el riesgo de espirales bajistas de precio. Aunque los riesgos derivados del exceso de indexación no resultan exclusivos de los ETF, su crecimiento en los últimos años los está convirtiendo en un contribuidor importante de volúmenes gestionados mediante gestión pasiva. Así, los principales riesgos relacionados con el exceso de indexación son los siguientes:

- **Aumento de la correlación entre los componentes del índice:** Cuando un valor entra en un índice tiende a comportarse de manera más cercana al resto de valores del mismo. Generalmente, cuanto mayor sea la rotación en la cartera del ETF, más ventas y compras correlacionadas se producirán y, por tanto, más similar será el comportamiento de componentes del índice. Este comportamiento puede reducir los beneficios de la diversificación, en especial en momentos de estrés.
- **Volatilidad no basada en fundamentales:** El proceso de arbitraje que caracteriza el funcionamiento de los ETF crea una fuente de movimientos paralelos para los componentes del índice que, a menudo, no está relacionada con sus fundamentales. Así, la evidencia sugiere que en algunos casos los movimientos generados por el arbitraje de los ETF podrían ser excesivos, ocasionar un posible contagio y propagar situaciones de estrés que no están asociadas a los fundamentales.

4 Véanse, entre otros: Agarwal, V., Hanouna, P., Moussawi, R. y Stahel, C. (2016). *Do ETFs increase the commonality in liquidity of underlying stocks?* Disponible en https://fisher.osu.edu/sites/default/files/etf_paper_osu_mar15.pdf; Baltussen, G., Van Bakkum, S. y Da, Z. (2016). *Indexing and Stock Market Serial Dependence Around the World*. Disponible en <https://www3.nd.edu/~zda/Indexing.pdf>; Ben-David, I., Franzoni, F. y Moussawi, R. (2017). «Do ETFs Increase Volatility?». *Journal of Finance*. doi:10.1111/jofi.12727; Da, Z. y Shive, S. (2018). «Exchange traded funds and asset return correlations». *European Financial Management*, n.º 24, pp. 136-168; Wurgler, J. (2010). *On the Economic Consequences of Index-Linked Investing*. NBER, Working Papers n.º 16.376.

- **Incremento de las valoraciones:** Dado el volumen invertido en ETF y otras inversiones indexadas, la inclusión de un valor en un índice incrementa de forma sustancial las órdenes de compra de ese valor, lo que genera un incremento en su cotización que puede no estar relacionado con sus fundamentales.
- **Cambio en la autocorrelación⁵:** Según algunos estudios, la autocorrelación de los rendimientos de las acciones ha cambiado de positiva a negativa desde la aparición de los ETF. Los valores que se negocian mayoritariamente a través de estos instrumentos tienden a tener coeficientes de regresión (betas) negativas con respecto a sus rendimientos anteriores en el mercado. Esta situación sugiere que la actividad de los ETF está relacionada con movimientos excesivos en los valores subyacentes y una reversión posterior en los precios.
- **Efectos en la liquidez de los subyacentes:** La inclusión de un valor en un índice aumenta la liquidez de este a corto plazo (debido al aumento del interés y a la mayor demanda) pero, a medida que los ETF incrementan su participación en el valor, el número de acciones disponibles en el mercado disminuye y la liquidez de los valores tiende a decrecer.

La combinación de grandes volúmenes gestionados por los ETF y el comportamiento rebaño (*herding behaviour*) de los inversores podría generar un efecto contagio en los mercados subyacentes. Así, una situación de estrés o una caída repentina de las cotizaciones de los ETF puede generar descensos generalizados en el precio de los activos de referencia y crear espirales negativas que podrían verse incrementadas por las ventas automáticas que provienen de las estrategias de gestión pasiva.

3 Efectos en la calidad y eficiencia de la información de los subyacentes

La indexación excesiva también puede afectar a la calidad y eficiencia de la información de los subyacentes⁶. Así, la inversión generalizada en estrategias pasivas o indexadas podría desincentivar que los inversores adquieran información específica de los valores con menor capitalización, con lo que se incrementarían sus costes de negociación y se generarían valoraciones inexactas.

5 La autocorrelación mide la dependencia estadística entre el rendimiento de un activo y sus rendimientos observados en periodos anteriores. En términos diarios, una autocorrelación negativa supone que si un activo experimenta un rendimiento positivo en una determinada sesión, su rendimiento al día siguiente tenderá a ser negativo.

6 Véanse, entre otros: Madhavan, A. y Sobczyk, A. (2014). «Price Dynamics and Liquidity of Exchange-Traded Funds». *Journal of Investment Management*, vol. 14, n.º 2, pp. 1-17; Israeli, D., Lee, C.M.C. y Sridharan, S.A. (2015). «Is There a Dark Side to Exchange Traded Funds (ETFs)? An Information Perspective». *Review of Accounting Studies*, vol. 22, n.º 3, pp. 1.048-1.083. doi:10.1007/s11142-017-9400-8; Broman, M.S. y Shum, P. (2015). «Relative Liquidity, Fund Flows and Short-Term Demand: Evidence from Exchange-Traded Funds». *Financial Review*, n.º 53, pp. 87-115. doi:10.1111/fire.12159; Bhattacharya, A. y Hara, M.O. (2016). *Can ETFs Increase Market Fragility? Effect of Information Linkages in ETFs Markets*. Disponible en https://www.uts.edu.au/sites/default/files/FDG_Seminar_160323.pdf

- A corto plazo, la indexación y la creación de ETF tiene un efecto positivo en la transmisión y disponibilidad de información y, por tanto, en la adecuada formación de precios. Este efecto es mayor en aquellos valores para los que se disponga de poca información o que se negocien en mercados poco competitivos.
- Sin embargo, a largo plazo, a medida que crece el volumen de un valor adquirido por ETF, una proporción cada vez mayor de las acciones en circulación del subyacente se concentrarían en manos de los promotores de ETF y dejarían de estar disponibles para el resto de participantes del mercado, lo que podría afectar de forma negativa a la cantidad y calidad de la información disponible sobre ese valor.
- Asimismo, debido a su bajo coste y alta liquidez, los ETF suponen una alternativa atractiva para aquellos partícipes que tenían previsto adquirir directamente los valores subyacentes del ETF. A medida que el ETF tenga mayor liquidez relativa que sus valores subyacentes, algunos inversores preferirán adquirirlos a través de este instrumento y la base de inversores que compren valores ilíquidos de forma directa podría decrecer.

De este modo, a cambio de fomentar una alternativa de inversión eficiente tanto en lo relativo a costes como a liquidez, la inversión masiva en ETF podría desincentivar a los participantes del mercado a dedicar recursos para obtener información específica sobre los subyacentes.

4 Posible fragilidad de la liquidez proporcionada por los ETF

Otro aspecto a tener en cuenta es el comportamiento de la liquidez que proporcionan los ETF. En particular, varios estudios indican que esta liquidez podría verse reducida de manera abrupta en periodos de estrés, y por tanto generar inestabilidad y un posible contagio a los mercados subyacentes⁷. Los principales factores que pueden influir en el riesgo de liquidez asociado a los ETF son los siguientes:

- La proporción de determinados valores en posesión de los ETF:** Cuanto mayor sea la proporción de un valor que está en la cartera de los ETF (ya sea de forma directa o indirecta), más sensible será su liquidez a la actividad y demanda de los ETF.
- Periodo medio de inversión:** Los estudios empíricos sugieren que los inversores que adquieren participaciones de ETF las mantienen durante un periodo inferior al que las tendrían si hubieran invertido directamente en los activos subyacentes. Los bajos costes de transacción y su negociación continua pueden hacer que los ETF: i) sean más líquidos que los valores de referencia y ii) sean más atractivos que otros tipos de IIC. Por ello, los ETF pueden atraer en mayor medida a inversores cortoplacistas e inversores de alta frecuencia *high frequency traders* (HFT).

⁷ Véanse, entre otros: Israeli *et al.* (2015), *op. cit.*; Broman y Shum (2015), *op. cit.*; Bhattacharya y Hara (2016), *op. cit.*; Ben-David *et al.* (2017), *op. cit.*

iii) **Concentración de los proveedores de liquidez y *herding behaviour*:** Actualmente, los servicios de provisión de liquidez para los ETF son realizados, en muchos casos, por HFT. Además, algunos bancos podrían estar abandonando el negocio de la provisión de liquidez. En este contexto, los especialistas podrían retirarse de manera repentina, lo que generaría o amplificaría situaciones de estrés. Este comportamiento puede verse reforzado debido a que los especialistas: i) en muchos casos, no tienen ningún compromiso con el ETF (aunque pueden tenerlo con el mercado donde cotiza el ETF); ii) su actividad se guía principalmente por la obtención de beneficios con bajo riesgo, por lo que pueden retirarse en situaciones desfavorables, y iii) a menudo existen cláusulas que los eximen de cumplir sus compromisos de liquidez precisamente en situaciones de estrés.

Conforme a esta caracterización, los mercados de bonos podrían ser particularmente vulnerables a los riesgos de liquidez derivados de los ETF. En numerosos mercados de reducida liquidez, los ETF se han convertido en un inversor relevante, atrayendo a inversores que podrían deshacer sus posiciones en caso de desaparecer la mayor liquidez relativa que proporcionan los ETF. Esta circunstancia, unida a la menor implicación de los bancos en la actividad de creación de mercado, podría generar una liquidez más frágil en este segmento de mercado y una mayor susceptibilidad a caídas repentinas de los precios.

Frente a esto, existen varios mecanismos susceptibles de limitar los riesgos de liquidez de los ETF:

- Mecanismos de interrupción de la negociación: Un ejemplo sería el caso de Euronext Paris, donde se establece una banda de cotización teórica fuera de la cual no pueden tener lugar operaciones. En el caso de superarse esta banda, la cotización del ETF se interrumpe durante 30 segundos, repitiéndose este proceso tantas veces como fuera necesario⁸. Otro mecanismo de interrupción más generalizado (como es el caso del mercado español) sería el establecimiento de rangos de volatilidad.
- Establecimiento de normas para los creadores de mercado y especialistas: Por ejemplo, se podrían establecer incentivos financieros o determinadas exenciones en momentos de estrés para fomentar tanto el número como la actividad de los especialistas.

5 Riesgo de contraparte y concentración de proveedores de servicios

La concentración de la operativa de los ETF en determinadas contrapartes y proveedores de servicios puede generar un riesgo potencialmente sistémico en caso de que alguna entidad relevante y con elevada interconexión incurra en impago o modifique de forma drástica sus políticas de inversión.

8 AMF (2017). *ETFs: Characteristics, Overview and Risk Analysis - The case of the French market*. Disponible en https://www.amf-france.org/en_US/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances/Archives?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F2d61ede7-b0be-40fa-8654-fe438a33ad00

En cuanto al riesgo de contraparte, los ETF están expuestos al riesgo de impago tanto por sus posiciones de contado y derivados como por su operativa respaldada por colaterales. Los ETF sintéticos, además, presentan generalmente una exposición elevada al riesgo de contraparte debido a su utilización de derivados *over the counter* (OTC) como elemento central de su política de inversión. Para los ETF constituidos en el marco europeo, el riesgo de contraparte se encuentra limitado, a nivel microprudencial, por las reglas de diversificación que exige la normativa UCITS⁹. No obstante, incluso existiendo mitigadores microprudenciales, la concentración de operaciones en un número reducido de entidades puede ocasionar un riesgo sustancial si alguna de ellas incurre en impago.

Además del riesgo de contraparte, la operativa de los principales proveedores de servicios para ETF (como la gestión, creación de mercado o especialistas) también se encuentra concentrada en un número reducido de entidades. Por ejemplo, la gestión de ETF se encuentra concentrada de forma mayoritaria en unas pocas sociedades gestoras (en EE. UU., cinco entidades gestionan unos 3.159 billones de dólares, casi el 90% del mercado)¹⁰. Dado el tamaño de los ETF, en caso de producirse cambios sustanciales en las políticas de inversión o en la operativa de las principales sociedades gestoras, estas decisiones podrían dar lugar a flujos monetarios que tengan un impacto generalizado en los mercados.

De forma análoga, actuaciones correlacionadas de los creadores de mercado también pueden generar eventos con un carácter potencialmente sistémico. En este sentido, comportamientos similares por parte de estos especialistas pueden derivar en retiradas de liquidez, flujos financieros o efectos indirectos que tengan consecuencias sistémicas o incrementen la severidad de los episodios de estrés. A modo de ejemplo, actuaciones parecidas por parte de los creadores de mercado en situaciones de tensión podrían dar lugar a una reducción generalizada de liquidez en el momento en que más se necesita, lo que influiría tanto en la representatividad de los precios de los ETF como en su posible contagio a los mercados de referencia.

6 Conflictos de interés, comportamientos anticompetitivos y riesgo reputacional

La evidencia empírica indica que, con frecuencia, los especialistas y las contrapartidas de derivados en los ETF forman parte del mismo grupo económico y, a veces, su sociedad gestora también está dentro del grupo¹¹. La pertenencia de los principales actores de un ETF al mismo grupo suscita un conflicto de interés en cuanto a las condiciones acordadas en las transacciones entre entidades afiliadas, lo que puede generar riesgos tanto para los inversores como para el sistema financiero.

9 Las UCITS deben limitar su exposición al riesgo de contraparte a un máximo de: i) el 10% del valor neto de los activos (NAV) para las contrapartes que sean entidades de crédito elegibles y ii) el 5% del NAV para el resto de contrapartes.

10 BlackRock, Vanguard, State Street, Invesco y Charles Schwab. Datos a 13/12/18. Fuente: ETF.com

11 Véase CBI (2017). *Exchange Traded Funds - Discussion Paper*. Disponible en <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/discussion-papers/discussion-paper-6/discussion-paper-6---exchange-traded-funds.pdf?sfvrsn=6>

En el ámbito de los ETF, uno de los conflictos más señalados en la literatura es el relacionado con el uso inapropiado de colaterales. Varios estudios¹² indican que la constitución de algunos ETF podría estar motivada como una posibilidad para colocar y sacar del balance de las entidades de crédito activos con liquidez reducida y elevada ponderación de riesgo, lo que permite mejorar sus ratios de capital y liquidez.

Este tipo de transferencias, además de perjudicar a los partícipes del ETF, puede generar riesgos para la estabilidad financiera. El traspaso de activos ilíquidos y de riesgo elevado supone transferir a las carteras de los ETF un conjunto de activos problemáticos que, en tiempos de crisis, resultará difícil de vender y tendrá un comportamiento particularmente negativo, lo que incrementa su vulnerabilidad ante episodios de estrés. Así, es precisamente en situaciones de estrés cuando los inversores suelen realizar un mayor escrutinio de su cartera de inversiones, lo que puede desencadenar espirales negativas y efectos de segundo orden en el sector de los ETF como respuesta a la iliquidez y al mayor riesgo de los activos que respaldan su política de inversión.

Por otra parte, las prácticas anticompetitivas en el sector de los ETF pueden generar un riesgo reputacional para las entidades que las realizan. Puesto que las entidades del sector financiero operan bajo la premisa de la confianza, el riesgo reputacional resulta especialmente relevante para las entidades apalancadas o captadoras de depósitos, en las que eventos negativos con gran repercusión mediática pueden dar lugar a pérdidas de confianza que ocasionen retiradas generalizadas de liquidez. Esto puede llevar a la insolvencia de una entidad, incluso aunque su situación inicial no fuera particularmente problemática.

Adicionalmente, las conductas inapropiadas en sectores de gran tamaño, como el de los ETF, puede acarrear multas y compensaciones que pueden llegar a ser multimillonarias. A modo indicativo, la venta inapropiada de *payment protection insurance* (PPI) ha supuesto para las entidades financieras del Reino Unido un coste superior a 35.000 millones de libras y ha generado cargas de más de 15.000 millones para Lloyds y más de 9.000 millones para Barclays. La magnitud de estos costes, que se refieren a un único producto y mercado geográfico, ponen de manifiesto el elevado riesgo que puede suponer la gestión inapropiada de los conflictos de interés en los mercados de valores y su relación con el riesgo sistémico.

7 Otros riesgos relacionados con el uso colaterales

Como indica el Banco Central de Irlanda¹³, la estrategia de inversión de los ETF proporciona un marco idóneo para el préstamo de valores. En los ETF con réplica

12 Véanse, entre otros: FSB (2011). *Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds*. Disponible en http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110412b.pdf; Ramaswamy, S. (2011). *Market structures and systemic risks of exchange-traded funds*. BIS, Working Papers, n.º 343; Hurlin, C., Christophe, P. y Yeung, S. (2017). *The Counterparty Risk Exposure of ETFs Investors*. Disponible en <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01023807v3/document>

13 CBI (2017), *op. cit.*

física, la cartera de activos trata de reproducir el comportamiento de un índice, generalmente mediante la compra de valores subyacentes que se mantendrán en la cartera con una vocación de estabilidad. De forma similar, en los ETF sintéticos, los valores obtenidos como contrapartida por los derivados también tienen un carácter estable y estarán disponibles para el préstamo de valores. En ambos casos, la política de inversión de los ETF proporciona una oportunidad idónea para obtener un rendimiento adicional mediante el préstamo de valores¹⁴.

La operativa con préstamo de valores de los ETF puede dar lugar a riesgos potencialmente sistémicos, tales como: i) los relacionados con la recompra de los activos en casos de retiradas masivas de los ETF y su repercusión en los mercados subyacentes, ii) que los activos entregados puedan ser insuficientes para cubrir el riesgo de contraparte o iii) los riesgos derivados de los conflictos de interés en carteras de gran tamaño (véase la sección 5).

Para los ETF europeos, los riesgos anteriores se encuentran limitados por los marcos normativos de la Directiva UCITS y el Reglamento EMIR. En los ETF constituidos bajo la normativa UCITS, las directrices de ESMA sobre gestión de colaterales¹⁵ establecen que el colateral utilizado por los ETF debe ser líquido, de elevada calidad crediticia, diversificado, valorado de forma diaria y no debe tener una correlación elevada con la evolución de la contraparte. No obstante, excepto en el caso de la diversificación, las directrices no incluyen umbrales ni especificaciones cuantitativas para estos requisitos, lo que puede generar divergencias significativas con respecto a su interpretación.

Por su parte, el Reglamento EMIR introduce la obligación de intercambiar márgenes iniciales en las operaciones con derivados OTC, lo que reduce el riesgo de contrapartida al exigir una garantía inicial que debe intercambiarse al comienzo de la operación. Frente a esto, los riesgos relacionados con el colateral pueden ser mayores en jurisdicciones en las que los ETF no estén sujetos a provisiones mitigadoras como las recogidas en la normativa UCITS o EMIR.

8 Efectos de rebalanceo en ETF inversos y apalancados

Los ETF apalancados buscan replicar el comportamiento de un índice o cartera multiplicado por un factor de apalancamiento (por ejemplo 3x o -2x). Generalmente, el folleto de este tipo de instrumentos especifica que su objetivo es reproducir el rendimiento del índice subyacente en términos diarios, tomando como referencia su comportamiento desde el cierre de la sesión hasta el cierre del día siguiente. Este tipo de réplica es diferente a reproducir el comportamiento del índice a largo plazo y

14 En España, la operativa de préstamo de valores no está permitida para las instituciones de inversión colectiva. No obstante, el 25 de abril de 2018 el Ministerio de Economía, Industria y Competitividad publicó el «proyecto de orden ministerial por la que se regula el préstamo de valores» con el objetivo de permitir esta operativa en un futuro. Disponible en http://www.mineco.gob.es/stfls/mineco/ministerio/participacion_publica/consulta/ficheros/ECO_Tes_180425_CP_OM_Prestamo_Valores.pdf

15 ESMA (2014). *Guidelines on ETFs and other UCITS issues*. Disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00_en_0.pdf

supone que la gestora del ETF deba ajustar diariamente la exposición de la cartera para mantener su apalancamiento objetivo¹⁶.

En términos de riesgo sistémico, la estrategia de rebalanceo de los ETF apalancados genera un efecto marcadamente procíclico y supone una concentración del impacto en el mercado en un breve periodo de tiempo. Así, para mantener su nivel de apalancamiento objetivo, tanto los ETF que emplean múltiplos positivos como los inversos deben ajustar su exposición al alza en los días en los que el mercado ha subido y a la baja en los días de caída. Este comportamiento implica exacerbar la volatilidad del mercado, aumentando la intensidad de los movimientos tanto en las subidas como en las bajadas. Por otra parte, puesto que el importe a rebalancear dependerá del precio que alcancen los subyacentes al final de cada sesión, esta operativa suele realizarse lo más cerca posible del cierre del mercado (generalmente en los 30 últimos minutos), lo que genera una elevada concentración de operaciones en un reducido espacio de tiempo.

El importe que deberá reajustar cada ETF dependerá de: i) el volumen de activos gestionado por el ETF, ii) su factor de apalancamiento y iii) el movimiento diario del índice de referencia. En cuanto al comportamiento del índice, el rebalanceo de los ETF apalancados implica un carácter fuertemente procíclico: a mayor incremento (descenso) de los precios diarios, mayor será el importe que los ETF tendrán que aumentar (disminuir) su exposición. La mayor parte de los ETF apalancados utiliza múltiplos de 2x o -2x, aunque el nivel de apalancamiento se ha incrementado en los últimos años y en 2017 se aprobaron los primeros ETF con múltiplos de cuatro veces el rendimiento del subyacente, lo que lleva aparejada una mayor necesidad de reajuste al final de cada día. Por tanto, para un mismo volumen gestionado, los ETF con mayor apalancamiento generarán un impacto superior en el mercado y, por tanto, un mayor efecto procíclico.

Por último, el volumen gestionado por los ETF apalancados supone actualmente un elemento mitigador, al ser reducido en comparación con el de los ETF tradicionales. No obstante, tanto el número de ETF apalancados como su volumen de activos se ha ido incrementando progresivamente en los últimos años, lo que hace recomendable que los supervisores financieros consideren el riesgo potencial de estos ETF para la estabilidad financiera y analicen su posible impacto en el mercado en situaciones de estrés.

9 Mayor complejidad de las estrategias de inversión de los ETF

Los ETF se configuraron inicialmente como una alternativa para replicar de forma pasiva el rendimiento de los principales índices mundiales; sin embargo, a medida

16 Por ejemplo, supongamos el caso de un ETF 3x en el que el índice de referencia, con un precio inicial 100, sube un 5% el primer día y baja un 5% el segundo. En este supuesto, el índice de referencia acabaría en 99,75, con lo que experimentaría un rendimiento acumulado del -0,25%. Por su parte, el ETF 3x subiría el primer día un 15% y caería un 15% el segundo, por lo que terminaría en 97,75, con un rendimiento acumulado del -2,25 e inferior al -0,75% que cabría esperar si se aplicara el múltiplo correspondiente (3x) al rendimiento acumulado del índice.

que ha ido creciendo su popularidad, su mercado objetivo se ha ido expandiendo hacia modelos de gestión más dinámica y mercados con reducida liquidez. Así, por ejemplo, en los últimos años se han constituido ETF con estrategias de gestión activa, ETF cuyo subyacente es el rendimiento de otros ETF o ETF cuya negociación es superior a la de los mercados que tratan de replicar.

Aunque estos ETF proporcionan una forma eficiente de acceder a mercados y estrategias que no son fácilmente replicables para los inversores, la complejidad de las estrategias conlleva una mayor dificultad para comprender los riesgos de estos vehículos y su interrelación con otros productos y entidades en tiempos de estrés. Así, la crisis financiera de 2008 puso de manifiesto el riesgo asociado a invertir volúmenes multimillonarios en productos financieros complejos (p. ej., productos estructurados) y productos financieros en los que el importe negociado o la exposición adquirida es elevada en relación con los mercados de referencia (p. ej., CDS). Puesto que estos factores de riesgo se han ido materializando de forma paulatina en el sector de los ETF, resulta recomendable que los supervisores financieros realicen un seguimiento de las tendencias y los volúmenes negociados por los ETF con estrategias complejas y evalúen su posible comportamiento en episodios de estrés.

No obstante, también es importante considerar que los ETF, por su doble condición de IIC y productos negociados, cuentan con una mayor regulación y determinados mitigadores del riesgo en comparación con otros productos más opacos. Así, entre otros, los ETF proporcionan una elevada transparencia de los precios negociados, deben reportar de forma periódica la composición de su cartera y están sujetos a reglas de diversificación y liquidez que son particularmente detalladas en los ETF configurados de acuerdo con la normativa UCITS. Por tanto, en comparación con otros productos, el impacto de estos factores mitigadores también debe tenerse en cuenta al analizar el riesgo potencial de los ETF y al diseñar políticas macroprudenciales al respecto.

10 Conclusión

Los costes reducidos, la liquidez y la transparencia que proporcionan los ETF han fomentado un crecimiento significativo en su volumen gestionado durante los últimos años, que ha venido acompañado por la aparición de nuevas estrategias de gestión y por la expansión de los ETF a nuevos mercados de referencia.

Aunque los ETF representan una alternativa de inversión eficiente, debido al elevado tamaño que está adquiriendo el sector y a las expectativas de un mayor crecimiento, su actividad implica un conjunto de riesgos que pueden llegar a tener consecuencias para el sistema financiero.

Respecto a los mercados subyacentes, los ETF pueden influir en el perfil de riesgo, rentabilidad, liquidez, correlación y eficiencia de la información de los activos a los que se referencian. Asimismo, la concentración de operaciones en un número reducido de contrapartidas, gestoras o especialistas puede generar riesgos para el sistema financiero en caso de producirse impagos o actuaciones coordinadas por parte de las principales entidades financieras relacionadas con los ETF.

Por otra parte, la gestión inadecuada de los conflictos de interés puede dar lugar a actividades o comportamientos inapropiados que generen compensaciones y multas cuyo importe, tomando como referencia el tamaño de este sector, podría ocasionar cargas multimillonarias. De forma similar, comportamientos anticompetitivos por parte de las entidades que prestan servicios a los ETF podrían generar riesgos reputacionales que produzcan pérdidas de confianza y ocasionen, potencialmente, retiradas masivas de inversiones en periodos de estrés.

Frente a esto, los ETF se encuentran sujetos generalmente a una doble regulación, como IIC y como productos cotizados, por lo que deben respetar numerosas provisiones mitigadoras de riesgo como, entre otras: presentar una elevada transparencia de precios negociados, reportar de forma periódica la composición de su cartera o cumplir reglas específicas de diversificación y liquidez en sus inversiones. Estos elementos mitigadores, junto con los beneficios que aportan los ETF como alternativa eficiente de inversión, son factores esenciales que deben tenerse en cuenta tanto al evaluar sus riesgos potenciales como al diseñar políticas macroprudenciales para este tipo de productos.

Los denominados «dividendos flexibles» (*scrip dividends*) y la evidencia empírica en España

Armen Arakelyan, Eudald Canadell, Jesús González Redondo,
María Gutiérrez Urtiaga y Maribel Sáez Lacave (*)

(*) Armen Arakelyan, Eudald Canadell Casanova y Jesús González Redondo pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV; María Gutiérrez Urtiaga pertenece a la Universidad Carlos III (Madrid) y Maribel Sáez Lacave pertenece a la Universidad Autónoma de Madrid.

1 Introducción

Durante los años de la crisis financiera que afectó a la gran mayoría de economías avanzadas y, en particular, a España, ganó terreno la práctica de retribuir a los accionistas de las sociedades cotizadas por medio de los denominados «dividendos flexibles» —o *scrip dividends* según su denominación en inglés— en lugar de dividendos en efectivo. Este formato de retribución fue especialmente utilizado por las entidades financieras, siendo el Banco Santander el primero en aplicarlo en España en 2009. Como se verá más adelante, su operativa difiere entre jurisdicciones, al igual que entre empresas. En todos los casos, no obstante, los dividendos flexibles conllevan la reducción del efectivo distribuido a los accionistas y el aumento inmediato del capital social, que se ve incrementado en el montante equivalente al número de derechos de asignación ejercidos multiplicado por el valor de la acción en el momento de la ampliación.

Esta situación, que indudablemente supone un reforzamiento inmediato en el capital de la empresa —lo cual es especialmente relevante en el caso de las instituciones financieras, que están sometidas a unos estrictos requisitos de solvencia—, genera también cambios en la posición de los accionistas y consecuencias más allá del corto plazo para la propia empresa, fenómenos todos ellos que conviene analizar.

En este artículo se describen las principales modalidades de estos programas, así como las ventajas y los inconvenientes que ofrecen para los accionistas y para la sociedad emisora. También se plantea la posibilidad de que los anuncios de estos programas puedan transmitir algún tipo de señal al mercado y cuál puede ser la repercusión sobre las cotizaciones de las acciones de las compañías.

En este contexto, el artículo realiza una descripción detallada de la evolución de estos programas en España entre 2009 y 2017, con unos primeros años de expansión en la aplicación de estas políticas de retribución al accionista y un declive en los últimos ejercicios que se explica, entre otras razones, por la eliminación de las ventajas fiscales existentes hasta 2017¹ y la mejora de la salud financiera de las compañías, que les ha permitido volver a la forma de remuneración tradicional en efectivo. Finalmente, se presentan los resultados de un análisis preliminar sobre la evolución

1 Hasta 2017 la venta de derechos de asignación gratuita en el mercado conllevaba un diferimiento fiscal, pues el precio recibido minoraba el valor de adquisición de las acciones que habían originado los derechos. Por tanto, solo se tributaría como rendimiento del capital mobiliario en el momento de venta de dichas acciones, como consecuencia del menor valor de adquisición. Esto implicaba que un «dividendo» construido por esta vía tenía una fiscalidad más favorable que la del dividendo en efectivo, que sufría una retención del 19% y tributaba como rendimiento de capital mobiliario en el año de recepción. Desde 2017, tanto la venta de derechos en el mercado como la venta a precio fijo a la empresa emisora tributan exactamente igual que el dividendo en efectivo.

de la cotización de algunas grandes compañías españolas que implementaron políticas de dividendo flexible en los últimos años, que sugiere que esta práctica fue, en términos generales, positiva para las entidades.

2 Definición de «dividendos flexibles»

Los dividendos electivos o «dividendos flexibles» surgen cuando las empresas ofrecen a sus accionistas la posibilidad de renunciar a un dividendo en efectivo con un valor establecido a cambio de un número de acciones adicionales. En lo que sigue se analizan las razones que pueden llevar a las empresas a ofrecer este tipo de dividendos, la reacción del mercado ante los dividendos electivos, sus posibles ventajas económicas y las diferencias legales en la manera en que estos dividendos se instrumentalizan en diferentes países.

2.1 Función económica de los dividendos

Existen tres razones que justifican el pago de dividendos en empresas cotizadas: la provisión de liquidez, el control de los problemas de agencia y el deseo de señalar la calidad de la empresa al mercado.

2.1.1 Provisión de liquidez

En el caso de empresas cotizadas, los accionistas pueden obtener liquidez y traspasar sus inversiones a otros proyectos vendiendo las acciones en el mercado secundario. Pero ya Modigliani y Miller (1958)² destacaron que la existencia de costes de transacción, debido a comisiones de compraventa o a diferencias fiscales en el tratamiento de los beneficios y los dividendos, puede favorecer el pago de dividendos.

2.1.2 Control de los problemas de agencia

Easterbrook (1984) y Jensen (1986)³ argumentan que el pago de dividendos mitiga los problemas de agencia porque reduce la discrecionalidad de los gestores y accionistas de control en el uso de los fondos de los inversores.

2.1.3 Señalización al mercado

La idea de que los dividendos son un sistema de señalización fue desarrollada por Bhattacharya (1979), Kose y Williams (1985), y Miller y Rock (1985)⁴. Según esta idea,

2 Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958). «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment». *American Economic Review*, vol. 48, n.º 3, pp. 261-297.

3 Easterbrook, F.H. (1984). «Two Agency-Cost Explanations of Dividends». *American Economic Review*, n.º 74, pp. 650-659; Jensen, M.C. (1986). «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers». *American Economic Review*, vol. 76, n.º 2, pp. 323-329.

4 Bhattacharya, S. (1979). «Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy». *The Bell Journal of Economics*, vol. 10, n.º 1, pp. 259-270; Kose, J. y Williams, J. (1985). «Dividends, Dilution, and Taxes: A

en un mercado de capitales imperfecto el pago de dividendos es costoso, pues los beneficios retenidos resultan una forma de financiación más barata que las emisiones de deuda o acciones. El hecho de que los dividendos sean costosos y no puedan sustituirse fácilmente por capital externo es lo que les confiere poder señalizador. Resulta más fácil pagar un dividendo para las empresas que confían en generar muchos beneficios o que consideran sus títulos muy atractivos que para aquellas que tienen malas perspectivas. En este sentido, los dividendos confieren información al mercado sobre los flujos de caja que pueden esperar recibir en el futuro de la empresa.

2.2 Reacción del mercado ante el pago de dividendos

Debido a los beneficios económicos que tienen los dividendos en general, el anuncio de un pago de dividendos mayor del esperado el mercado suele considerarlo una buena noticia y recibirlo con una subida del valor de la acción⁵, mientras que un anuncio de una reducción del dividendo respecto a lo esperado tiene un impacto negativo⁶. La evidencia empírica muestra que esto puede ocurrir, tal como se ha explicado antes, por las ventajas fiscales⁷, la señalización o la reducción de los problemas de agencia⁸. De hecho, la teoría de los dividendos como mecanismo de control de los costes de agencia es la que ha obtenido un mayor soporte empírico y es congruente con el hecho de que las empresas con mayores tasas de pago de dividendos sobre beneficios sean las empresas más grandes, de más edad y con mayor rentabilidad, pero con menores oportunidades de crecimiento futuro⁹.

Signaling Equilibrium». *The Journal of Finance*, vol. 40, n.º 4, pp. 1.053-1.070; Miller, M. y Rock, K. (1985). «Dividend Policy under Asymmetric Information». *The Journal of Finance*, vol. 40, n.º 4, pp. 1.031-1.051.

- 5 Véanse Allen, F. y Michaely, R. (2003). «Payout Policy», en Constantinides, G., Harris, M.G. y Stutz, R. (eds.). *Handbook of the Economics of Finance*, cap. 7. North Holland, Elsevier; Fama, E. y French, K. (2001). «Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?». *Journal of Financial Economics*, n.º 60, pp. 3-43; Banerjee, S., Gatchev, V. y Spindt, P. (2007). «Stock Market Liquidity and Firm Dividend». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 42, n.º 2, pp. 369-397. Estos autores estudian las variables que explican la política de dividendos utilizando series temporales de datos a muy largo plazo de compañías norteamericanas y encuentran que las compañías con ratios más elevadas de reparto de dividendos (*payout*) son habitualmente las más grandes, antiguas y rentables, pero con menores oportunidades de crecimiento.
- 6 La única excepción a esto puede ocurrir cuando empresas que estaban creciendo muy rápidamente comienzan a pagar dividendos. En algunos de estos casos el mercado recibe el dividendo con caídas, pues este se interpreta como el final de las oportunidades de fuerte crecimiento en el sector y el anuncio de la entrada en una fase de madurez, ante la escasez de nuevos proyectos rentables para los accionistas.
- 7 Véanse Baker, M. y Wurgler, J. (2004). «A Catering Theory of Dividends». *The Journal of Finance*, vol. 59, n.º 3, pp. 1.125-1.165; Baker, M. y Wurgler, J. (2004). «Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives». *Journal of Financial Economics*, n.º 73, pp. 271-288. Estos autores encuentran que, en el mercado norteamericano, el número de empresas que comienzan a pagar dividendos (dejan de pagarlos) está relacionado positivamente (negativamente) con el valor agregado anual del «premio por dividendos»; es decir, con la diferencia entre la ratio de valor de mercado sobre valor en libros de las empresas que pagan dividendos respecto a las que no lo hacen.
- 8 Véanse DeAngelo, L., DeAngelo, D.J. y Stulz, R.M. (2006). «Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory». *Journal of Financial Economics*, n.º 81, pp. 227-254; Denis, D.J. y Osobov, I. (2008). «Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy». *Journal of Financial Economics*, n.º 89, pp. 62-82. Estos autores encuentran que la propensión a pagar dividendos está positivamente relacionada con la ratio de beneficios retenidos sobre el valor de las acciones, que puede entenderse como una aproximación al momento del ciclo vital en el que se encuentra la empresa y la importancia de los problemas de agencia.
- 9 Como muestran Banerjee *et al.* (2007), *op. cit.*

Por otra parte, cuando el dividendo se hace efectivo el valor de las acciones cae de manera mecánica en aproximadamente el importe del dividendo¹⁰, pudiendo darse pequeñas variaciones debido a la diferente fiscalidad a la que se enfrentan los distintos tipos de inversores.

2.3 Diferentes métodos de remuneración a los accionistas

Existen cuatro diferentes modalidades de pago a los accionistas:

2.3.1 Dividendo

Es la forma tradicional de remuneración. Una parte de los beneficios retenidos sale de la empresa en efectivo y se entrega a los accionistas en proporción a su aportación al capital. El número de acciones no cambia ni tampoco su valor nominal, pero su valor contable (teniendo en cuenta los beneficios retenidos) y su valor de mercado varían, al reducirse en el importe del dividendo (sin tener en cuenta ningún otro efecto impositivo, de señalización o de agencia que pueda afectar al valor de mercado).

2.3.2 Recompra de acciones

Tiene los mismos efectos que el dividendo tradicional, aunque puede haber factores impositivos o costes de transacción que hagan preferible un sistema al otro. Se utiliza el efectivo de la empresa para comprar acciones en el mercado. Si la recompra se hace proporcionalmente y las acciones se amortizan tras su adquisición, el número de acciones se reduce sin que cambie su valor nominal, valor contable o valor de mercado.

2.3.3 Dividendo en acciones o en especie (*stock dividend*)

No es un dividendo en sentido económico¹¹ y no tiene ninguno de sus efectos, pues no hay ninguna salida de efectivo de la empresa. Se trata de una emisión de acciones liberada que se reparte de forma proporcional entre los accionistas. El número de acciones aumenta y su valor contable unitario baja, de manera que el valor contable total (capital más reservas) no se ve modificado. En la contabilidad esto se refleja mediante un asiento contable que transfiere parte de los beneficios retenidos como reserva al capital ordinario.

Como en cualquier emisión de acciones, puede aparecer un derecho de suscripción preferente que los accionistas pueden utilizar para recibir las nuevas acciones o vender en el mercado, si no desean recibirlas.

Dado que se trata de una simple reasignación contable, no se esperaría ninguna reacción del mercado a un anuncio de un dividendo en acciones. Sin embargo, el

10 Tras la reforma del sistema de compensación, liquidación y registro de valores español en abril de 2016, el importe del dividendo se descuenta de la cotización de la acción dos días antes de la fecha de abono.

11 En este caso, si los accionistas quieren hacer efectiva la remuneración, habrán de vender las nuevas acciones recibidas en el mercado.

mercado a veces reacciona positivamente ante este tipo de anuncio, dado que implica que no se debilitan los recursos propios¹².

Esta reacción se ha explicado de tres formas diferentes. Algunos autores sostienen que este ajuste contable puede ser recibido positivamente cuando los inversores prefieren operar con rangos de precios más bajos¹³. La segunda explicación sería justo la contraria. La idea es que el reajuste de precios que conllevan estas medidas aumenta los costes de transacción, porque las comisiones de compraventa son proporcionalmente más altas para precios bajos. Por lo tanto, siguiendo esta línea de razonamiento los dividendos en especie, al resultar costosos, solo los utilizarán los gestores de empresas que confían en obtener resultados suficientemente buenos en el futuro para contrarrestar esa desventaja. En este sentido, los dividendos en especie señalarían análogamente a como lo hacen los dividendos en efectivo aunque, al ser su coste más bajo, la señal sería más débil y también la reacción positiva del mercado¹⁴. Por último, la tercera explicación sería que los dividendos en especie los utilizan como un señuelo para atraer la atención (*cheap talk*) sobre su empresa los gestores que sienten que el mercado está infravalorando sus acciones. En la medida en que la llamada de atención tenga éxito, seguirá una revalorización de las acciones¹⁵.

2.3.4 Dividendo electivo (*scrip dividend, elective stock u optional stock dividend*)

Se le da al accionista la oportunidad de recibir un dividendo en efectivo o en acciones. Se fija un valor para el dividendo y un precio para las nuevas acciones. El accionista puede optar por recibir el valor del dividendo en efectivo o renunciar a él a cambio de un número de acciones (que se calculará como el número de acciones que tiene dicho accionista en cartera multiplicado por el valor del dividendo y a su vez dividido entre el precio fijado para las nuevas acciones). Por lo tanto, el accionista optará por el cobro en efectivo (acciones) solo si cree que el valor del dividendo es mayor o igual (menor o igual) que el de la acción.

12 Grinblatt, M.S., Masulis, R.W. y Titman, S. (1984). «The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends». *Journal of Financial Economics*, n.º 13, pp. 461-490. Estos autores encuentran que los anuncios de dividendos en especie y de *stock splits* son recibidos con incrementos del valor de mercado. Lakonishok, J. y Lev, B. (1987). «Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When». *The Journal of Finance*, n.º 42, pp. 913-932. Estos autores también observan una rentabilidad anormal positiva de entre el 3% y el 5% alrededor de la fecha de anuncio de estas medidas.

13 Defienden esta interpretación los siguientes autores: Ball, R., Brown, P. y Finn, F.J. (1977). «Share Capitalization Changes, Information, and the Australian Equity Market». *Australian Journal of Management*, n.º 2, pp. 105-125; Muscarella, C.J. y Vetsuypens, M.R. (1996). «Stock Splits: Signaling or Liquidity? The Case of ADR 'Solo-Splits'». *Journal of Financial Economics*, n.º 42, pp. 3-26.

14 Esta explicación ha sido defendida por: Brennan, M.J. y Copeland, T.E. (1988). «Stock Splits, Stock Prices, and Transaction Costs». *Journal of Financial Economics*, n.º 22, pp. 83-101; Brennan, M.J. y Hughes, P.J. (1991). «Stock Prices and the Supply of Information». *The Journal of Finance*, n.º 46, pp. 1.665-1.691. También es congruente con los resultados empíricos de Pereira, J.P. y Cutelo, T. (2013). «Tiny Prices in a Tiny Market: Evidence from Portugal on Optimal Share Prices». *European Financial Management*, vol. 19, n.º 3, pp. 579-598.

15 Almazán, A., Banerji, S. y Motta, A.D. (2008). «Attracting Attention: Cheap Managerial Talk and Costly Market Monitoring». *The Journal of Finance*, n.º 63, pp. 1.399-1.436 presentan un modelo teórico en el que el uso de medidas aparentemente sin coste puede tener efectos de señalización. Bhattacharya, U. y Jacobsen, S. (2015). «The Share Repurchase Announcement Puzzle: Theory and Evidence». *Review of Finance*, vol. 20, n.º 2, pp. 725-758 aportan evidencia empírica congruente con esta explicación.

Este tipo de dividendo electivo existe, con pequeñas variaciones, en España, Francia, los Países Bajos, Noruega, el Reino Unido y EE. UU., y ha experimentado un aumento en su uso durante la crisis financiera, durante la cual en los países europeos que permiten esta modalidad un 12% de las empresas optó por los dividendos electivos¹⁶.

Al dejar la opción en manos del accionista y asumir el compromiso de retribuir en efectivo si este lo desea, el dividendo electivo puede proveer liquidez y controlar los problemas de agencia de forma igual o más eficiente que el dividendo tradicional, pero será menos eficiente como mecanismo de señalización.

Respecto a la liquidez, dada la heterogeneidad entre los diferentes accionistas en lo referente a costes de transacción y tipos impositivos, con el dividendo electivo cada uno de ellos puede decidir óptimamente la liquidez que desea obtener de la empresa, especialmente si se puede optar por recibir el dividendo para solo una parte de las acciones.

En cuanto al control de los problemas de agencia, los dividendos electivos agregarían de forma más eficiente las diferentes opiniones de los accionistas. Los accionistas que no confían en la gestión pueden optar por reducir la financiación otorgada a la empresa y recibir su compensación ahora; mientras que los que creen que los gestores pueden obtener buenos resultados futuros serán compensados con una mayor participación en esos resultados.

La función de señalización será menos importante en el caso de los dividendos electivos, ya que la pérdida de beneficios retenidos es también menor.

3 Evidencia empírica sobre el uso de los dividendos electivos

Los dos estudios más recientes que existen al respecto de los dividendos electivos investigan qué tipo de empresas eligen los dividendos electivos frente a los dividendos tradicionales, la reacción del mercado al anuncio de este tipo de dividendos y la elección que hacen los accionistas.

En concreto, en el primer estudio, David y Ginglinger (2016)¹⁷ analizan las decisiones sobre dividendos de 287 empresas francesas durante el periodo 2003-2012, en el cual la elección entre recibir el dividendo en efectivo o en acciones no suponía ninguna diferencia fiscal para los accionistas. En concreto, estudian por qué algunas empresas optan por pagar un dividendo electivo en lugar de mantener el dividendo en efectivo u omitir el dividendo.

Sus resultados muestran que las empresas que pasan de pagar dividendos en efectivo a pagar dividendos electivos lo hacen por tener altos niveles de endeudamiento y bajos niveles de tesorería. Pero, frente a las empresas que sencillamente omiten el

16 «Scrip payments save European groups £55bn over 3 years». *Financial Times*, 30 de abril de 2018.

17 David, T. y Ginglinger, E. (2016). «When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends». *Journal of Corporate Finance*, n.º 40, pp. 174-191.

dividendo, las que optan por el dividendo electivo son las que presentaban las tasas de pago de dividendos más altas y un mayor porcentaje de accionistas institucionales en su base accionarial, además de mantenerse en cifras de beneficios positivas. Asimismo, hay una tendencia general a más dividendos electivos en periodos recesivos, cuando obtener liquidez a través de emisiones de acciones resulta más difícil. Todo esto parece indicar que las empresas que pasan del dividendo en efectivo a los dividendos electivos son las que están atravesando problemas de liquidez, pero quieren mantener su compromiso de pago de dividendos a largo plazo.

En el caso francés, parece que los inversores entienden los dividendos electivos como un buen sustituto de los dividendos en efectivo. En concreto, los niveles de aprobación de esta medida en la junta general de accionistas son del 97% y la reacción del mercado en la fecha del anuncio es similar a la que muestra frente a un dividendo en efectivo. Finalmente, los autores estiman que aproximadamente el 55% de los accionistas opta por recibir las acciones en lugar del dividendo en efectivo la primera vez que se ofrecen, aunque este porcentaje disminuye si se usan repetidamente. Es decir, parece que los accionistas están dispuestos a aceptar reducciones del dividendo siempre que estas sean temporales.

Por su parte, Feito-Ruiz, Renneboog y Vansteenkiste (2018)¹⁸ estudian los dividendos electivos en empresas cotizadas en el Reino Unido durante los años 2003-2014, un periodo durante el cual no existían diferencias fiscales entre los dividendos en efectivo y los dividendos electivos recibidos en acciones¹⁹ y que les permite explorar la crisis financiera de 2008 como un *shock* exógeno a la disponibilidad de financiación externa para las empresas. Por lo demás, el estudio es similar al de David y Ginglinger (2016) con una importante diferencia institucional, ya que mientras que en Francia el pago de dividendos electivos debe ser aprobado anualmente por la junta general de accionistas, en el Reino Unido se trata de un plan multianual que solo debe ser aprobado al inicio por la junta general de accionistas.

Sus resultados confirman que la principal razón por la que las empresas optan por los dividendos electivos frente a los dividendos en efectivo son las restricciones financieras. Las empresas que sufren estas restricciones por sus bajos niveles de generación de efectivo o por las dificultades para acceder a los mercados de capitales durante la crisis financiera optan por un dividendo electivo como un sistema que les ofrece mayor flexibilidad financiera, les permite seguir realizando inversiones y evita que sufran una crisis de liquidez.

También encuentran que el paso del pago de un dividendo en efectivo a un dividendo electivo suele combinarse con una reducción en el dividendo. En todo caso, los inversores parecen aceptar los dividendos electivos de manera semejante a los dividendos en efectivo, ya que la reacción positiva del mercado a ambos es similar. Sin embargo,

18 Feito-Ruiz, I., Renneboog, L. y Vansteenkiste, C. (2018). *Elective Stock and Scrip Dividends*. ECGI, Working Paper n.º 574/2018, Finance Series.

19 Los estudios empíricos anteriores existentes para el Reino Unido de Lasfer no son comparables, ya que durante el periodo estudiado existían ventajas fiscales para el pago de dividendos en acciones frente a su pago en efectivo. Lasfer, M. (1997). «On the motivation for paying scrip dividends». *Financial Management*, n.º 26, pp. 62-80. Lasfer, M. (1997). «Scrip dividends: the management's view». *European Financial Management*, vol. 3, n.º 2, pp. 237-249.

cuando el dividendo electivo va acompañado de una caída del dividendo, la reacción es negativa. De hecho, la reacción negativa es más pronunciada cuando la empresa ya ha pagado dividendos electivos anteriormente. Se confirma, por lo tanto, la idea de que los inversores pueden aceptar reducciones de dividendo si son temporales, pero reaccionan negativamente si la reducción se mantiene en el tiempo.

4 Diferencias institucionales en los dividendos electivos

La manera en la que se instrumentan los dividendos electivos es diferente entre jurisdicciones, especialmente en cuanto a la duración de la opción, el precio de referencia y el tratamiento fiscal.

- **Francia.** En Francia desde 1993 no existe ninguna ventaja fiscal para pagar dividendos electivos. A diferencia de los dividendos en acciones, que no pagan impuestos, las acciones recibidas en un pago opcional devengan los mismos impuestos que el dividendo en efectivo.

Los dividendos electivos se extienden a todos los accionistas y deben ser aprobados anualmente por la junta general de accionistas en una resolución específica. En dicha resolución se aprueba la emisión de nuevas acciones con un precio determinado, realizándose la emisión normalmente a descuento. Sin embargo, el precio debe ser superior al 90% del precio de cierre medio durante los 20 días anteriores a la celebración de la junta de accionistas. Igualmente, se fija la fecha de pago de dividendos, que coincidirá con la fecha en la cual se emiten las acciones y están disponibles para la venta. También debe fijarse un periodo de conversión, que empieza en la fecha de corte (o ex-dividendo), durante el cual cada accionista puede optar por el dividendo en efectivo o las acciones (sin que sea posible aplicar cada opción a un porcentaje de sus acciones). Esto permite a los accionistas tomar una decisión basada en el precio de mercado de las acciones en el último día del periodo de conversión. Los accionistas que eligen las acciones reciben el número entero de acciones igual —o el menor más cercano— al que se obtiene de multiplicar el dividendo por acción por el número de acciones que poseen y dividirlo entre el precio por acción de la nueva emisión.

Contablemente, se reconoce la distribución de un dividendo y la disminución de las reservas por el total del dividendo reconocido y, simultáneamente, un incremento del capital por la parte del dividendo que se paga en acciones.

- **Reino Unido.** En el Reino Unido la fiscalidad y la mecánica del dividendo electivo son muy similares a las del caso francés, siendo la mayor diferencia que lo que aprueban los accionistas es un plan plurianual. Solo se recibe el pago en acciones si se opta explícitamente por él y se aplica automáticamente en los siguientes ejercicios, a no ser que se opte explícitamente por cambiar al dividendo en efectivo en algún ejercicio posterior a lo largo de la duración del plan. El precio de las nuevas acciones se fija como el precio medio de cierre en los cinco días posteriores a la fecha ex-dividendo. Este precio se anuncia un par de

días antes de que termine la opción de conversión. Sin embargo, si el precio de mercado de las acciones en la fecha de pago del dividendo se desvía más de un 15% de ese precio de referencia, la empresa puede decidir cancelar el dividendo opcional y repartir el dividendo a todos los accionistas en efectivo.

- **EE. UU.** En el caso de EE. UU. se utilizan los planes de reinversión del dividendo o DRIP (*Dividend Reinvestment Plans*). Estos planes son multianuales y solo están disponibles para accionistas individuales (no institucionales), que además deben registrarse para acceder a ellos, existiendo un límite al importe máximo de dividendos que pueden reinvertirse en acciones. En la mayoría de los casos, los accionistas que se adhieren a estos planes reciben acciones que la empresa tiene en su autocartera o que recompra en el mercado de capitales.

5 Las particularidades legales del caso español

La operación de *scrip dividends* puede articularse jurídicamente de distintas formas. En otros países, su operativa está regulada por ley (caso de Francia), o de manera estatutaria, como en el Reino Unido. En España, a falta de regulación, son las propias sociedades las que diseñan la operativa, que combina el régimen de reparto de dividendos (artículos 275 y ss. de la Ley de Sociedades de Capital) y el aumento de capital con medios propios (artículo 303 de la Ley de Sociedades de Capital). Con todo, estas operaciones no presentan en la práctica problemas relevantes que precisen mayores esfuerzos regulatorios²⁰. Pero sí es deseable un esfuerzo complementario de transparencia e información por parte de las sociedades acerca de los detalles de la operación en cada caso.

La particularidad más relevante de la operativa societaria española reside en que, mientras que en derecho comparado la facultad de elección del accionista se articula en el marco del reparto de dividendos, en España se hace en el marco de una operación de ampliación de capital con cargo a beneficios o reservas. En este contexto, se trataría de dar a los socios la capacidad de elegir entre recibir su cuota de beneficios o reservas a modo de dividendo en efectivo o, previa capitalización, en acciones nuevas. Así, la junta adoptaría el acuerdo de aplicación del resultado no al abono de dividendos electivos, sino a la constitución de reservas voluntarias o, incluso, lo dejaría sin aplicar, destinándolo a remanente (al ser en parte un reparto de dividendos, no cabe la reserva legal); a continuación, la misma junta tomaría el acuerdo de aumento de capital con cargo precisamente a las reservas o los beneficios obtenidos en el ejercicio o, al menos, una parte de ellos. Y —aquí está la clave— se añade el compromiso de adquirir los derechos de asignación de los socios a un determinado precio (con lo que se abonarían los dividendos). Lo que importa reseñar es que las sociedades en España amplían capital sin excluir a ninguno de los socios, y la elección entre acciones y dividendos se produce en el seno del propio procedimiento de

20 Se trata de una operativa relativamente sencilla. No obstante, hay autores que reclaman su regulación. Véase Aragón Tardón, S. (2018). *Las operaciones de scrip dividends en las sociedades cotizadas*. Aranzadi, Madrid.

aumento²¹. Aunque el resultado buscado es el mismo en todas las jurisdicciones —a saber, atribuir al accionista la facultad de optar entre adquirir los dividendos acordados en dinero o en acciones de emisión de la propia sociedad—, la mecánica utilizada presenta algunas diferencias menores en la operativa de los dividendos electivos:

- Esta operativa determina una *default option*, o regla supletoria, distinta que en otras jurisdicciones en relación con la falta de elección del accionista. Así, por ejemplo, ante el silencio del accionista, en Francia se le entregaría el pago del dividendo pactado en metálico, mientras que en España se le asignarían nuevas acciones.

En efecto, en España la retribución de los accionistas se presenta en la práctica como una ampliación de capital liberada con emisión de nuevas acciones y el compromiso de la sociedad de adquirir los derechos de asignación de los socios que lo deseen a un precio determinado (derechos a los que la sociedad renuncia posteriormente). Así, el reparto de dividendos en dinero se articula a través de la adquisición por parte de la sociedad de los derechos de asignación gratuita. Pero nótese que el ejercicio de la facultad de elección del accionista solo es determinante si este prefiere el dinero del dividendo. Entonces tiene la carga de pronunciarse en tiempo y forma —durante el plazo que se abre para adquirir los derechos de asignación gratuita—, pues de lo contrario solo conservará su derecho a la asignación gratuita de las nuevas acciones. Esta operativa, aun siendo coherente con el funcionamiento de las ampliaciones de capital liberadas, persigue además el objetivo de retener beneficios. Con todo, este resultado también se puede matizar en la práctica. El ejemplo es el de las operaciones de *scrip dividends* del Banco Santander. El banco ofrece a los accionistas cuyas acciones estén depositadas en el Grupo Santander la posibilidad de optar de manera permanente por la elección de dividendos, sin necesidad de tener que solicitarlo en operaciones futuras. De esta manera, el Banco Santander adapta al supuesto español los beneficios del esquema de *scrip dividends* británico.

- El otro escollo —común a cualquier mecanismo de dividendos electivos— es la relación entre los resultados aplicados y los efectivamente capitalizados. La idea es que el valor real de las acciones nuevas se corresponda con la cuota de los accionistas sobre los beneficios o las reservas aplicadas (en otras palabras, la aplicación del principio de proporcionalidad no garantiza por sí sola la equivalencia de lo recibido por los socios, cualquiera que sea su opción). Nótese además que el número de acciones que la sociedad deberá emitir depende del valor real que se atribuya a la acción y del número de accionistas que prefieran participar en la ampliación. Por un lado, el valor real se fija durante la fase de ejecución del acuerdo, con el objeto de reflejar el precio de cotización del periodo directamente anterior al momento en que se asignan las acciones a los socios. Por otro lado, la incertidumbre sobre el número de accionistas

21 La coordinación de ambos acuerdos —el de aumento y el de aplicación del resultado— puede hacerse de varias maneras. Por ejemplo, también cabe que el acuerdo de ampliación de capital con cargo a reservas se apruebe mediante una junta extraordinaria (incluida la adquisición por parte de la sociedad de los derechos de asignación gratuita) y, posteriormente, en la siguiente junta general ordinaria, se apruebe la aplicación del resultado por el importe que la sociedad hubiera abonado en dinero por la adquisición de los derechos de asignación, como si se tratara de un dividendo a cuenta.

participantes depara que los administradores tengan delegada la facultad de fijar la cifra de aumento (como un supuesto análogo al de aumento incompleto expresamente previsto según el artículo 311 de la Ley de Sociedades de Capital). La cifra exacta de capital ampliado dependerá de dos variables: el número de accionistas participantes y la relación entre el valor nominal y el valor real que se aplique.

- Otra cuestión importante es la posibilidad de no ejecutar el acuerdo en condiciones desfavorables. De esta manera se trata de paliar el problema de que las condiciones de la sociedad o del mercado —incluidas las bajadas significativas de precio— desaconsejen continuar con la operación. Esta posibilidad es razonable, pero tiene distintos efectos en otros países. En el Reino Unido cabe la posibilidad de cancelar la oferta, pero entonces todos los accionistas recibirán el dividendo en efectivo. En cambio, en España la operativa base de los dividendos flexibles, que es la del aumento, tiene como consecuencia que la no ejecución del aumento conduzca a la cancelación íntegra de la operación de *scrip dividends*. Asimismo, incide en que la revocación no la adopte comúnmente el consejo, como en el caso británico, sino que se involucre a la junta, bien para revocar el acuerdo, bien para ser informada *a posteriori*. La solución inglesa parece, *a priori*, la más adecuada. Una vez acordado válidamente el reparto de dividendos por la junta, nace en el patrimonio del socio un derecho de crédito del que la sociedad no puede disponer. Y esto no se ve alterado por que el compromiso adquirido por la sociedad de pagar dividendos se sustancie en la adquisición de los derechos de asignación gratuita a un precio determinado.
- Como la operativa de los *scrip dividends* en España se basa en los derechos de asignación gratuita, no solo hay dos opciones —suscribir nuevas acciones de la sociedad o recibir el importe correspondiente en efectivo—, como sucede en derecho comparado, sino que se abren otras dos. La primera es que el accionista tiene también la opción de vender los derechos de asignación gratuita en el mercado secundario (naturalmente, esto significaría que las condiciones del mercado le resultarían más favorables que el precio fijado de antemano por la sociedad, lo que parece improbable). Esta opción pierde además atractivo, porque los titulares derivativos de tales derechos suelen estar excluidos del compromiso de la sociedad de compra (con alguna excepción, como es el caso de Iberdrola). En consecuencia, por lo general únicamente podrían suscribir nuevas acciones. La segunda posibilidad es que los accionistas se decantaran por una combinatoria de las dos opciones principales y destinaran parte de sus derechos de asignación a la suscripción de nuevas acciones y parte a la obtención de los dividendos. Está en manos de la sociedad permitir o no esta alternativa; en otros ordenamientos no se suele contemplar.
- La aplicación más novedosa hasta la fecha entre los emisores españoles es la nueva propuesta de *scrip dividends* llevada a cabo por Iberdrola bajo la denominación «Iberdrola dividendo flexible». Se trata de vehicular la opción del inversor entre el efectivo y las acciones liberadas a través de una obligación alternativa que nace de dos acuerdos de junta coordinados entre sí: el de distribución de dividendos y el de aumento de capital. Así, formalmente, la obtención del efectivo, si tal es la elección del inversor, no se instrumenta a través del compromiso del emisor de adquirir los derechos de asignación gratuita a un

precio prefijado, sino con la renuncia del inversor a tales derechos en favor del pago del dividendo. El cambio que se logra con esta nueva operativa es nominal: en la contabilidad de la empresa, el dinero repartido aparecerá explícitamente como distribución de dividendo y no como una compra de los derechos de asignación por parte del emisor. La aparición formal del dividendo en las cuentas favorece la comparativa entre las políticas de distribución de beneficios entre empresas y a lo largo del tiempo. Esta operativa nos acerca más a la practicada en los países de nuestro entorno, al producirse un reparto «clásico» de dividendos, con la diferencia de que, en el caso de Iberdrola, la opción por defecto sigue siendo la entrega de acciones y no el pago del dividendo.

En definitiva, aunque el resultado buscado es el mismo en todas las jurisdicciones —a saber, atribuir al accionista la facultad de optar entre adquirir los dividendos acordados en dinero o en acciones de emisión de la propia sociedad—, la mecánica utilizada, dependiendo de que la operación base sea el reparto de dividendos o el aumento de capital, presenta algunas diferencias menores en la operativa de los dividendos electivos. En cualquier caso, las sociedades podrán mitigar las dudas de los accionistas mediante información exhaustiva sobre todos los extremos de la operación.

6 Evidencia empírica en España

En este apartado se aportan estadísticas y una aproximación a los programas de dividendos flexibles en España. En particular, la muestra considerada incluye a 14 sociedades del Ibex 35 que han desarrollado programas de dividendos flexibles entre 2009 y octubre de 2017 (véase cuadro 1). De estas 14 sociedades, 6 son grandes bancos.

Sociedades que han desarrollado programas de dividendos flexibles

CUADRO 1

Sociedad	Sector
Banco Santander	Financiero
BBVA	Financiero
Banco Popular	Financiero
Banco Sabadell	Financiero
Bankinter	Financiero
CaixaBank	Financiero
Iberdrola	No financiero
Gamesa Corporación Tecnológica	No financiero
Gas Natural	No financiero
Telefónica	No financiero
Repsol	No financiero
Actividades de Construcción y Servicios (ACS)	No financiero
Acerinox	No financiero
Ferrovial	No financiero

Fuente: CNMV.

En los primeros programas de dividendo flexible (también llamado «dividendo elección») llevados a cabo en el periodo considerado, el formato empleado fue el más clásico, es decir, la elección a la que se enfrentaba el accionista era: o seguir percibiendo el dinero en efectivo o la venta de derechos en el mercado o la percepción de nuevas acciones de la entidad emisora. En los programas se hacía constar de manera visible y explícita que la percepción de nuevas acciones de la entidad emisora era el único caso que no iba asociado a retención fiscal. Además, la percepción de efectivo requería una comunicación expresa a la entidad, mientras que la percepción de derechos de suscripción preferente era automática.

En los programas posteriores, a la práctica clásica descrita anteriormente se le añade otra modalidad con el objeto de hacer la percepción de los derechos más atractiva: la entidad garantiza a los accionistas un precio de compra de sus derechos que se calcula de manera que el pago sea equivalente al valor del dividendo en el día del anuncio. Ello proporciona certeza a los accionistas, que pueden ahora escoger entre un pago cierto y equivalente al dividendo o, según sean las previsiones de revalorización del valor, esperar a su venta en el mercado con la expectativa de un beneficio adicional.

Para la sociedad en cuestión, tanto la compra de los derechos a aquellos accionistas que decidan solicitarlo como la entrega de dividendos en efectivo suponen una salida de efectivo. Sin embargo, la decisión no es baladí puesto que en un caso va asociada a un aumento en el capital de la empresa, mientras que en el otro conlleva una salida directa de beneficios.

Esta práctica de garantizar a los accionistas el precio de recompra de sus derechos ha sido adoptada progresivamente en diferentes formatos por parte de las empresas emisoras que han acudido a la modalidad de dividendo flexible, y es una percepción común que la incorporación de la certeza en el precio de recompra del derecho ha favorecido considerablemente la elección por parte del accionista de este formato.

El cuadro 2 presenta información detallada sobre los pagos de dividendos flexibles en España entre 2009 y 2017. Para cada ejercicio, se presenta el número de sociedades que ha ofrecido programas de dividendos flexibles y el número de programas de este tipo. Incluye, además, un resumen de las cantidades de efectivo distribuidas a los accionistas en programas de dividendos flexibles, los porcentajes medios de capital social que optaron por nuevas acciones en programas de dividendos flexibles y las ampliaciones de capital resultantes de la emisión de nuevas acciones.

De acuerdo con la información que se presenta en el cuadro, tanto el número de sociedades que ofreció programas de dividendos flexibles como el número de programas de dividendos flexibles *per se* se incrementó entre 2009 y 2016 y descendió en 2017. Así, en 2009 solo una sociedad ofrecía dividendos flexibles, Banco Santander, mientras que en 2016 lo hacían un total de once sociedades (seis en 2017)²².

El efectivo distribuido en pagos en dividendos flexibles se incrementó hasta 2012 y descendió después, excepto en 2014, cuando se produjo un repunte significativo. El

22 La información de 2017 es hasta octubre. El análisis comparativo con periodos semejantes de años anteriores permite concluir que la tendencia descendente de estos programas se prolongó en aquel ejercicio.

nivel más elevado de distribución de efectivo se alcanzó en 2012, cuando ocho sociedades distribuyeron más de 3.600 millones de euros en efectivo a sus accionistas a través de programas de dividendos flexibles. En aquel ejercicio también se produjo un máximo en el porcentaje del capital social que escogió cobrar en efectivo, con un 32,2% de media. En cada año, el porcentaje medio que optó por nuevas acciones superó ampliamente y de manera regular al que optó por el efectivo. La tasa de aceptación media más baja para las nuevas acciones fue del 67,7% (en 2012) y la más elevada fue del 81% (en 2009). La ampliación media del capital social en el periodo considerado fue del 1,49%.

Información sobre los programas de dividendo flexible en España¹

CUADRO 2

Año	Número de sociedades	Número de programas	Total efectivo (en millones de euros)	Solicitud efectivo (% medio)	Aceptación acciones nuevas (% medio)	Ampliación del capital social (% medio)
2009	1	1	181,95	18,97	81,03	0,89
2010	3	4	776,59	29,78	70,22	1,61
2011	8	12	1.224,96	22,16	77,84	1,36
2012	8	15	3.676,77	32,23	67,77	1,97
2013	7	16	2.382,87	22,27	77,73	2,02
2014	10	24	3.220,67	25,43	74,57	1,31
2015	11	21	2.465,65	23,71	76,29	1,21
2016	11	18	2.214,43	27,23	72,77	1,59
2017 ²	6	9	1.312,17	32,02	67,98	1,45

Fuente: CNMV.

1 El cuadro presenta un resumen de las variables más relevantes de los programas de dividendos flexibles en España. Entre ellas destaca el número de sociedades del Ibex 35 que ha implementado programas de dividendos flexibles y el número de dichos programas. También se aporta información sobre el importe efectivo total distribuido a los accionistas que optaron por revender a la sociedad sus derechos a cambio de efectivo, el porcentaje medio de solicitud de efectivo y el porcentaje medio de aceptación de acciones nuevas. Estos porcentajes se calculan sobre el capital social. Finalmente, se ofrece información sobre el incremento medio del capital social resultante de la emisión de nuevas acciones a través de programas de dividendos flexibles. La muestra incluye a 14 sociedades.

2 Hasta octubre.

Previsiblemente, el volumen de recursos asociado a los programas de dividendos flexibles en España experimentará un declive en los próximos años. Uno de los motivos es la desaparición de las ventajas fiscales de las que se beneficiaron los dividendos flexibles hasta 2017²³. Otro puede corresponder al hecho de que la salud financiera de las sociedades que venían pagando dividendos flexibles está mejorando, lo que les permite retomar progresivamente las políticas retributivas tradicionales mediante dividendos en efectivo y recompras de acciones. Por último, y no por ello menos importante, se prevé que las sociedades españolas reduzcan sus ofertas de dividendos flexibles con el fin de evitar la caída en la cifra del beneficio por acción.

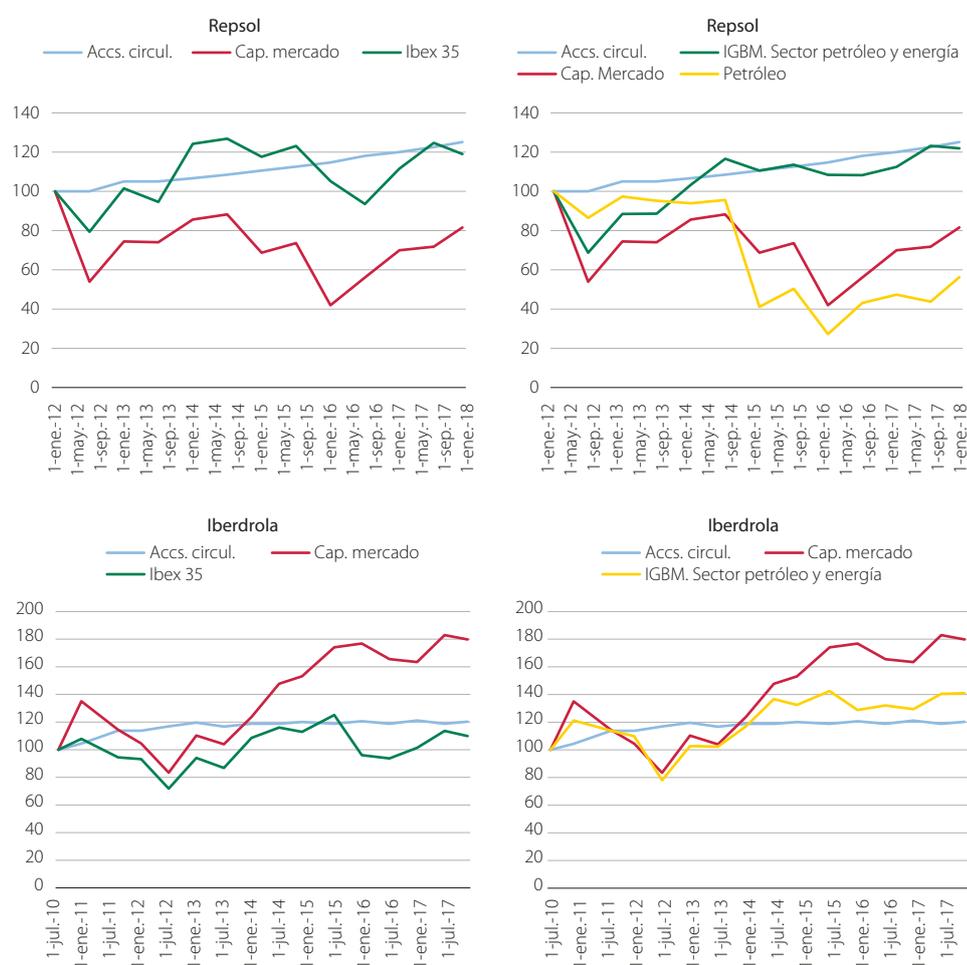
23 Véase nota al pie 1.

7 Efectos ligados estrictamente a la política de dividendo flexible

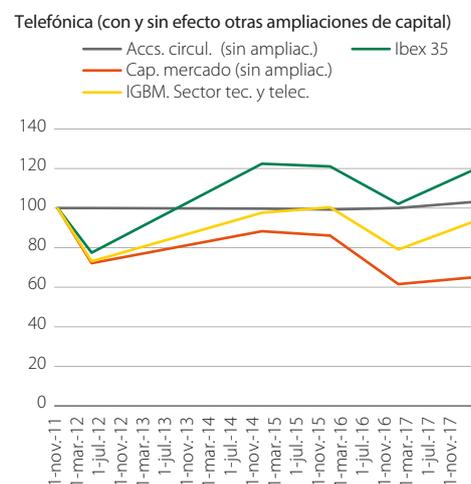
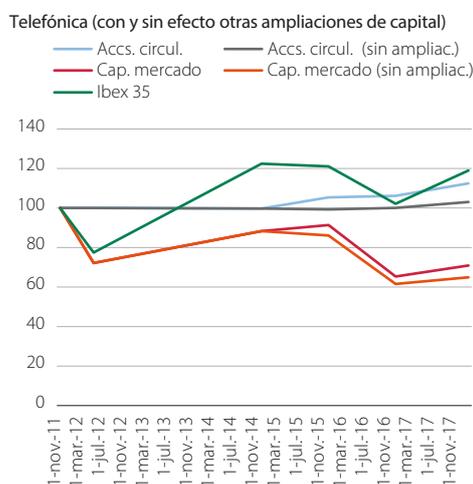
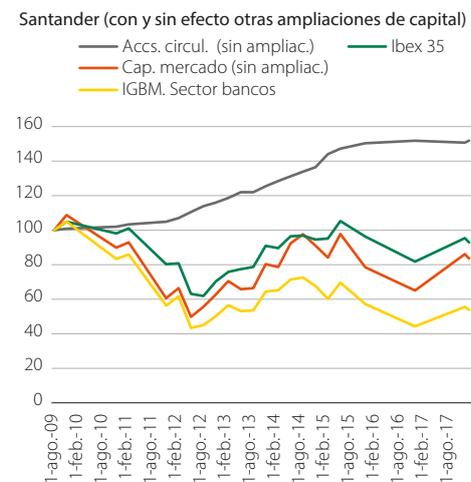
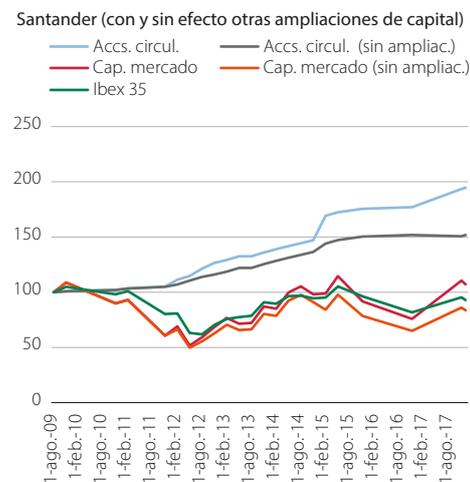
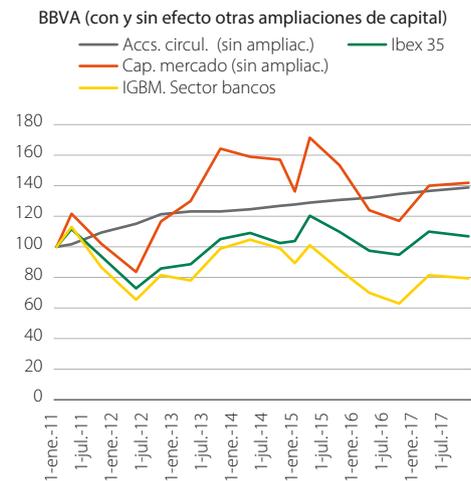
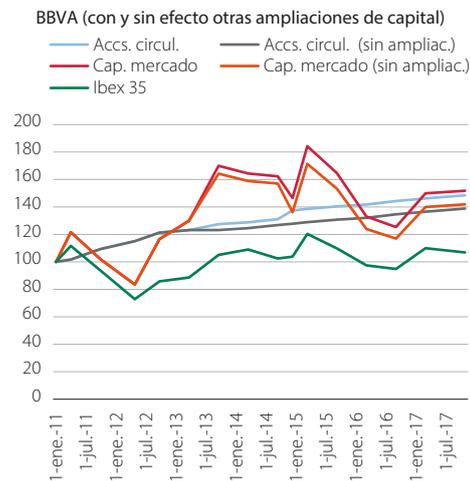
Como complemento al efecto inmediato de esta política alternativa de distribución de dividendos en la empresa y sus accionistas, en este epígrafe se presenta una evaluación preliminar del efecto a medio y largo plazo sobre el valor de la acción. Para ello se ha tomado una muestra de varias empresas de gran tamaño del Ibex 35²⁴ que ha optado por implementar programa de dividendos flexibles y se ha comparado la evolución de sus cotizaciones con la de compañías «equivalentes» que han seguido practicando una política clásica de distribución de dividendo. En este caso, se ha aproximado el conjunto de compañías equivalentes a través del conjunto de las compañías de su sector. Además, se han descontado los efectos de otros eventos corporativos tales como aumentos de capital, *splits* u otras operaciones que enmascararían el efecto directo y único de los programas de dividendos flexibles.

Evolución de las cotizaciones de empresas con políticas de dividendo flexible

GRÁFICO 1



24 Repsol, BBVA, Santander, Iberdrola y Telefónica.



Fuente: Elaboración propia.

Los resultados de este ejercicio (véase el gráfico 1) sugieren que el efecto de la política analizada no es ambiguo a medio plazo. En la mayoría de los casos el valor de la acción y la capitalización, una vez descontados los efectos de otras políticas corporativas, se mantiene ligeramente por debajo o cercano al valor antes de la implantación de las políticas descritas. En ningún caso se observa un incremento significativo en el valor de la capitalización o de la acción pero parece razonable pensar que las empresas que optaron por esta política lograron detener un descenso en el precio

de la acción o de la capitalización (y por ende, de la situación de solvencia) que pudiera haber comprometido sus planes de futuro.

Este análisis no permite distinguir si estas tendencias se deben en mayor medida a la incorporación por parte de los agentes de la información disponible en el efecto «anuncio» o si ha habido otros factores que hayan podido contribuir a explicar dicha evolución. Sin embargo, la evidencia disponible hasta el momento para el caso español es compatible con la hipótesis semifuerte de la teoría de eficiencia de los mercados que afirma que la información contenida en los anuncios de la política de dividendos junto con las observaciones pasadas se incorpora inmediatamente por parte de los agentes. También parece darse el caso de que las empresas con mayores posibilidades de generar beneficios en el futuro son las que han optado por la política de dividendo flexible.

8 Conclusión

Este artículo describe los aspectos más relevantes de la política de dividendos flexibles y sus modalidades, las ventajas e inconvenientes de estas prácticas retributivas, tanto para los accionistas como para las sociedades pagadoras, y las señales que envían los anuncios de dividendos flexibles a los mercados financieros. En este contexto, se presenta un análisis de la aplicación de estas políticas por parte de las compañías españolas entre 2009 y 2017. La información disponible revela que el número de sociedades que ofrecen programas de dividendos flexibles y el tamaño de dichos programas se incrementaron en los primeros años de la muestra, mientras que los datos de los últimos ejercicios muestran una tendencia decreciente. La tendencia expansiva de estas políticas retributivas en España es similar a la observada en sociedades con ciertas tensiones de liquidez de otros países tras la crisis financiera. Por otra parte, el hecho de que últimamente los programas de dividendos flexibles sean un fenómeno en declive en España puede explicarse por varias razones, entre las que destacan: i) la desaparición de las ventajas fiscales asociadas a los programas de dividendos flexibles en España hasta 2017, ii) el fortalecimiento de la situación financiera de las sociedades que hacían uso de los dividendos flexibles en España y iii) el deseo de dichas sociedades de evitar la caída en la cifra del beneficio por acción.

El análisis preliminar sobre la evolución de las cotizaciones de algunas de las compañías españolas que han adoptado estas políticas de dividendos en los últimos años sugiere que esta práctica habría sido, en general, beneficiosa para las compañías y entidades financieras, observándose incrementos tanto en sus beneficios como en la rentabilidad de sus acciones. A corto plazo, no está claro que hayan contribuido a generar valor para los accionistas, pero sí es posible que hayan evitado la destrucción de valor y hayan ayudado a establecer unas bases —mediante el fortalecimiento de su balance y situación financiera— para que las compañías pudiesen volver a crear valor a medio y largo plazo. Los resultados son compatibles con la «hipótesis de los beneficios no distribuidos», que sostiene que las sociedades que obtienen la confianza del mercado sobre su capacidad futura para generar flujos de efectivo pueden reducir sus beneficios actuales no distribuidos o reservas mediante el pago de dividendos flexibles en lugar de dividendos en efectivo, sin que esta política les resulte perjudicial.

Apéndice A

Ejemplos de contabilización de un dividendo electivo según diferentes instrumentaciones.

Supuestos comunes iniciales:

Empresa sin deuda, con valor de mercado de 10.000 euros, 1.000 acciones y tesorería de 1.000.

El 80% de los accionistas opta por el pago en metálico.

Se hará una emisión de un 5% adicional de acciones (1 nueva por cada 20 antiguas).

Balance de la Empresa A antes del dividendo

Activo		Pasivo	
Tesorería	1.000	Capital (n.º acciones 1.000 * nominal 3)	3.000
Otros activos	9.000	Reservas voluntarias	5.000
		Beneficio retenido	2.000
TOTAL	10.000	TOTAL	10.000

→ Precio inicial a valor de mercado de una acción: $P_i = 10.000 / 1.000 = 10$

Se analizan tres casos diferentes según cómo se estructura el dividendo electivo pero se observará que son indiferentes para los accionistas iniciales.

Caso 1 (modelo español 1)

El dividendo electivo se estructura a través de una emisión de acciones, teniendo los accionistas el derecho de suscripción preferente, que pueden utilizar para comprar las nuevas acciones o vender a la empresa por un importe en efectivo igual al valor teórico de suscripción. Las acciones que no quieran los accionistas con derecho a ellas, por preferir el efectivo, no se emitirán.

Los accionistas que no quieran las nuevas opciones cobrarán el derecho de suscripción preferente (DSP) por cada acción que tengan:

$$DSP = P_i - P_f$$

Por otra parte:

$$V_i = 10.000 = n_i * P_i = 1.000 * 10 = 10.000$$

$$V_f = 10.000 - \text{salida efectivo} = 10.000 - (80\% * 1.000 * (P_i - P_f)) \\ = 10.000 - 800(10 - P_f) = 10.000 - 8.000 + 800P_f = n_f P_f$$

El número final de acciones es 1.010 (solo se emiten las correspondientes al 20% del capital = 5% * 200), así que:

$$V_f = 2.000 + 800P_f = 1.010P_f$$

$$2.000 = 210P_f$$

De manera que $P_f = 9,5238$ y $DSP = 0,4762$

Donde: P_i : precio inicial de las acciones (antes de la ampliación)
 P_f : precio final de las acciones (tras la ampliación)
 V_i : valoración inicial de la empresa
 V_f : valoración final de la empresa
 n_i : número inicial de acciones en circulación
 n_f : número final de acciones en circulación (tras la ampliación)

A los accionistas que optan por el efectivo (el 80%) se les paga el DSP, en total $800 * 0,4762 = 380,9523$, que es una salida neta de tesorería.

Si un accionista tenía 20 acciones y optó por el efectivo, ahora tiene:

$$\text{Efectivo: } 20 * 0,4762 = 9,524$$

$$\text{Acciones: } 20 * 9,5238 = 190,476$$

Si un accionista tenía 20 acciones y optó por ir a la ampliación, ahora tiene:

Efectivo: 0

$$\text{Acciones: } 21 * 9,5238 = 200$$

A nivel del balance final:

Balance de la Empresa A tras el dividendo

Activo		Pasivo	
Tesorería	1.000 – 380,9523	Capital (n.º acciones 1.010 * nominal 3)	3.030
Otros activos	9.000	Reservas voluntarias	4.589,0477
		Beneficio retenido	2.000
TOTAL	9.619,0477	TOTAL	9.619,0477

→ Precio inicial a valor de mercado de una acción: $P_i = 9619,0477 / 1.010 = 9,5238$

Capital: El capital se incrementa en 30 ($3 * 10$ que se traspasan desde reservas por las acciones distribuidas al 20% de accionistas que optaron por las nuevas acciones).

Reservas: Disminuyen en 410,9523. Se reducen por el DPS pagado a los accionistas que optaron por el efectivo ($800 * 0,4762 = 380,96$) y también por el nominal de las acciones que se distribuyeron a los accionistas que optaron por las acciones ($3 * 10$).

Caso 2 (modelo británico)

El dividendo electivo se estructura a través de un dividendo en efectivo que, si se desea, puede cambiarse por nuevas acciones de la empresa. Al accionista se le ofrece o un incremento del 5% en su número de acciones o cobrar un dividendo de 0,4762 por acción.

Los accionistas que no quieran las nuevas opciones cobrarán el dividendo de 0,4762.

Por otra parte:

$$V_i = 10.000 = n_i * P_i = 1.000 * 10 = 10.000$$

$$\begin{aligned} V_f &= 10.000 - \text{salida efectivo} = 10.000 - (80\% * 1.000 * 0,4762) \\ &= 10.000 - 800 * 0,4762 = 10.000 - 380,96 = 9.619,04 = n_f P_f \end{aligned}$$

El número final de acciones es 1.010 (solo se emiten las correspondientes al 20% del capital = 5% * 200), así que:

$$V_f = 9.619,04 = 1.010 P_f$$

De manera que $P_f = 9,5238$

A los accionistas que optan por el dividendo en efectivo (el 80%) se les paga en total $800 * 0,4762 = 380,9523$, que es una salida neta de tesorería.

Si un accionista tenía 20 acciones y optó por el efectivo, ahora tiene:

$$\text{Efectivo: } 20 * 0,4762 = 9,524$$

$$\text{Acciones: } 20 * 9,5238 = 190,476$$

Si un accionista tenía 20 acciones y optó por ir a la ampliación, ahora tiene:

Efectivo: 0

A nivel del balance final:

Balance de la Empresa A tras el dividendo

Activo		Pasivo	
Tesorería	1.000 - 380,9523	Capital (n.º acciones 1.010 * nominal 3)	3.030
Otros activos	9.000	Reservas voluntarias	4.970
		Beneficio retenido	1.619,0477
TOTAL	9.619,0477	TOTAL	9.619,0477

→ Precio inicial a valor de mercado de una acción: $P_i = 9.619,0477 / 1.010 = 9,5238$

Capital: El capital se incrementa en 30 ($3 * 10$ que se traspasan desde reservas por las acciones distribuidas al 20% de accionistas que optaron por las nuevas acciones).

Reservas: Disminuyen en 30, el nominal de las acciones que se distribuyeron a los accionistas que optaron por las acciones ($3 * 10$).

Beneficio ordinario: Disminuye en el importe del dividendo pagado de 380,9523.

Caso 3 (modelo español 2)

El dividendo electivo se estructura a través de una emisión de acciones, teniendo los accionistas el derecho de suscripción preferente, que pueden utilizar para comprar las nuevas acciones o vender a la empresa por un importe en efectivo igual al valor teórico de suscripción. Las acciones que no quieran los accionistas con derecho a ellas, por preferir el efectivo, se venderán en el mercado a precio de mercado a nuevos accionistas, de manera que el número final de acciones será 1.050.

Los accionistas que no quieran las nuevas opciones cobrarán por cada acción que tengan el derecho preferente de suscripción $DSP = P_i - P_f$.

Por otra parte:

$$V_i = 10.000 = n_i * P_i = 1.000 * 10 = 10.000$$

$$\begin{aligned} V_f &= 10.000 - \text{salida de efectivo} + \text{entrada por las acciones vendidas en el mercado} \\ &= 10.000 - (80\% * 1.000 * (P_i - P_f)) + (5\% * 80\% * 1.000 * P_f) \\ &= 10.000 - 800(10 - P_f) + (40 * P_f) = 10.000 - 8.000 + 800P_f + (40 * P_f) = n_f P_f \end{aligned}$$

Como el número final de acciones es 1.050, tenemos que:

$$V_f = 2.000 + 800P_f + (40 * P_f) = 1.050P_f$$

$$2.000 = 210P_f$$

De manera que $P_f = 9,5238$ y $DSP = 0,4762$

A los accionistas que optan por el efectivo (el 80%) se les paga el DSP, en total $800 * 0,4762 = 380,9523$

Se venden en el mercado las 40 acciones que no suscriben estos accionistas a valor de mercado $= 40 * 9,5238 = 380,9523$. No hay salida neta de tesorería, que queda en 1.000.

Si un accionista tenía 20 acciones y optó por el efectivo, ahora tiene:

$$\text{Efectivo: } 20 * 0,4762 = 9,524$$

$$\text{Acciones: } 20 * 9,5238 = 190,476$$

Si un accionista tenía 20 acciones y optó por ir a la ampliación, ahora tiene:

Efectivo: 0

Acciones: $21 * 9,5238 = 200$

A nivel del balance:

Balance de la Empresa A tras el dividendo

Activo		Pasivo	
Tesorería	$1.000 - 380,9523 + 380,9523$	Capital (n.º acciones 1.050 * nominal 3)	3.150
Otros activos	9.000	Reservas voluntarias	4.850
		Beneficio retenido	2.000
TOTAL	10.000	TOTAL	10.000

→ Precio inicial a valor de mercado de una acción: $Pi = 10.000 / 1.050 = 9,5238$

Capital: El capital se incrementa en 150 ($3 * 40$ provenientes del pago de los nuevos accionistas y $3 * 10$ que se traspasan desde reservas por las acciones distribuidas al 20% de accionistas que optaron por las nuevas acciones).

Reservas: Disminuyen en 150. Por un lado, se reducen por el DSP pagado a los accionistas que optaron por el efectivo ($800 * 0,4762 = 380,96$) y se reducen también por el nominal de las acciones que se distribuyeron a los accionistas que optaron por las acciones ($3 * 10$), pero por otro se incrementan por el precio por encima del nominal que pagaron los nuevos accionistas en el mercado ($40 * (9,5238 - 3) = 260,952$). El cambio neto es de 150.

Parece que en este caso no ha ocurrido nada respecto a la situación inicial, por lo que esto sería como un tradicional dividendo en acciones sin elección, pero esto no es cierto. Hay un cambio importante. Solo el 96,19% de este balance ($1.010 / 1.050$) pertenece a los accionistas iniciales (mismo valor que en los casos 1 y 2), mientras que el resto pertenece a nuevos accionistas. Para los accionistas iniciales el caso 3 es equivalente al 1 o al 2. Además, el riesgo respecto al valor de las nuevas acciones en el mercado lo asume la empresa y no los accionistas que reciben el pago en efectivo, ya que este pago se fija de antemano en todos los casos.

III Anexo legislativo

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

Normativa nacional

- **Resolución de 18 de octubre de 2018**, del Congreso de los Diputados, por la que se ordena la publicación del Acuerdo de Convalidación del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
- **Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre**, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera.

El objeto de este real decreto-ley es la regulación de los servicios de pago, relacionados en su apartado 2, que se presten con carácter profesional en territorio español, incluida la forma de prestación de dichos servicios, el régimen jurídico de las entidades de pago y el régimen de transparencia e información aplicable a los servicios de pago, así como los derechos y las obligaciones respectivos tanto de los usuarios de los servicios de pago como de los proveedores de estos.

Entre los servicios de pago regulados por este real decreto-ley se incluyen **dos nuevos**: iniciación de pagos e información sobre cuentas. Ambos servicios suponen el acceso de terceros a las cuentas de los usuarios de servicios de pago.

En lo que respecta al ámbito objetivo de aplicación, se mantiene el principio de que el real decreto-ley es de aplicación a todos los servicios que se prestan en territorio español, cualquiera que sea el origen o el destino final de las operaciones.

Se deroga la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago.

Además de la regulación anterior, se destaca lo siguiente:

- Disposición final novena. **Modificación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.**

Los objetivos que se persiguen con esta modificación son los siguientes:

- i) Llevar a cabo una adecuación formal y técnica de algunas de sus disposiciones.

La disposición final novena realiza algunas adaptaciones técnicas del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. La necesidad de estas adaptaciones se ha puesto de manifiesto tras llevar a cabo su modificación por parte del Real Decreto-ley 14/2018, de 28 de septiembre, por el que se modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23

de octubre, y buscan dar plena efectividad a las novedades introducidas en la norma de referencia en materia del mercado de valores. El Real Decreto-ley 14/2018 avanzó en la incorporación a nuestro ordenamiento jurídico del paquete normativo MiFID II y su aprobación resultó de extraordinaria y urgente necesidad, en primer lugar porque el plazo de transposición de dicha directiva estaba vencido y la Comisión Europea había demandado al Reino de España ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea por falta de transposición completa de esta directiva; en segundo lugar, para evitar graves perjuicios derivados de la incertidumbre regulatoria a las empresas de servicios y actividades de inversión españolas; en tercer lugar, porque la falta de transposición en plazo estaba afectando a la capacidad de atracción del mercado español como mercado en el que se puedan instalar nuevas empresas de servicios y actividades de inversión; y, en cuarto lugar, por la extraordinaria y urgente necesidad de dotar a la CNMV de las nuevas facultades de supervisión y de las herramientas de cooperación interadministrativas que MiFID II otorgaba a los organismos públicos supervisores de las empresas de servicios y actividades de inversión y mercados de valores de la Unión Europea.

- ii) Adaptar la norma a distintos reglamentos europeos recientes cuya entrada en vigor y aplicación efectiva ya se ha producido, en concreto:
 - El Reglamento (UE) n.º 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.
 - El Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión.
 - El Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a los productos de inversión minorista vinculados y los productos de inversión basados en seguros.
 - El Reglamento (UE) n.º 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.
- iii) Completar la transposición de dos directivas parcialmente transpuestas. Por una parte, la Directiva de Ejecución (UE) 2015/2392 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, relativa al Reglamento (UE)

n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la comunicación de posibles infracciones o infracciones reales de dicho reglamento a las autoridades competentes; y la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión, por la que se modifica la Directiva 2002/87/CE y se derogan las Directivas 2006/48/CE y 2006/49/CE.

Se introduce seguridad jurídica en nuestro ordenamiento a través de la adaptación del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (especialmente de su régimen sancionador) a los reglamentos europeos ya vigentes. Aunque estos reglamentos ya eran de directa aplicación, se adapta a ellos el ordenamiento nacional para introducir certidumbre en los operadores y en la labor supervisora de la CNMV. De esta forma, la norma vertebradora de la regulación aplicable a los mercados de valores queda plenamente adaptada al derecho europeo vigente, con lo que se asegura que la CNMV cuenta con todos los instrumentos de supervisión necesarios para garantizar el buen funcionamiento de dichos mercados y la adecuada protección del inversor.

- Disposición final segunda. **Modificación de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.** Se adapta nuestro ordenamiento al Reglamento (UE) n.º 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario, que establece una regulación armonizada para este tipo de fondos de inversión y que impone a los Estados miembros la obligación de establecer un régimen sancionador. Desde el 21 de julio de 2018 dicho reglamento es de aplicación, por lo que se incluye el régimen sancionador de los incumplimientos de la norma europea en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva con vistas a establecer los tipos infractores que reflejen los incumplimientos de las obligaciones del reglamento.

Se destaca que los reglamentos de la Unión Europea imponían a los Estados miembros la obligación de notificar a la Comisión Europea, antes de una fecha determinada, las sanciones administrativas que hubiesen incorporado en sus ordenamientos jurídicos para garantizar su eficacia. Dichas fechas límite eran las siguientes: Reglamento (UE) n.º 2016/1011, el 1 de enero de 2018; Reglamento (UE) n.º 1286/2014, el 31 de diciembre de 2016; Reglamento (UE) n.º 2015/2365, el 13 de julio de 2017; y Reglamento (UE) n.º 2017/1131, el 21 de julio de 2018.

- Disposición final primera. **Modificación de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores.** Actualiza la lista de sistemas de pagos y de liquidación de valores tras la integración de la comunidad española en la plataforma paneuropea TARGET2-Securities.

- Disposición final octava. **Modificación de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.** Esta modificación pretende trasponer correctamente lo previsto para las sucursales de entidades establecidas fuera de la Unión Europea en la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, por la que se establece un marco para la reestructuración y la resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, y por la que se modifican la Directiva 82/891/CEE del Consejo, y las Directivas 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE y 2013/36/UE, y los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 648/2012. En este sentido, se hace también necesaria la modificación del artículo 53 para aclarar que el **FROB** podrá recaudar contribuciones de las sucursales en España de entidades establecidas fuera de la Unión Europea. Asimismo, esta disposición final contiene provisiones para **clarificar las facultades del FROB** como autoridad de resolución ejecutiva, en el momento de llevar a cabo una resolución, con respecto a las limitaciones y los requisitos exigidos en la normativa societaria, de acuerdo con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014.
- Disposición final sexta. **Modificación de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.** Se adapta la normativa a la actividad de prestación de servicios de pago y la completa respecto a la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Destaca especialmente la habilitación de un canal adecuado para que toda persona que disponga de conocimiento o sospecha fundada de incumplimiento de las obligaciones en materia de supervisión prudencial de entidades de crédito previstas en dicha ley y su normativa de desarrollo tenga la posibilidad y el derecho de comunicarlo al Banco de España con las debidas garantías (*whistle-blowing*).

Además, dispone que todos los centros de actividad establecidos en territorio español por entidades de crédito europeas cuya administración central se encuentre en otro Estado miembro se considerarán una única sucursal, y se asegura el adecuado intercambio de información entre el Banco de España y otras autoridades competentes de la Unión Europea, en el caso de entidades españolas controladas por una entidad matriz de la Unión Europea.

- Disposición final séptima. **Modificación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.** Atribuye al Banco de España la autorización de los establecimientos financieros de crédito híbridos. En la medida que los establecimientos financieros de crédito híbridos prestan servicios de pago, esta modificación es coherente con el hecho de que se le atribuyan al Banco de España las competencias en materia de autorización de las entidades de pago en este real decreto-ley.

- Disposición final cuarta. **Modificación del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.** Modifica la Ley de Sociedades de Capital añadiendo un nuevo supuesto en el que no es posible la separación del accionista por falta de distribución de dividendos para el caso de los socios de las entidades de crédito y otras entidades financieras que no sean sociedades cotizadas sujetas al 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, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Se añade una disposición adicional undécima al texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital sobre el derecho de separación en instituciones financieras.

- Disposición final tercera. **Modificación de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.** Se adapta a las exigencias de la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 25 de noviembre de 2015, la regulación sobre comercialización a distancia de servicios financieros.

Este real decreto-ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*. No obstante:

- i) Los títulos II y III serán de aplicación a los tres meses de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.
- ii) Las medidas de seguridad a las que se refieren los artículos 37, 38, 39 y 68 serán de aplicación una vez hayan transcurrido 18 meses desde la entrada en vigor del Reglamento Delegado (UE) 2018/389 de la Comisión, de 27 de noviembre de 2017, por el que se complementa la Directiva (UE) 2015/2366 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las normas técnicas de regulación para la autenticación reforzada de clientes y unos estándares de comunicación abiertos, comunes y seguros, sin perjuicio de que hasta esa fecha ningún proveedor de servicios de pago gestor de cuenta podrá impedir o dificultar la utilización de servicios de iniciación de pagos y servicios de información sobre cuentas en relación con las cuentas de cuya gestión se encargue.
- iii) Se modifica la redacción dada a los artículos 119.3 y 121.1 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, por la disposición final sexta.

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

Se introducen en nuestro ordenamiento jurídico medidas macroprudenciales necesarias para hacer frente a posibles vulnerabilidades para el sistema

financiero, de forma que el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones cuenten con los instrumentos y las herramientas necesarios para mitigar eventuales perturbaciones con un potencial impacto sistémico.

En el caso de los fondos de inversión, se atribuye a la CNMV potestad para, en determinadas circunstancias, fijar requerimientos de liquidez a las instituciones y entidades de inversión colectiva. Las primeras constituyen fondos abiertos, es decir, con capacidad de sus partícipes para hacer retiradas de fondos en cualquier momento, lo que los vuelve especialmente vulnerables ante posibles retiradas masivas por tensiones de mercado. Además, estos fondos se comercializan entre particulares, lo que los hace sensibles desde el punto de vista social.

Se modifica el título del artículo 71 septies de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se introduce un nuevo apartado 7.

Asimismo, se modifica el título del artículo 87 de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y se introduce un nuevo apartado 7.

El artículo quinto modifica el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, de modo que habilita a la CNMV para establecer limitaciones a determinadas actividades de sus entidades supervisadas que generen un aumento excesivo del riesgo o del endeudamiento de los agentes económicos que pudiera afectar a la estabilidad financiera.

Se añade un nuevo artículo 234 bis en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, con el siguiente contenido:

«Artículo 234 bis. Otras facultades para reforzar la supervisión macroprudencial.

La CNMV podrá introducir límites y condiciones a la actividad de sus entidades supervisadas con la finalidad de evitar un endeudamiento excesivo del sector privado que pueda afectar a la estabilidad financiera».

La disposición adicional única prevé la obligación por parte de los supervisores sectoriales de comunicar a la autoridad que se designe como autoridad macroprudencial la adopción de herramientas macroprudenciales antes de que se comuniquen al público y a los afectados. Hasta la creación de esta autoridad, la disposición transitoria única prevé que estas comunicaciones se realicen al Comité de Estabilidad Financiera.

Normativa europea

- **Reglamento (UE) 2018/1595 de la Comisión**, de 23 de octubre de 2018, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la Interpretación 23 del Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera.

El presente reglamento entrará en vigor a los 20 días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* (24 de octubre de 2018).

- **Reglamento Delegado 2018/1637 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los procedimientos y las características de la función de vigilancia.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1638 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar la manera de garantizar que los datos de cálculo sean adecuados y verificables, así como los procedimientos internos de vigilancia y verificación de los contribuidores de cuyo establecimiento deberán asegurarse los administradores de índices de referencia cruciales o significativos cuando los datos de cálculo los aporte una función operativa.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1639 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar los elementos del código de conducta que deben elaborar los administradores de índices de referencia que se basan en datos de cálculo aportados por contribuidores.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1640 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar los requisitos de gobernanza y de control aplicables a los contribuidores supervisados.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1641 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que han de facilitar los administradores de índices de referencia cruciales o significativos sobre la metodología utilizada para determinar el índice, la revisión interna y aprobación de la metodología y los procedimientos para realizar cambios sustanciales en ella.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1642 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación por las que se precisan los criterios que las autoridades competentes han de tener en cuenta al evaluar si los administradores de índices de referencia significativos deben aplicar determinados requisitos.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1643 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación destinadas a especificar el contenido de la declaración sobre el índice de referencia que debe publicar el administrador de un índice de referencia, y los casos en que se requieren actualizaciones.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1644 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que determinan el contenido mínimo de los convenios de cooperación con las autoridades competentes de terceros países cuyos marcos jurídicos y prácticas de supervisión hayan sido reconocidos como equivalentes.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1645 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la forma y el contenido de la solicitud de reconocimiento ante la autoridad competente del Estado miembro de referencia y de la información presentada en la notificación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM).

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento Delegado (UE) 2018/1646 de la Comisión**, de 13 de julio de 2018, por el que se completa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la información que se ha de facilitar en la solicitud de autorización y en la solicitud de inscripción registral.

El presente reglamento, publicado el 5 de noviembre de 2018, será aplicable a partir del 25 de enero de 2019.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1624 de la Comisión**, de 23 de octubre de 2018, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con los procedimientos, modelos de formularios y plantillas para la notificación de información a efectos de los planes de resolución para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, de conformidad con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, y por el que se deroga el Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1066 de la Comisión.
- **Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1889 de la Comisión**, de 4 de diciembre de 2018, relativo a la prórroga de los periodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) n.º 575/2013 y (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo.

El presente reglamento entró en vigor a los tres días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea* (5 de diciembre de 2018).

Otros

- **Decisión (UE) 2018/1636 de la Autoridad Europea de Valores y Mercados**, de 23 de octubre de 2018, por la que se renueva y modifica la restricción temporal de la Decisión (UE) 2018/796 sobre la comercialización, distribución o venta de contratos por diferencias a clientes minoristas.
- **Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre**, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales.

Esta ley orgánica tiene por objeto:

- i) Adaptar el ordenamiento jurídico español al Reglamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 27 de abril de 2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de sus datos personales y a la libre circulación de estos datos, y completar sus disposiciones. El derecho fundamental de las personas físicas a la protección de datos personales, amparado por el artículo 18.4 de la Constitución, se ejercerá con arreglo a lo establecido en el Reglamento (UE) 2016/679 y en esta ley orgánica.

- ii) Garantizar los derechos digitales de la ciudadanía conforme al mandato establecido en el artículo 18.4 de la Constitución.

Se introducen las modificaciones necesarias de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil y la Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa; la Ley Orgánica 6/1985, de 1 de julio, del Poder Judicial; la Ley 19/2013, de 9 de diciembre, de transparencia, acceso a la información pública y buen gobierno; la Ley Orgánica 5/1985, de 19 de junio, del Régimen Electoral General; la Ley 14/1986, de 25 de abril, General de Sanidad; la Ley 41/2002, de 14 de noviembre, básica reguladora de la autonomía del paciente y de derechos y obligaciones en materia de información y documentación clínica; y la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Además, en relación con la garantía de los derechos digitales, también se introducen modificaciones en la Ley Orgánica 2/2006, de 3 de mayo, de Educación y en la Ley Orgánica 6/2001, de 21 de diciembre, de Universidades, así como en el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores y en el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público.

Se derogan la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, de Protección de Datos de Carácter Personal y el Real Decreto-ley 5/2018, de 27 de julio, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de protección de datos.

- **Real Decreto-ley 21/2018, de 14 de diciembre**, de medidas urgentes en materia de vivienda y alquiler.

Este real decreto-ley contempla un conjunto de medidas de carácter urgente para mejorar el acceso a la vivienda y favorecer el alquiler asequible.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ²
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	50	45	46	17	15	12	17	15
Ampliaciones de capital	45	45	44	17	14	12	17	15
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	3	3	1	0	0	0	1
Ampliaciones de capital liberadas	17	18	12	3	5	2	5	2
De las cuales dividendo elección	12	12	9	2	5	2	5	2
Ampliaciones de capital por conversión	6	8	5	3	1	4	2	1
De contrapartida no monetaria	3	3	8	2	2	0	3	3
Con derecho de suscripción preferente	12	11	8	3	4	1	0	2
Sin negociación de derechos de suscripción	16	11	15	7	4	5	7	7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	6	2	4	1	1	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	111	81	89	25	22	14	17	17
Ampliaciones de capital	99	79	82	24	21	14	17	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	0	4	4	1	0	0	0	1
Ampliaciones de capital liberadas	28	25	16	3	5	2	5	2
De las cuales dividendo elección	22	19	13	2	5	2	5	2
Ampliaciones de capital por conversión	23	17	6	3	1	5	2	1
De contrapartida no monetaria	3	4	12	4	3	0	3	3
Con derecho de suscripción preferente	15	11	8	3	4	1	0	2
Sin negociación de derechos de suscripción	30	18	36	10	8	6	7	8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	12	2	7	1	1	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	37.065,5	20.251,7	32.538,1	2.656,7	3.907,4	559,2	3.787,8	3.203,3
Ampliaciones de capital	28.733,9	19.745,1	29.593,6	2.089,5	3.261,7	559,2	3.787,8	3.203,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	807,6	956,2	100,0	0,0	0,0	0,0	100,1
Ampliaciones de capital liberadas	9.627,8	5.898,3	3.807,3	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3	132,5
De las cuales dividendo elección	9.627,8	5.898,3	3.807,3	720,1	1.362,8	133,1	2.120,3	132,5
Ampliaciones de capital por conversión	1.868,7	2.343,9	1.648,8	125,5	1,6	223,9	153,3	0,0
De contrapartida no monetaria ³	365,2	1.791,7	8.469,3	49,9	1.179,1	0,0	1.263,4	557,3
Con derecho de suscripción preferente	7.932,6	6.513,3	7.831,4	531,6	574,7	63,0	0,0	40,6
Sin negociación de derechos de suscripción	8.939,7	2.390,2	6.880,5	562,4	143,5	139,2	250,7	2.372,8
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	8.331,6	506,6	2.944,5	567,3	645,7	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.253,4	4.206,1	3.165,1	269,4	1.104,8	119,4	311,8	418,3
Ampliaciones de capital	3.153,3	4.189,8	2.662,8	264,1	823,0	119,4	311,8	418,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,0	28,2	749,2	0,9	0,0	0,0	0,0	100,1
Ampliaciones de capital liberadas	946,6	877,8	324,3	57,4	132,6	1,5	170,8	50,3
De las cuales dividendo elección	785,8	708,0	299,1	49,7	132,6	1,5	170,8	50,3
Ampliaciones de capital por conversión	89,6	648,0	182,8	11,3	1,6	84,8	2,7	0,1
De contrapartida no monetaria	146,6	248,9	181,9	12,8	220,7	0,0	132,7	204,1
Con derecho de suscripción preferente	1.190,7	1.403,0	882,0	56,3	448,6	17,5	0,0	40,2
Sin negociación de derechos de suscripción	779,8	983,9	342,6	125,4	19,5	15,6	5,6	23,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1.100,2	16,3	502,3	5,4	281,7	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁴								
Número de emisores	16	15	13	3	1	3	3	2
Número de emisiones	18	21	15	4	3	3	4	2
Importe efectivo (millones de euros)	177,8	219,7	129,9	26,2	13,2	95,7	52,3	3,4
Ampliaciones de capital	177,8	219,7	129,9	26,2	13,2	95,7	52,3	3,4
De ellas, mediante OPS	21,6	9,7	17,1	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	129	130	134	134	133	133	131	133
Empresas extranjeras	7	7	7	7	7	7	8	8
Segundo mercado	5	5	4	4	4	4	4	4
Madrid	2	2	1	1	1	1	1	1
Barcelona	3	3	3	3	3	3	3	3
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	18	14	12	12	11	11	11	11
Madrid	8	5	4	4	4	4	4	4
Barcelona	10	8	6	6	6	6	6	6
Bilbao	6	5	4	4	3	3	3	3
Valencia	3	3	3	3	3	3	3	3
MAB	3.429	3.336	2.965	2.965	2.910	2.879	2.856	2.850
Latibex	21	20	20	20	20	20	19	19

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV ²
Mercado continuo (MC). Total ³	766.335,7	779.123,8	877.867,6	877.867,6	853.412,1	869.858,7	833.728,9	787.069,3
Empresas extranjeras ⁴	141.695,3	151.043,2	178.620,3	178.620,3	177.079,4	184.514,8	183.387,7	159.391,2
Ibex 35	477.521,1	484.059,2	534.250,1	534.250,1	511.770,8	494.267,2	482.579,5	466.120,5
Segundo mercado	20,6	114,1	49,9	49,9	49,7	38,2	39,3	37,8
Madrid	20,6	72,0	8,7	8,7	8,7	2,2	3,3	2,4
Barcelona	0,0	42,1	41,2	41,2	41,0	36,0	36,0	35,4
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	1.040,3	1.291,6	1.288,5	1.288,5	1.429,0	1.565,6	1.532,3	1.474,5
Madrid	296,9	289,9	165,9	165,9	164,4	254,4	234,2	220,5
Barcelona	887,7	1.136,6	1.134,3	1.134,3	1.276,7	1.432,7	1.399,3	1.339,3
Bilbao	943,3	54,0	211,3	211,3	209,1	283,5	263,3	56,5
Valencia	150,0	349,2	54,0	54,0	56,4	53,5	54,1	251,5
MAB ⁵	37.258,5	38.580,8	43.804,8	43.804,8	41.411,4	40.960,3	43.032,7	41.833,7
Latibex	116.573,4	198.529,6	215.277,7	215.277,7	284.843,2	209.870,5	239.781,3	233.880,1

1 Datos a final de periodo.

2 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

4 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

5 Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las SICAV, pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
Mercado continuo (MC). Total ²	938.396,7	635.797,8	640.293,7	155.638,9	109.024,1	190.087,9	116.892,9	93.861,2
Empresas extranjeras	12.417,7	6.018,0	6.908,0	1.143,0	866,4	805,6	841,5	509,5
Segundo mercado	13,8	3,1	0,7	0,2	0,1	0,3	0,4	0,0
Madrid	13,7	2,7	0,5	0,1	0,0	0,1	0,4	0,0
Barcelona	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	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	246,1	7,4	8,1	2,2	0,9	3,1	2,0	1,6
Madrid	19,4	3,2	2,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,7
Barcelona	219,1	4,2	6,2	2,1	0,8	3,1	1,9	0,9
Bilbao	7,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
MAB	6.441,7	5.055,1	4.985,6	1.317,4	1.021,7	1.020,4	762,0	646,9
Latibex	258,7	156,4	130,8	16,1	36,2	33,2	31,6	34,2

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ²
				IV	I			
En sesión	903.397,2	619.351,6	619.108,6	149.360,4	105.863,5	172.034,7	113.345,0	90.779,5
Órdenes	475.210,0	346.980,8	335.917,3	80.628,0	64.677,9	75.366,9	70.956,2	50.608,3
Aplicaciones	96.187,7	68.990,5	51.315,9	12.379,5	9.351,9	15.435,6	10.691,5	7.739,9
Bloques	331.999,5	203.380,2	231.875,3	56.353,0	31.833,7	81.232,2	31.697,3	32.431,3
Fuera de hora	3.137,9	1.996,2	2.373,8	961,1	273,7	746,6	154,0	211,9
Autorizadas	14.885,5	12.667,0	9.265,3	2.159,4	444,0	551,9	720,9	407,0
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	4.360,1	788,4	389,9	2,3	843,2	15.368,8	1.474,8	1.179,9
OPV	4.266,8	777,5	2.288,1	1.150,2	710,2	0,0	89,0	534,0
Toma de razón	203,6	37,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Ejercicio de opciones	5.964,2	5.408,3	4.462,2	1.499,9	525,0	921,3	627,2	223,6
Operaciones de cobertura	2.181,4	1.833,8	2.405,7	505,6	364,4	464,6	482,0	325,3

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

2 Datos disponibles: noviembre de 2018.

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	49	51	48	23	15	16	16	15
Cédulas hipotecarias	13	13	9	4	3	4	4	4
Cédulas territoriales	3	3	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	16	16	16	9	9	7	7	5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	16	20	21	12	3	4	2	3
Pagarés de empresa	16	14	13	3	3	0	6	4
De titulación	1	1	1	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	15	13	12	3	2	0	6	4
Otras emisiones de renta fija	0	1	1	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1	0	1	1	1	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	415	399	378	103	89	68	69	43
Cédulas hipotecarias	34	41	28	10	7	4	4	6
Cédulas territoriales	6	4	1	0	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	318	277	276	58	70	52	53	26
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	40	61	58	32	8	11	5	6
Pagarés de empresa ²	16	15	13	3	3	0	6	4
De titulación	1	1	1	0	1	0	0	0
Resto de pagarés	15	14	12	3	2	0	6	4
Otras emisiones de renta fija	0	1	1	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	0	0	1	0	1	1	1	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	136.607,3	139.028,2	109.487,4	47.852,3	20.204,9	10.644,7	11.793,1	15.080,4
Cédulas hipotecarias	31.375,0	31.642,5	29.823,7	13.348,7	5.125,0	1.700,0	5.050,0	4.060,0
Cédulas territoriales	10.400,0	7.250,0	350,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	39.099,9	40.170,4	30.006,2	12.632,0	4.983,4	1.176,6	1.430,7	472,6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	53,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	28.369,6	35.504,9	29.415,4	16.327,6	5.430,7	3.534,0	1.048,0	6.635,0
Pagarés de empresa ³	27.309,6	22.960,4	17.911,2	5.543,9	3.415,8	3.884,1	3.264,4	3.662,8
De titulación	2.420,0	1.880,0	1.800,0	800,0	0,0	240,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	24.889,6	21.080,4	16.111,2	4.743,9	3.415,8	3.644,1	3.264,4	3.662,8
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	981,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1.000,0	0,0	1.250,0	350,0	1.000,0	250,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	5.452,2	4.278,7	6.504,6	1.658,9	1.856,5	832,0	933,2	900,5
Emisiones aseguradas	0,0	421,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ²
				IV	I			
Total	145.890,9	130.141,0	121.556,6	39.193,6	30.948,9	9.852,9	10.932,3	10.249,2
Pagarés	27.455,3	22.770,6	18.388,9	5.982,5	3.201,6	3.934,0	2.797,8	4.251,7
Bonos y obligaciones	47.616,4	31.723,0	43.182,3	2.888,5	15.161,5	918,9	852,5	227,5
Cédulas hipotecarias	31.375,0	31.392,5	30.000,0	14.775,0	5.125,0	1.700,0	5.050,0	3.900,0
Cédulas territoriales	10.400,0	7.250,0	350,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	29.044,2	35.504,9	28.635,4	15.547,6	6.210,7	2.950,0	1.232,0	1.620,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1.000,0	0,0	1.250,0	350,0	1.000,0	250,0
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	1.500,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

2 Datos disponibles: noviembre de 2018.

	2015	2016	2017	2017	2018			
				IV	I	II	III	IV ¹
NÚMERO DE EMISORES								
Total	388	375	362	362	370	362	363	351
Renta fija privada	387	374	342	342	343	330	330	319
Pagarés	16	14	14	14	13	13	11	9
Bonos y obligaciones	64	52	48	48	48	46	46	45
Cédulas hipotecarias	44	43	41	41	41	41	41	41
Cédulas territoriales	9	9	7	7	7	7	7	7
Bonos de titulización	278	276	262	262	265	254	253	242
Participaciones preferentes	13	9	4	4	4	5	6	7
Bonos matador	7	6	6	6	6	5	5	5
Deuda pública	1	1	20	20	27	32	33	32
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y Obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	-	-	11	11	14	14	14	13
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	3	8	9	9
Otra deuda pública	-	-	7	7	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.723	2.637	2.468	2.468	2.563	2.890	2.881	2.854
Renta fija privada	2.531	2.433	2.084	2.084	2.059	1.999	1.964	1.933
Pagarés	392	351	179	179	137	122	101	111
Bonos y obligaciones	882	856	764	764	781	768	755	751
Cédulas hipotecarias	238	231	218	218	215	213	211	211
Cédulas territoriales	32	29	24	24	24	22	22	22
Bonos de titulización	966	948	889	889	891	863	863	825
Participaciones preferentes	16	12	4	4	5	6	7	8
Bonos matador	7	6	6	6	6	5	5	5
Deuda pública	193	204	384	384	504	891	917	921
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y Obligaciones del Estado	181	192	226	226	230	228	226	223
Deuda autonómica	-	-	133	133	170	165	163	164
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	75	470	500	507
Otra deuda pública	-	-	13	13	17	16	16	15
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	1.386.289,8	1.408.556,6	1.466.964,4	1.466.964,4	2.594.094,1	6.770.127,9	6.688.189,9	6.728.416,4
Renta fija privada	534.088,9	531.056,9	493.629,6	493.629,6	500.535,2	482.204,0	477.131,8	470.276,9
Pagarés	15.172,9	16.637,4	11.978,9	11.978,9	10.685,2	8.851,8	7.797,9	8.861,7
Bonos y obligaciones	74.082,2	85.477,8	70.127,7	70.127,7	79.437,4	74.340,9	73.761,6	73.182,4
Cédulas hipotecarias	194.072,7	180.677,5	181.308,7	181.308,7	180.317,9	177.490,8	180.845,1	181.611,8
Cédulas territoriales	27.586,3	29.387,3	23.862,3	23.862,3	23.862,3	22.062,3	20.062,3	20.062,3
Bonos de titulización	222.100,4	217.992,1	204.570,0	204.570,0	203.200,4	196.148,4	190.355,1	181.998,8
Participaciones preferentes	627,4	497,8	1.395,0	1.395,0	2.645,0	2.995,0	3.995,0	4.245,0
Bonos matador	447,1	386,9	386,9	386,9	386,9	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	852.200,9	877.499,6	973.334,7	973.334,7	2.093.558,9	6.287.923,9	6.211.058,2	6.258.139,6
Letras del Tesoro	82.435,4	81.037,1	78.835,2	78.835,2	72.599,4	69.375,7	68.538,1	71.121,4
Bonos y Obligaciones del Estado	769.765,5	796.462,5	864.059,7	864.059,7	890.343,3	901.887,3	917.024,0	914.377,5
Deuda autonómica	-	-	28.620,8	28.620,8	34.037,3	32.862,2	32.484,0	33.197,2
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	1.093.949,8	5.281.341,3	5.190.554,7	5.237.736,1
Otra deuda pública	-	-	1.819,1	1.819,1	2.629,1	2.457,4	2.457,4	1.707,4

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	521.853,7	169.658,2	68.422,0	225,4	18.345,4	30.179,4	20.172,5	21.412,3
Renta fija privada	521.590,4	169.534,0	68.297,4	189,3	197,0	122,4	62,9	33,0
Pagarés	31.346,2	20.684,3	7.144,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	78.120,5	27.795,6	15.839,5	189,3	194,7	116,7	62,7	32,8
Cédulas hipotecarias	187.201,7	79.115,6	24.936,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	46.711,4	5.329,3	381,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	177.844,1	36.554,9	18.502,5	0,0	1,9	5,1	0,0	0,2
Participaciones preferentes	295,5	43,1	1.482,3	0,0	0,4	0,6	0,2	0,1
Bonos matador	71,1	11,1	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	263,3	124,2	124,6	36,1	18.148,4	30.057,1	20.109,6	21.379,3
Letras del Tesoro	30,2	8,5	4,2	0,1	146,7	3.472,1	8.792,7	11.099,8
Bonos y Obligaciones del Estado	233,1	115,8	120,4	36,0	17.998,5	24.686,6	6.960,0	4.913,4
Deuda autonómica	-	-	0,0	0,0	3,1	0,1	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	-	-	-	-	0,0	1.898,3	4.356,9	5.366,0
Otra deuda pública	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	521.853,7	169.658,3	68.422,0	225,4	18.345,4	30.179,4	20.172,5	21.412,3
Simple	239.086,8	127.643,7	57.723,9	225,4	18.345,4	30.179,4	20.172,5	21.412,3
Repo	7.144,5	4.143,7	671,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	267.875,7	37.870,9	10.026,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	193.694,8	117.373,0	49.230,2	222,2	17.891,9	30.171,0	20.168,5	21.409,8
Sociedades no financieras	22.747,1	7.119,3	1.492,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	95.467,1	63.048,2	23.402,5	222,2	17.891,9	30.171,0	20.168,5	21.409,8
Entidades de crédito	74.196,0	46.583,9	15.363,2	185,6	181,7	106,6	51,2	25,1
IIC, seguros y fondos de pensiones	8.835,4	8.525,2	4.337,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	12.435,7	7.939,1	3.701,5	36,6	17.710,2	30.064,4	20.117,2	21.384,7
Administraciones públicas	10.414,4	4.969,7	3.196,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ²	1.575,2	1.076,0	256,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	63.491,1	41.159,9	20.882,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
NÚMERO DE EMISORES								
Total	20	17	15	15	15	14	14	14
Emisores privados	10	7	7	7	7	6	6	6
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	10	7	7	7	7	6	6	6
Administraciones públicas ²	10	10	8	8	8	8	8	8
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	103	75	64	64	65	57	60	58
Emisores privados	43	26	24	24	24	19	19	19
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	43	26	24	24	24	19	19	19
Administraciones públicas ²	60	49	40	40	41	38	41	39
Comunidades autónomas	25	23	22	22	22	19	22	21
SALDO VIVO³ (millones de euros)								
Total	11.702,2	10.203,4	9.718,0	9.718,0	9.689,9	7.666,4	8.438,0	8.281,0
Emisores privados	1.383,3	899,4	760,6	760,6	735,8	640,1	611,9	594,9
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	1.383,3	899,4	760,6	760,6	735,8	640,1	611,9	594,9
Administraciones públicas ²	10.319,0	9.304,0	8.957,4	8.957,4	8.954,0	7.026,2	7.826,1	7.686,1
Comunidades autónomas	9.320,2	8.347,6	8.193,1	8.193,1	8.193,1	6.274,1	7.079,7	6.959,7

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 No incluye deuda anotada.

3 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	129.366,0	165.472,0	131.475,0	30.939,0	30.800,0	20.094,0	20.309,0	18.901,0
Simples	129.366,0	165.472,0	131.475,0	30.939,0	30.800,0	20.094,0	20.309,0	18.901,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV ¹
Número de contratos								
Sobre deuda	8.012	360	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocial ²	8.012	360	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{3,4}	8.279.939	7.468.299	8.033.835	2.512.513	2.256.759	2.080.529	1.827.201	1.491.958
Futuro sobre Ibex 35 plus	7.384.896	6.836.500	6.268.290	1.826.553	1.704.051	1.595.835	1.430.789	1.135.436
Futuro mini sobre Ibex 35	318.129	249.897	1.284.050	488.715	427.489	395.437	305.559	253.844
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	32.499	58.044	43.372	14.297	15.588	13.247	7.218	16.622
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	-	1.619	7.753	3.628	859	706	690	410
Opción call mini	325.479	169.871	206.843	87.265	52.005	34.722	41.750	46.736
Opción put mini	218.937	152.368	223.527	92.055	56.767	40.582	41.195	38.910
Sobre acciones ⁵	31.768.355	32.736.458	32.335.004	8.100.205	8.306.888	8.383.047	6.542.076	3.383.473
Futuros	10.054.830	9.467.294	11.671.215	2.524.881	2.864.619	3.138.663	2.015.974	437.941
Futuros sobre dividendos de acciones	291.688	367.785	346.555	153.116	142.701	142.742	58.563	0
Futuros sobre dividendos de acciones plus	1.152	760	880	440	0	0	0	100
Opción call	8.572.088	11.239.662	8.848.643	1.986.565	2.156.518	2.047.308	1.786.866	1.159.148
Opción put	12.848.597	11.660.957	11.467.711	3.435.203	3.143.050	3.054.334	2.680.673	1.786.284

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 Nominal del contrato: 100.000 euros.

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

4 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

5 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	3.479,1	2.688,6	2.433,6	336,4	819,7	630,8	313,9	157,3
Sobre acciones	1.807,3	1.438,2	939,5	137,2	269,9	239,1	141,0	101,7
Sobre índices	1.486,1	1.153,1	1.443,0	194,6	510,3	366,0	139,2	52,0
Otros ²	185,6	97,2	51,1	4,5	39,5	25,7	33,7	3,5
Número de emisiones	9.059	7.809	5.730	791	1.800	1.521	1.039	529
Número de emisores	8	5	6	4	5	5	4	3
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	5,0	650,0	1.964,5	601,0	302,0	401,0	250,0	0,0
Sobre acciones	5,0	650,0	1.950,0	600,0	300,0	400,0	250,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	14,5	1,0	2,0	1,0	0,0	0,0
Otros ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	1	4	15	4	5	3	2	0
Número de emisores	1	1	2	2	2	2	1	0

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

	2015	2016	2017	2017	2018			
				IV	I	II	III	IV ¹
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.095,9	715,5	462,6	123,2	103,2	93,1	86,0	111,6
Sobre acciones nacionales	303,6	248,4	156,8	30,1	17,2	25,5	20,7	21,5
Sobre acciones extranjeras	66,7	32,6	29,9	9,7	7,0	7,3	7,0	9,4
Sobre índices	692,0	420,4	266,0	80,7	77,8	59,1	57,5	79,4
Otros ²	33,6	14,2	9,9	2,7	1,2	1,2	0,8	1,3
Número de emisiones ³	7.530	6.296	5.084	974	1.059	1.109	864	955
Número de emisores ³	9	8	7	7	7	7	6	6
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	1,1	0,4	0,3	0,3	0,0	0,2	0,0	0,0
Número de emisiones ³	2	2	2	1	2	2	2	2
Número de emisores ³	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	12.633,8	6.045,2	4.464,1	1.472,8	759,9	957,3	456,6	451,2
Número de fondos	58	33	8	8	8	6	6	6
Patrimonio ⁴ (millones de euros)	436,1	349,3	359,3	359,3	340,1	334,1	334,1	308,4

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

4 Solo incluye el patrimonio de los ETF nacionales debido a que no se dispone del patrimonio de los extranjeros.

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	39	40	41	41	40	40	40	41
Sucursales	25	27	24	24	26	26	26	20
Representantes	5.819	5.761	5.747	5.747	2.134	2.185	2.165	2.167
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	39	41	48	48	50	52	53	53
Sucursales	21	22	23	23	23	24	24	25
Representantes	468	492	461	461	393	430	423	433
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	3	2	1	1	1	1	1	1
Sucursales	9	8	0	0	0	0	0	0
Representantes	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	154	160	171	171	168	165	162	160
Sucursales	13	16	21	21	24	23	25	25
ENTIDADES DE CRÉDITO²								
Entidades nacionales	134	126	122	122	120	120	120	115

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 Fuente: Banco de España.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total	3.176	3.310	3.340	3.340	3.399	3.434	3.440	3.467
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	2.713	2.840	2.870	2.870	2.922	2.956	2.969	2.996
Con sucursal	42	46	53	53	54	56	55	61
En libre prestación de servicios ²	2.671	2.794	2.817	2.817	2.868	2.900	2.914	2.935
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 ³								
Comunitarias	451	460	461	461	468	470	463	463
Con sucursal	53	55	52	52	54	54	53	53
En libre prestación de servicios	398	405	409	409	414	416	410	410
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	9	7	6	6	6	5	5	5
Con sucursal	6	5	4	4	4	3	3	3
En libre prestación de servicios	3	2	2	2	2	2	2	2

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

2 Datos revisados desde el cuarto trimestre de 2017.

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
RENDA FIJA								
Total	5.365.817,5	4.625.411,6	3.727.687,0	830.152,5	840.921,2	865.998,4	888.233,8	644.508,3
Sociedades de valores	3.774.816,4	3.171.599,2	2.347.959,0	470.314,6	588.965,3	604.086,9	629.121,5	463.909,0
Mercados organizados nacionales	1.909.130,4	1.350.483,4	836.831,1	149.376,2	173.689,7	196.847,5	230.333,3	222.782,1
Otros mercados nacionales	1.689.702,4	1.570.540,0	1.255.087,2	273.027,3	349.221,0	336.165,9	338.333,8	205.198,5
Mercados extranjeros	175.983,6	250.575,8	256.040,7	47.911,1	66.054,6	71.073,5	60.454,4	35.928,4
Agencias de valores	1.591.001,1	1.453.812,4	1.379.728,0	359.837,9	251.955,9	261.911,5	259.112,3	180.599,3
Mercados organizados nacionales	14.160,0	25.247,8	6.067,6	1.317,3	1.024,2	1.667,7	1.231,9	944,6
Otros mercados nacionales	1.402.106,3	1.222.925,7	1.175.387,4	317.566,3	208.188,7	206.815,7	206.672,4	148.974,5
Mercados extranjeros	174.734,8	205.638,9	198.273,0	40.954,3	42.743,0	53.428,1	51.208,0	30.680,2
RENDA VARIABLE								
Total	1.020.289,5	798.564,7	804.328,3	187.021,8	216.783,5	161.477,8	213.323,2	118.831,1
Sociedades de valores	914.649,2	636.727,0	660.312,8	143.388,5	158.155,7	149.934,8	204.926,8	114.083,1
Mercados organizados nacionales	855.883,2	583.283,9	610.682,8	133.659,1	145.357,3	135.402,8	173.871,0	105.785,0
Otros mercados nacionales	3.327,8	2.313,1	3.178,2	458,3	647,5	201,1	290,6	143,7
Mercados extranjeros	55.438,2	51.130,0	46.451,8	9.271,1	12.150,9	14.330,9	30.765,2	8.154,4
Agencias de valores	105.640,3	161.837,7	144.015,5	43.633,3	58.627,8	11.543,0	8.396,4	4.748,0
Mercados organizados nacionales	14.207,3	11.090,1	7.037,7	1.325,8	2.313,8	1.871,9	1.625,2	1.176,9
Otros mercados nacionales	13.769,0	8.902,9	12.052,0	3.424,4	4.831,0	463,0	319,2	217,1
Mercados extranjeros	77.664,0	141.844,7	124.925,8	38.883,1	51.483,0	9.208,1	6.452,0	3.354,0

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1, 2}

CUADRO 2.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
Total	12.104.474,3	10.985.305,6	10.708.583,9	2.301.768,2	3.145.938,1	2.812.720,9	2.659.541,6	2.257.783,7
Sociedades de valores	11.958.716,2	10.698.379,2	10.528.524,3	2.264.865,2	3.092.685,7	2.750.608,8	2.595.678,8	2.212.452,0
Mercados organizados nacionales	6.215.223,3	4.842.990,7	5.330.761,9	1.198.702,1	1.755.443,2	1.399.069,6	1.384.442,9	1.250.515,7
Mercados organizados extranjeros	5.386.722,4	5.204.785,7	4.676.156,7	963.880,9	1.161.762,4	1.178.164,9	1.036.058,2	863.611,6
Mercados no organizados	356.770,5	650.602,8	521.605,7	102.282,2	175.480,1	173.374,3	175.177,7	98.324,7
Agencias de valores	145.758,1	286.926,4	180.059,6	36.903,0	53.252,4	62.112,1	63.862,8	45.331,7
Mercados organizados nacionales	7.510,9	20.935,4	17.171,0	2.203,1	7.512,7	4.748,4	9.147,5	5.236,5
Mercados organizados extranjeros	27.846,8	59.427,1	48.043,8	10.086,7	19.445,7	30.026,3	27.491,9	21.002,9
Mercados no organizados	110.400,4	206.563,9	114.844,8	24.613,2	26.294,0	27.337,4	27.223,4	19.092,3

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

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	13.713	15.818	12.601	13.300	12.601	13.321	13.968	14.928
Sociedades de valores. Total	5.711	5.743	3.769	5.261	3.769	3.862	3.903	3.900
IIC ³	60	34	18	17	18	22	28	32
Otras ⁴	5.651	5.709	3.751	5.244	3.751	3.840	3.875	3.868
Agencias de valores. Total	5.681	6.512	8.831	8.039	8.831	9.459	10.065	11.028
IIC ³	95	90	89	90	89	90	93	91
Otras ⁴	5.586	6.422	8.742	7.949	8.742	9.369	9.972	10.937
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	2.321	3.563	1	-	1	-	-	-
IIC ³	1	1	1	-	1	-	-	-
Otras ⁴	2.320	3.562	0	-	0	-	-	-
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	9.201.678	13.298.318	36.923.861	37.889.931	36.923.861	5.589.254	6.029.150	5.554.205
Sociedades de valores. Total	5.406.804	5.534.052	33.958.038	35.042.579	33.958.038	2.597.455	2.793.817	2.417.154
IIC ³	1.546.293	890.371	344.474	346.820	344.474	486.772	641.621	834.096
Otras ⁴	3.860.511	4.643.682	33.613.564	34.695.759	33.613.564	2.110.683	2.152.195	1.583.058
Agencias de valores. Total	2.565.132	2.557.207	2.949.741	2.847.352	2.949.741	2.991.799	3.235.333	3.137.051
IIC ³	1.448.260	1.352.653	1.595.851	1.538.808	1.595.851	1.676.348	1.728.140	1.662.052
Otras ⁴	1.116.872	1.204.553	1.353.890	1.308.544	1.353.890	1.315.451	1.507.193	1.474.999
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1.229.742	5.207.059	16.082	-	16.082	-	-	-
IIC ³	15.729	15.916	16.082	-	16.082	-	-	-
Otras ⁴	1.214.013	5.191.143	0	-	0	-	-	-

1 Datos a final de periodo.

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

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

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

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

CUADRO 2.6

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAFI) ³	17.627	21.341	20.170	21.885	20.170	21.471	22.721	24.116
Sociedades de valores. Total ⁴	4.241	4.678	5.125	4.972	5.125	5.269	5.523	5.825
Clientes minoristas	4.217	4.669	5.108	4.958	5.108	5.251	5.497	5.795
Clientes profesionales	11	3	6	6	6	9	17	21
Agencias de valores. Total ⁴	11.456	14.358	15.045	16.913	15.045	16.202	17.198	18.291
Clientes minoristas	11.247	14.170	14.881	16.735	14.881	16.030	17.016	18.108
Clientes profesionales	176	154	132	141	132	125	134	134
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total ⁴	1.930	2.305	0	-	0	-	-	-
Clientes minoristas	1.928	2.303	0	-	0	-	-	-
Clientes profesionales	2	2	0	-	0	-	-	-
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁵ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAFI) ³	10.937	11.515	17.123	9.732	17.123	3.191	6.625	11.411
Sociedades de valores	2.930	2.547	5.551	2.586	5.551	1.099	2.352	4.945
Agencias de valores	7.636	8.614	11.572	7.146	11.572	2.092	4.273	6.466
Sociedades gestoras de cartera ³	371	354	0	-	0	-	-	-

1 Datos a final de periodo.

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

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

4 Los totales incluyen clientes minoristas, profesionales y otros clientes.

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

Miles de euros ¹	2015	2016	2017	2017	2018	II ²	III	IV ³
				IV	I ²			
I. Margen de intereses	55.570	53.930	58.545	58.545	8.665	46.031	50.418	71.411
II. Comisiones netas	422.542	373.552	400.884	400.884	77.836	151.557	224.194	249.587
Comisiones percibidas	614.705	538.586	547.776	547.776	109.553	213.150	314.030	349.701
Tramitación y ejecución de órdenes	322.857	245.700	217.667	217.667	48.289	92.739	125.574	140.034
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.556	5.955	17.553	17.553	1.015	2.029	7.732	9.959
Dépósito y anotación de valores	24.358	47.843	38.175	38.175	10.720	21.937	31.676	34.748
Gestión de carteras	22.541	23.738	50.467	50.467	3.930	7.765	10.298	11.374
Diseño y asesoramiento	13.575	14.648	16.402	16.402	3.370	7.716	12.663	13.939
Búsqueda y colocación de paquetes	1.497	2.155	1.500	1.500	10	211	275	278
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	73.889	75.505	81.225	81.225	14.588	28.185	42.614	46.789
Otras	144.432	123.042	124.789	124.789	27.632	52.569	83.198	92.579
Comisiones satisfechas	192.163	165.034	146.892	146.892	31.717	61.593	89.836	100.114
III. Resultado de inversiones financieras	215.861	104.292	40.996	40.996	9.004	16.138	23.262	23.541
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-128.200	-1.177	28.450	28.450	5.789	12.451	17.830	18.943
V. Margen bruto	565.773	530.597	528.875	528.875	101.294	226.177	315.704	363.482
VI. Resultado de explotación	186.771	169.499	180.204	180.204	21.793	62.998	71.194	91.459
VII. Resultado de actividades continuadas	141.291	140.521	156.379	156.379	20.153	60.661	73.535	92.937
VIII. Resultado neto del ejercicio	141.291	140.521	155.972	155.972	20.153	60.661	73.535	92.937

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

2 Datos revisados en diciembre de 2018.

3 Datos disponibles: octubre de 2018.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

Miles de euros ¹	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I ²	II ²	III
TOTAL								
Total	137.327	152.893	128.817	99.011	128.817	23.650	74.932	91.929
Activos monetarios y deuda pública	9.327	8.332	3.909	2.837	3.909	1.368	4.042	4.996
Otros valores de renta fija	24.795	35.415	31.391	25.586	31.391	7.009	9.231	13.858
Cartera interior	8.990	19.863	17.963	15.172	17.963	3.502	2.371	4.898
Cartera exterior	15.805	15.552	13.428	10.414	13.428	3.507	6.860	8.960
Renta variable	112.943	135.587	53.704	38.048	53.704	1.496	5.531	8.216
Cartera interior	18.141	14.010	11.530	9.203	11.530	1.452	5.105	7.504
Cartera exterior	94.802	121.577	42.174	28.845	42.174	44	426	712
Derivados	109.668	-52.325	-40.286	-30.322	-40.286	14	-159	-112
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-248	-471	-307	-292	-307	0	-20	-46
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.605	-1.030	84	399	84	599	1.223	2.732
Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.730	4.290	3.982	4.290	-531	194	73
Otros productos y cargas de explotación	14.344	28.555	24.160	17.197	24.160	6.320	12.257	17.757
Otras operaciones	7.438	28.560	51.872	41.576	51.872	7.375	42.633	44.455
MARGEN DE INTERESES								
Total	55.570	53.930	58.544	51.952	58.544	8.664	46.032	50.419
Activos monetarios y deuda pública	2.156	1.708	1.576	1.168	1.576	782	1.019	1.446
Otros valores de renta fija	2.731	1.742	1.285	965	1.285	293	655	946
Cartera interior	1.534	809	415	352	415	27	51	72
Cartera exterior	1.197	933	870	613	870	266	604	874
Renta variable	43.826	24.619	6.201	5.032	6.201	108	1.777	2.479
Cartera interior	3.622	3.298	3.041	2.047	3.041	44	1.291	1.956
Cartera exterior	40.204	21.321	3.160	2.985	3.160	64	486	523
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-248	-471	-307	-292	-307	0	-20	-46
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	1.605	-1.030	84	399	84	599	1.223	2.732
Otras operaciones	5.500	27.362	49.705	44.680	49.705	6.882	41.378	42.862
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	215.861	104.291	40.995	29.922	40.995	9.004	16.137	23.262
Activos monetarios y deuda pública	7.171	6.624	2.333	1.669	2.333	586	3.023	3.550
Otros valores de renta fija	22.064	33.673	30.106	24.621	30.106	6.716	8.576	12.912
Cartera interior	7.456	19.054	17.548	14.820	17.548	3.475	2.320	4.826
Cartera exterior	14.608	14.619	12.558	9.801	12.558	3.241	6.256	8.086
Renta variable	69.117	110.968	47.503	33.016	47.503	1.388	3.754	5.737
Cartera interior	14.519	10.712	8.489	7.156	8.489	1.408	3.814	5.548
Cartera exterior	54.598	100.256	39.014	25.860	39.014	-20	-60	189
Derivados	109.668	-52.325	-40.286	-30.322	-40.286	14	-159	-112
Otras operaciones	7.841	5.351	1.339	938	1.339	300	943	1.175
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	-134.104	-5.328	29.278	17.137	29.278	5.982	12.763	18.248
Diferencias de cambio netas	-142.545	-29.730	4.290	3.982	4.290	-531	194	73
Otros productos y cargas de explotación	14.344	28.555	24.160	17.197	24.160	6.320	12.257	17.757
Otras operaciones	-5.903	-4.153	828	-4.042	828	193	312	418

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

2 Datos revisados en diciembre de 2018.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros ¹	2015	2016	2017	2017	2018	II ²	III	IV ³
				IV	I ²			
I. Margen de intereses	884	903	3.127	3.127	83	1.076	1.278	1.300
II. Comisiones netas	113.904	108.111	120.194	120.194	26.669	57.465	87.192	97.374
Comisiones percibidas	135.320	129.682	142.323	142.323	31.525	68.417	102.975	115.006
Tramitación y ejecución de órdenes	31.845	24.181	20.459	20.459	5.195	10.415	14.486	16.593
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.829	3.193	3.427	3.427	333	849	949	1.108
Depósito y anotación de valores	521	603	924	924	179	424	633	705
Gestión de carteras	10.711	11.054	12.492	12.492	3.257	6.859	11.143	12.323
Diseño y asesoramiento	7.856	8.980	11.935	11.935	2.179	4.462	6.765	7.513
Búsqueda y colocación de paquetes	216	40	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	53.169	50.504	59.398	59.398	14.144	30.867	47.810	53.336
Otras	27.173	31.128	33.689	33.689	6.238	14.539	21.189	23.428
Comisiones satisfechas	21.416	21.571	22.129	22.129	4.856	10.952	15.783	17.632
III. Resultado de inversiones financieras	592	245	1.139	1.139	-69	-86	220	134
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.197	-1.030	-1.706	-1.706	-430	-775	-1.194	-1.148
V. Margen bruto	116.577	108.229	122.754	122.754	26.253	57.680	87.496	97.660
VI. Resultado de explotación	22.148	10.140	16.929	16.929	1.140	5.460	8.725	9.380
VII. Resultado de actividades continuadas	17.266	6.982	11.890	11.890	934	4.868	7.767	7.999
VIII. Resultado neto del ejercicio	17.266	6.982	11.890	11.890	934	4.868	7.767	7.999

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

2 Datos revisados en diciembre de 2018.

3 Datos disponibles: octubre de 2018.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera^{1,2}

CUADRO 2.10

Miles de euros	2013	2014	2015	2016	2017
I. Margen de intereses	667	574	399	83	23
II. Comisiones netas	9.362	11.104	8.526	6.617	1.543
Comisiones percibidas	18.603	15.411	13.064	6.617	1.543
Gestión de carteras	17.028	13.572	11.150	4.228	1.095
Diseño y asesoramiento	1.575	849	371	354	59
Otras	0	990	1.544	2.035	390
Comisiones satisfechas	9.241	4.307	4.538	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	9	-6	-28	-1	6
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-32	-237	-234	-126	-52
V. Margen bruto	10.006	11.435	8.663	6.573	1.520
VI. Resultado de explotación	3.554	5.860	3.331	3.172	623
VII. Resultado de actividades continuadas	2.472	4.135	2.335	2.222	439
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.472	4.135	2.335	2.222	439

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

2 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.

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	43,14	44,13	33,40	35,42	33,40	35,96	35,23	34,20
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.090.823	965.833	803.793	971.016	803.793	868.636	836.468	825.885
% exceso ⁴	439,29	451,60	317,54	342,77	317,54	349,54	340,35	327,47
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	16	15	18	19	18	23	18	20
> 100-≤ 300%	22	25	23	22	23	21	20	22
> 300-≤ 500%	12	13	14	15	14	14	18	18
> 500%	22	18	18	17	18	16	19	15
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	44,81	45,97	34,28	36,36	34,28	37,39	36,48	35,54
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.037.623	912.248	755.143	921.512	755.143	826.890	789.353	781.251
% exceso ⁴	44,81	474,60	328,55	354,45	328,55	367,34	356,01	344,26
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	6	8	8	7	8	10	7	9
> 100-≤ 300%	11	11	10	12	10	8	8	7
> 300-≤ 500%	7	9	8	8	8	7	9	10
> 500%	14	12	13	13	13	14	15	13
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	25,14	26,35	24,69	25,00	24,69	22,27	23,68	22,13
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.196	47.620	48.452	49.504	48.452	41.746	47.115	44.634
% exceso ⁴	25,14	229,33	208,66	212,44	208,66	178,35	195,97	176,67
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	10	7	10	12	10	13	11	11
> 100-≤ 300%	10	13	12	10	12	13	12	15
> 300-≤ 500%	5	4	6	7	6	7	9	8
> 500%	5	5	5	4	5	2	4	2
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	71,26	61,64	30,70	-	30,70	-	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	6.004	5.965	198	-	198	-	-	-
% exceso ⁴	791,04	670,22	282,86	-	282,86	-	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100%	0	0	0	-	0	-	-	-
> 100-≤ 300%	1	1	1	-	1	-	-	-
> 300-≤ 500%	0	0	0	-	0	-	-	-
> 500%	3	1	0	-	0	-	-	-

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
TOTAL²								
Media (%) ³	15,34	15,97	18,35	16,18	18,35	7,47	11,77	9,82
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	21	20	22	22	22	36	34	36
0-≤ 15%	23	31	28	32	28	19	22	23
> 15-≤ 45%	22	17	22	19	22	21	18	17
> 45-≤ 75%	5	6	4	9	4	5	4	6
> 75%	9	9	13	7	13	9	14	11
SOCIEDADES DE VALORES								
Media (%) ³	14,85	16,16	18,48	16,50	18,48	7,70	11,72	9,52
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	9	8	8	9	8	14	14	16
0-≤ 15%	14	20	17	17	17	13	12	13
> 15-≤ 45%	10	6	11	10	11	10	10	9
> 45-≤ 75%	4	2	1	3	1	3	2	1
> 75%	2	4	3	2	3	0	2	1
AGENCIAS DE VALORES								
Media (%) ³	21,52	11,53	16,92	12,13	16,92	4,94	12,32	13,39
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	12	12	14	13	14	22	20	20
0-≤ 15%	8	10	11	15	11	6	10	10
> 15-≤ 45%	11	11	10	9	10	11	8	8
> 45-≤ 75%	1	3	3	6	3	2	2	5
> 75%	7	5	10	5	10	9	12	10
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media (%) ³	24,49	46,29	20,65	-	20,65	-	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	0	0	-	0	-	-	-
0-≤ 15%	1	1	0	-	0	-	-	-
> 15-≤ 45%	1	0	1	-	1	-	-	-
> 45-≤ 75%	0	1	0	-	0	-	-	-
> 75%	0	0	0	-	0	-	-	-

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros	2013	2014	2015	2016	2017
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	17.630.081	21.284.942	25.084.882	30.174.877	30.790.535
Clientes minoristas	4.991.653	5.671.431	6.499.049	7.588.143	9.096.071
Clientes profesionales	3.947.782	4.808.250	5.108.032	5.654.358	6.482.283
Otros	8.690.646	10.805.261	13.477.801	16.932.376	15.212.181
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	33.272	48.460	57.231	52.534	65.802
Comisiones percibidas	33.066	47.641	56.227	51.687	65.191
Otros ingresos	206	819	1.004	847	611
PATRIMONIO NETO					
Total	21.498	24.808	25.021	24.119	32.803
Capital social	5.156	5.372	5.881	6.834	8.039
Reservas y remanentes	9.453	7.978	7.583	12.123	13.317
Resultado del ejercicio ³	6.890	11.458	11.481	7.511	11.361
Resto de fondos propios	-	-	76	-2.349	86

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

2 Datos al final del periodo.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ¹
				IV	I			
Total IIC de carácter financiero	5.180	5.035	4.564	4.564	4.516	4.444	4.420	4.411
Fondos de inversión	1.760	1.748	1.676	1.676	1.668	1.628	1.630	1.631
Sociedades de inversión	3.372	3.239	2.833	2.833	2.793	2.763	2.734	2.723
IIC de IIC de inversión libre	11	7	8	8	8	7	7	7
IIC de inversión libre	37	41	47	47	47	46	49	50
Total IIC inmobiliarias	9	9	7	7	7	7	7	7
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	6	4	4	4	4	4	4
Total IIC extranjeras comercializadas en España	880	941	1.013	1.013	1.009	1.022	1.031	1.024
Fondos extranjeros comercializados en España	425	441	455	455	450	446	445	431
Sociedades extranjeras comercializadas en España	455	500	558	558	559	576	586	593
SGIIC	96	101	109	109	113	116	117	119
Depositarias IIC	65	56	54	54	53	44	41	37

1 Datos disponibles: noviembre de 2018.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva¹

CUADRO 3.2

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ³
				IV	I ²			
Total IIC de carácter financiero	8.164.054	8.704.329	10.704.585	10.704.585	11.439.656	11.851.561	11.744.182	11.748.284
Fondos de inversión	7.680.124	8.248.249	10.283.312	10.283.312	11.019.934	11.431.573	11.327.950	11.341.875
Sociedades de inversión	483.930	456.080	421.273	421.273	419.722	419.988	416.232	406.409
Total IIC inmobiliarias	4.501	4.601	1.424	1.424	1.517	908	906	906
Fondos de inversión inmobiliaria	3.918	3.927	1.097	1.097	1.092	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	583	674	327	327	425	425	423	423
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{4, 5}	1.643.776	1.748.604	2.226.991	2.226.991	3.252.167	-	-	-
Fondos extranjeros comercializados en España	298.733	372.872	445.299	445.299	637.733	-	-	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.345.043	1.375.732	1.781.692	1.781.692	2.614.434	-	-	-

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 Datos de IIC extranjeras estimados con el 96,9% de las entidades obligadas.

3 Datos disponibles: octubre de 2018.

4 Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen datos de los ETF.

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

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

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I ¹	II	III	IV ²
Total IIC de carácter financiero	255.677,0	269.953,8	296.619,5	296.619,5	302.020,1	304.605,7	305.404,2	297.599,7
Fondos de inversión ³	222.144,6	237.862,2	265.194,8	265.194,8	271.264,3	273.774,0	274.645,4	268.116,1
Sociedades de inversión	33.532,4	32.091,6	31.424,7	31.424,7	30.755,8	30.831,7	30.758,8	29.483,6
Total IIC inmobiliarias	1.093,1	1.077,4	991,4	991,4	920,5	880,3	877,9	879,4
Fondos de inversión inmobiliaria	391,0	370,1	360,0	360,0	360,9	309,4	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	702,1	707,3	631,4	631,4	559,6	570,9	568,5	570,0
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{4,5}	108.091,6	114.990,2	150.420,6	150.420,6	160.841,0	-	-	-
Fondos extranjeros comercializados en España	15.305,1	21.337,5	26.133,9	26.133,9	27.779,0	-	-	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	92.786,5	93.652,8	124.286,7	124.286,7	133.062,0	-	-	-

1 Datos de IIC extranjeras estimados con el 96,9% de las entidades obligadas.

2 Datos disponibles: octubre de 2018.

3 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en septiembre de 2018, del orden de 6.949,3 millones de euros.

4 Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen datos de los ETF.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	222.144,6	237.862,2	265.194,8	258.466,2	265.194,8	271.264,3	273.774,0	274.645,4
Cartera de inversiones financieras	204.797,4	219.141,1	244.598,0	239.130,5	244.598,0	249.808,0	250.815,1	253.303,6
Cartera interior	93.833,6	95.799,1	83.032,1	83.884,6	83.032,1	83.206,6	78.221,9	75.622,0
Valores representativos de deuda	58.451,3	63.471,1	55.389,1	55.836,9	55.389,1	54.869,3	51.096,6	48.998,8
Instrumentos de patrimonio	8.757,5	8.529,9	10.911,7	10.429,3	10.911,7	12.192,4	12.419,1	12.330,6
Instituciones de inversión colectiva	5.698,5	6.249,5	7.625,9	7.534,8	7.625,9	7.907,1	7.666,1	7.982,1
Depósitos en EE. CC.	20.482,9	17.134,3	8.657,1	9.546,8	8.657,1	7.871,1	6.696,5	5.973,5
Derivados	433,7	405,7	441,4	529,2	441,4	359,7	337,8	331,8
Otros	9,7	8,5	6,8	7,4	6,8	7,1	5,9	5,3
Cartera exterior	110.957,0	123.336,0	161.556,6	155.236,4	161.556,6	166.594,4	172.586,0	177.674,3
Valores representativos de deuda	48.542,8	56.307,9	67.794,0	67.487,2	67.794,0	69.764,9	73.945,3	76.175,4
Instrumentos de patrimonio	18.654,1	20.035,3	27.081,8	25.958,6	27.081,8	28.031,5	29.236,3	30.409,3
Instituciones de inversión colectiva	43.365,7	46.435,1	66.099,9	61.155,5	66.099,9	68.426,1	68.981,4	70.839,7
Depósitos en EE. CC.	104,1	81,2	74,7	90,8	74,7	38,5	38,4	38,4
Derivados	285,6	474,3	504,7	542,6	504,7	332,1	383,3	210,0
Otros	4,8	2,3	1,4	1,7	1,4	1,4	1,3	1,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	6,8	6,1	9,3	9,5	9,3	7,1	7,2	7,3
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	16.594,5	18.392,6	19.988,5	18.910,6	19.988,5	21.265,2	22.157,5	20.668,7
Neto deudores/acreedores	752,7	328,5	608,3	425,1	608,3	191,1	801,4	673,1

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

CUADRO 3.5

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
Patrimonio	33.532,4	32.091,6	31.424,7	31.715,7	31.424,7	30.755,8	30.831,7	30.758,8
Cartera de inversiones financieras	30.035,2	28.127,7	28.804,9	28.745,3	28.804,9	28.072,2	27.989,2	27.919,3
Cartera interior	9.424,4	7.707,1	6.229,4	6.684,0	6.229,4	5.714,0	5.640,4	5.390,3
Valores representativos de deuda	3.663,3	2.395,4	1.653,8	1.842,5	1.653,8	1.275,2	1.334,2	1.237,0
Instrumentos de patrimonio	3.090,3	2.871,9	2.674,5	2.816,7	2.674,5	2.684,5	2.586,4	2.543,9
Instituciones de inversión colectiva	1.418,4	1.485,3	1.625,9	1.598,9	1.625,9	1.494,2	1.487,0	1.400,3
Depósitos en EE. CC.	1.226,3	925,3	236,2	390,8	236,2	218,2	192,3	170,4
Derivados	-7,4	-5,2	-0,6	-4,1	-0,6	-1,1	-1,3	-5,5
Otros	33,7	34,4	39,7	39,2	39,7	43,0	41,8	44,2
Cartera exterior	20.608,1	20.412,7	22.566,2	22.054,3	22.566,2	22.353,3	22.343,8	22.524,0
Valores representativos de deuda	4.472,0	4.263,3	4.396,6	4.471,0	4.396,6	4.215,2	4.367,0	4.298,8
Instrumentos de patrimonio	7.025,9	6.465,5	6.987,8	6.821,5	6.987,8	6.844,5	6.832,5	7.169,8
Instituciones de inversión colectiva	9.090,2	9.653,0	11.153,5	10.744,4	11.153,5	11.267,7	11.114,0	11.048,2
Depósitos en EE. CC.	6,2	6,7	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	8,3	15,7	19,3	3,7	19,3	15,0	16,8	-5,6
Otros	5,5	8,4	8,9	9,4	8,9	11,0	13,6	12,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	2,7	7,9	9,3	6,9	9,3	5,0	5,0	4,9
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Tesorería	3.211,3	3.791,7	2.421,7	2.719,2	2.421,7	2.500,1	2.521,4	2.576,1
Neto deudores/acreedores	285,8	172,2	197,5	250,6	197,5	182,9	320,5	262,9

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ³
				IV	I			
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.804	1.805	1.741	1.741	1.748	1.724	1.719	1.723
Renta fija ⁴	319	306	290	290	284	281	280	281
Renta fija mixta ⁵	132	148	155	155	154	161	166	166
Renta variable mixta ⁶	142	168	176	176	177	176	179	181
Renta variable euro	109	112	111	111	106	108	111	112
Renta variable internacional	200	201	211	211	224	229	229	232
Garantizado renta fija	186	122	79	79	76	69	67	66
Garantizado renta variable ⁷	205	198	188	188	186	175	167	167
Fondos globales	178	203	225	225	241	236	238	239
De gestión pasiva	213	220	202	202	201	187	181	179
Retorno absoluto	97	106	104	104	99	102	99	98
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	10.287.454	11.019.934	11.435.155	11.332.911	11.347.248
Renta fija ⁴	2.203.847	2.347.984	2.627.547	2.627.547	2.711.617	2.840.000	2.726.028	2.716.737
Renta fija mixta ⁵	1.130.190	1.043.798	1.197.523	1.197.523	1.239.848	1.252.577	1.245.007	1.227.928
Renta variable mixta ⁶	612.276	448.491	584.408	584.408	618.234	615.754	623.901	625.312
Renta variable euro	422.469	395.697	710.928	710.928	877.146	929.169	833.260	839.709
Renta variable internacional	1.041.517	1.172.287	1.865.367	1.865.367	2.071.665	2.186.454	2.237.176	2.262.649
Garantizado renta fija	423.409	307.771	190.075	190.075	184.036	175.776	166.125	165.855
Garantizado renta variable ⁷	417.843	552.445	527.533	527.533	519.396	505.574	499.529	502.992
Fondos globales	381.590	658.722	1.086.937	1.086.937	1.236.975	1.366.657	1.444.064	1.496.876
De gestión pasiva	554.698	746.233	638.966	638.966	601.927	554.981	552.612	556.263
Retorno absoluto	479.182	565.325	858.170	858.170	959.090	1.008.213	1.002.252	949.970
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	265.194,8	271.264,3	273.774,0	274.645,0	268.116,1
Renta fija ⁴	65.583,8	74.226,4	70.563,9	70.563,9	69.325,4	68.881,3	67.936,3	66.984,0
Renta fija mixta ⁵	44.791,8	40.065,6	43.407,0	43.407,0	43.766,1	43.979,4	43.640,9	42.319,7
Renta variable mixta ⁶	21.502,9	16.310,6	22.386,7	22.386,7	23.860,3	24.039,9	24.782,7	24.269,1
Renta variable euro	9.092,9	8.665,9	12.203,2	12.203,2	13.714,2	14.282,2	13.985,1	13.079,8
Renta variable internacional	17.143,2	17.678,8	24.064,6	24.064,6	24.808,0	26.484,3	27.648,1	26.752,2
Garantizado renta fija	12.375,6	8.679,8	5.456,7	5.456,7	5.311,3	4.982,8	4.779,7	4.790,3
Garantizado renta variable ⁷	9.966,6	15.475,7	15.417,5	15.417,5	15.203,6	14.664,1	14.294,3	14.331,2
Fondos globales	12.683,3	20.916,8	35.511,5	35.511,5	39.908,6	42.633,5	44.676,3	43.926,0
De gestión pasiva	17.731,1	23.601,6	19.477,8	19.477,8	18.097,7	16.686,8	16.580,5	16.518,2
Retorno absoluto	11.228,1	12.215,2	16.705,9	16.705,9	17.269,0	17.139,7	16.307,1	15.133,4

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

2 A partir de julio de 2015 los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

3 Datos disponibles: octubre de 2018.

4 Incluye: Renta fija euro, Renta fija internacional, Monetario y Monetario a corto plazo.

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

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

7 Incluye: Garantizados de rendimiento variable y Garantía parcial.

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

CUADRO 3.7

	2015	2016	2017	2017		2018		
				IV	I	II	III	IV ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	7.682.947	8.253.611	10.287.454	10.287.454	11.019.934	11.435.155	11.332.911	11.347.248
Personas físicas	7.494.162	8.059.916	10.080.255	10.080.255	10.804.999	11.218.135	11.120.683	11.135.151
Residentes	7.422.330	7.985.404	9.994.395	9.994.395	10.716.077	11.127.615	11.029.299	11.042.959
No residentes	71.832	74.512	85.860	85.860	88.922	90.520	91.384	92.192
Personas jurídicas	188.785	193.695	207.199	207.199	214.935	217.020	212.228	212.097
Entidades de crédito	532	497	515	515	506	635	642	648
Otros agentes residentes	187.395	192.381	205.804	205.804	213.531	215.461	210.704	210.566
Entidades no residentes	858	817	880	880	898	924	882	883
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	265.194,8	271.264,3	273.774,0	274.645,4	268.116,1
Personas físicas	181.868,0	195.567,5	218.429,6	218.429,6	223.612,2	226.346,6	227.261,9	222.253,9
Residentes	179.232,4	192.743,0	215.290,8	215.290,8	220.446,1	223.127,5	224.043,9	219.080,7
No residentes	2.635,6	2.824,5	3.138,8	3.138,8	3.166,1	3.219,0	3.218,0	3.173,2
Personas jurídicas	40.276,6	42.294,8	46.765,1	46.765,1	47.652,1	47.427,4	47.383,5	45.862,2
Entidades de crédito	483,0	374,3	342,2	342,2	369,7	346,2	450,5	446,9
Otros agentes residentes	39.071,0	41.212,4	45.518,8	45.518,8	46.318,5	46.033,0	45.887,6	44.405,3
Entidades no residentes	722,6	708,1	904,1	904,1	963,9	1.048,1	1.045,5	1.010,0

¹ Datos disponibles: octubre de 2018.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	159.036,2	113.274,7	151.586,4	26.147,6	46.229,8	48.437,9	34.408,7	23.005,0
Renta fija	66.789,7	53.163,3	59.088,5	10.458,6	18.942,1	18.772,2	15.737,5	8.699,0
Renta fija mixta	36.441,2	11.065,3	20.513,3	3.312,3	5.216,0	6.323,9	3.908,0	2.410,4
Renta variable mixta	13.771,0	4.250,6	10.452,2	1.669,3	2.932,9	4.351,9	2.295,2	2.037,0
Renta variable euro	6.719,9	3.716,3	9.452,9	1.421,0	4.184,1	2.908,8	1.731,3	1.215,5
Renta variable internacional	11.236,2	7.167,6	14.866,5	2.273,9	5.632,3	4.907,1	2.891,3	2.768,8
Garantizado renta fija	562,4	2.005,3	986,9	91,5	183,1	110,9	167,1	171,2
Garantizado renta variable	1.993,2	7.942,5	2.413,1	234,3	314,3	346,2	490,0	358,8
Fondos globales	9.636,1	8.914,5	21.571,9	3.612,7	6.060,3	7.502,4	5.118,3	4.014,5
De gestión pasiva	3.350,5	10.195,7	2.374,0	491,5	489,0	752,9	356,9	559,7
Retorno absoluto	8.363,0	4.853,2	9.867,1	2.582,5	2.275,8	2.461,5	1.713,1	770,1
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	135.569,6	99.492,3	130.248,0	22.689,0	40.584,7	39.524,8	32.389,8	22.161,3
Renta fija	72.141,1	45.549,5	62.087,2	10.392,2	18.873,1	19.828,2	15.838,0	9.449,9
Renta fija mixta	15.273,7	14.242,9	18.011,6	3.069,6	4.503,4	5.597,7	3.962,0	3.002,9
Renta variable mixta	5.617,2	7.280,8	4.942,6	859,1	1.442,6	2.483,3	1.749,7	1.298,8
Renta variable euro	6.251,0	4.259,2	6.908,0	774,7	3.641,1	1.051,1	1.475,6	1.340,1
Renta variable internacional	7.175,7	6.821,0	10.363,6	1.251,2	4.517,0	3.363,2	2.092,2	1.763,1
Garantizado renta fija	7.369,8	5.208,0	3.876,9	1.023,2	530,9	309,4	399,8	170,2
Garantizado renta variable	4.593,0	2.464,1	3.001,5	688,7	853,4	607,8	810,1	544,7
Fondos globales	3.830,8	5.334,6	8.587,6	1.970,9	2.421,5	2.667,2	2.414,6	2.268,8
De gestión pasiva	9.614,7	4.405,7	6.954,8	1.225,7	1.939,2	1.899,6	1.737,9	807,1
Retorno absoluto	3.551,6	3.906,8	5.488,2	1.433,6	1.836,6	1.717,2	1.909,9	1.515,7

¹ Datos estimados.

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.

**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	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	22.763,6	13.823,2	21.325,0	3.443,9	5.642,3	8.913,3	2.014,0	856,1
Renta fija	-4.816,1	8.243,5	-3.638,0	-880,7	265,0	-1.145,9	30,0	-887,2
Renta fija mixta	20.903,0	-4.750,8	2.890,5	731,0	686,6	731,3	448,9	-295,7
Renta variable mixta	8.227,3	-5.194,5	5.498,6	761,2	1.516,4	1.878,4	40,4	634,5
Renta variable euro	467,2	-538,0	2.549,7	691,1	495,1	1.768,8	257,4	-124,6
Renta variable internacional	4.110,2	-32,5	4.514,0	1.005,7	1.114,5	1.638,4	813,6	961,8
Garantizado renta fija	-8.093,5	-3.699,6	-3.262,6	-1.047,6	-388,7	-198,5	-262,9	-168,1
Garantizado renta variable	-2.396,4	5.465,9	-309,5	-349,3	-498,1	-268,5	-368,1	-245,6
Fondos globales	5.787,9	7.801,3	13.405,9	2.109,0	3.629,5	5.055,6	2.695,5	1.836,9
De gestión pasiva	-6.274,9	5.603,4	-4.585,0	-738,1	-1.450,3	-1.275,4	-1.447,8	-77,2
Retorno absoluto	4.802,6	943,5	4.287,3	1.161,6	298,3	729,0	-193,1	-794,1
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	680,1	1.909,9	6.022,6	1.449,2	1.086,6	-2.837,8	499,0	25,4
Renta fija	69,3	399,3	-24,1	53,0	1,9	-92,6	-474,0	-57,8
Renta fija mixta	-425,2	25,1	451,4	160,7	50,2	-370,6	-233,8	-40,9
Renta variable mixta	-294,8	2,2	577,8	162,0	115,9	-404,8	139,2	108,3
Renta variable euro	224,2	110,8	987,8	65,7	-45,0	-257,8	254,6	-172,4
Renta variable internacional	766,6	568,4	1.872,3	445,4	505,0	-894,8	863,3	202,1
Garantizado renta fija	52,1	3,9	39,4	17,8	17,1	53,2	-65,6	-35,0
Garantizado renta variable	166,6	43,1	251,3	75,7	5,8	54,6	-171,4	-124,2
Fondos globales	9,3	432,1	1.190,3	286,1	443,7	-657,9	249,0	206,3
De gestión pasiva	185,5	281,5	472,9	115,7	-44,3	-101,1	36,9	-21,4
Retorno absoluto	-72,7	43,7	203,4	67,1	36,2	-165,9	-99,1	-38,4

¹ 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.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,41	1,91	3,41	0,82	0,67	-0,82	0,43	0,25
Renta fija	0,85	1,24	0,59	0,23	0,16	0,00	-0,55	0,05
Renta fija mixta	0,14	1,26	2,22	0,66	0,40	-0,59	-0,26	0,16
Renta variable mixta	-0,12	1,45	4,36	1,15	0,88	-1,41	0,92	0,73
Renta variable euro	4,41	3,38	11,14	1,04	0,07	-1,56	2,24	-0,75
Renta variable internacional	6,80	5,55	10,80	2,54	2,64	-3,20	3,75	1,15
Garantizado renta fija	1,25	0,79	1,14	0,43	0,44	1,12	-1,19	-0,63
Garantizado renta variable	2,75	1,09	2,18	0,64	0,15	0,50	-1,02	-0,71
Fondos globales	1,25	3,95	5,39	1,23	1,64	-1,45	0,87	0,77
De gestión pasiva	1,65	2,11	2,81	0,70	-0,08	-0,39	0,37	0,02
Retorno absoluto	0,29	1,41	2,32	0,66	0,46	-0,76	-0,37	-0,02
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	1,00	0,95	0,91	0,23	0,23	0,21	0,22	0,22
Renta fija	0,66	0,58	0,54	0,14	0,13	0,11	0,11	0,12
Renta fija mixta	1,15	1,12	1,05	0,26	0,26	0,25	0,24	0,24
Renta variable mixta	1,41	1,40	1,34	0,34	0,33	0,31	0,32	0,32
Renta variable euro	1,76	1,75	1,71	0,42	0,42	0,37	0,37	0,37
Renta variable internacional	1,71	1,71	1,69	0,42	0,42	0,36	0,36	0,36
Garantizado renta fija	0,84	0,68	0,48	0,12	0,11	0,10	0,10	0,09
Garantizado renta variable	1,05	0,70	0,58	0,14	0,14	0,13	0,14	0,13
Fondos globales	1,06	1,26	1,07	0,26	0,27	0,25	0,25	0,25
De gestión pasiva	0,64	0,56	0,52	0,13	0,13	0,12	0,12	0,12
Retorno absoluto	0,99	0,96	0,91	0,22	0,23	0,20	0,20	0,20
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,08	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
Renta fija mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,11	0,11	0,10	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,12	0,12	0,11	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,12	0,12	0,10	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,08	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,07	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,08	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

¹ 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.

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

CUADRO 3.11

En %	2015	2016	2017	2017	2018			
				IV	I	II	III	IV ²
Total fondos de inversión	0,89	0,98	2,42	0,33	-1,04	0,23	0,02	-2,09
Renta fija	0,10	0,52	-0,13	-0,08	-0,26	-0,68	-0,09	-0,21
Renta fija mixta	0,16	0,27	1,10	0,12	-0,84	-0,53	-0,10	-1,32
Renta variable mixta	0,15	1,19	3,23	0,57	-1,69	0,62	0,43	-2,74
Renta variable euro	3,44	2,61	11,16	-0,23	-1,77	1,88	-1,29	-6,61
Renta variable internacional	7,84	4,15	8,75	1,27	-3,51	3,59	0,88	-5,77
Garantizado renta fija	0,27	-0,03	0,72	0,30	1,02	-1,30	-0,75	-0,20
Garantizado renta variable	1,07	0,19	1,61	0,03	0,35	-1,16	-0,86	-0,62
Fondos globales	2,45	1,99	4,46	1,31	-1,58	0,66	0,49	-2,77
De gestión pasiva	0,53	1,16	2,13	-0,20	-0,51	0,23	-0,15	-1,60
Retorno absoluto	0,12	0,38	1,44	0,23	-0,93	-0,57	-0,23	-1,61

¹ 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.

² Datos disponibles: octubre de 2018.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I	II	III ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.089	2.930	3.656	3.444	3.656	3.973	4.077	4.296
Patrimonio (millones de euros)	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.192,0	2.298,2	2.329,7	2.335,3	2.411,6
Suscripciones (millones de euros)	596,6	425,5	663,9	107,8	195,6	176,0	85,3	129,1
Reembolsos (millones de euros)	260,5	376,6	607,2	82,4	108,5	128,1	110,6	53,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	336,1	48,9	56,7	25,4	87,1	48,0	-25,3	76,0
Rendimientos netos (millones de euros)	56,3	75,5	149,4	26,6	19,0	-16,5	30,9	0,4
Rentabilidad (%)	4,83	4,32	7,84	1,03	0,80	-0,91	1,35	-0,18
Rendimientos de gestión (%) ²	6,17	4,68	9,51	1,85	1,31	-0,38	1,68	0,23
Gastos comisión de gestión (%) ²	2,34	2,25	2,59	0,56	0,47	0,85	0,38	0,20
Gastos de financiación (%) ²	0,51	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	1.265	1.237	3.596	3.534	3.596	3.605	2.797	2.802
Patrimonio (millones de euros)	319,8	293,7	468,7	472,0	468,7	470,0	469,0	470,8
Suscripciones (millones de euros)	8,3	0,0	205,4	144,4	12,0	3,4	0,5	-
Reembolsos (millones de euros)	54,9	28,1	22,1	0,0	14,3	0,4	0,2	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	-46,6	-28,1	183,4	144,4	-2,3	3,1	0,3	-
Rendimientos netos (millones de euros)	21,0	2,1	-8,3	0,6	-1,0	-1,8	-1,3	-
Rentabilidad (%)	6,16	0,90	-1,66	0,36	-0,13	-0,37	-0,27	0,10
Rendimientos de gestión (%) ³	6,61	-0,95	-0,24	0,51	0,43	0,08	0,18	-
Gastos comisión de gestión (%) ³	0,48	0,82	1,45	0,36	0,42	0,40	0,40	-
Gastos comisión de depósito (%) ³	0,04	0,06	0,06	0,01	0,02	0,01	0,02	-

1 Datos disponibles: agosto de 2018.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 3.13

	2015	2016	2017	2017	2018	II	III	IV ²
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS³								
Fondos de inversión	1.760	1.748	1.676	1.676	1.668	1.628	1.630	1.629
Sociedades de inversión	3.333	3.231	2.824	2.824	2.784	2.754	2.725	2.723
IIC de IIC de inversión libre	11	7	8	8	8	7	7	7
IIC de inversión libre	37	41	47	47	47	46	49	49
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	3	3	3	3	3	3
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	6	4	4	4	4	4	4
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	222.144,6	237.862,2	265.194,8	265.194,8	271.264,3	273.774,0	274.645,4	268.116,1
Sociedades de inversión	32.879,4	31.783,2	31.021,1	31.021,1	30.366,6	30.428,1	30.356,4	29.100,1
IIC de IIC de inversión libre ⁴	319,8	293,7	468,7	468,7	470,0	469,0	470,8	-
IIC de inversión libre ⁴	1.764,8	1.889,2	2.298,2	2.298,2	2.329,6	2.335,3	2.411,6	-
Fondos de inversión inmobiliaria	391,0	370,1	360,0	360,0	360,9	309,4	309,4	309,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	702,1	707,3	631,5	631,5	559,6	570,9	568,5	570,0

1 Hasta marzo de 2016, se considera gestionado por SGIIC el 100% del patrimonio de las SICAV cogestionadas por SGIIC y otras entidades distintas de SGIIC.

2 Datos disponibles: octubre de 2018.

3 Información de registro de IIC.

4 Datos disponibles para el tercer trimestre de 2018: agosto de 2018.

IIC extranjeras comercializadas en España^{1,2}

CUADRO 3.14

	2015	2016	2017	2017		2018		
				III	IV	I ³	II	III
VOLUMEN DE INVERSIÓN⁴ (millones de euros)								
Total	108.091,6	114.990,2	150.420,6	141.828,0	150.420,6	160.841,0	-	-
Fondos	15.305,1	21.337,5	26.133,9	27.108,5	26.133,9	27.779,0	-	-
Sociedades	92.786,5	93.652,8	124.286,7	114.719,5	124.286,7	133.062,0	-	-
N.º DE INVERSORES								
Total	1.643.776	1.748.604	2.226.991	2.196.847	2.226.991	3.252.167	-	-
Fondos	298.733	372.872	445.299	460.374	445.299	637.733	-	-
Sociedades	1.345.043	1.375.732	1.781.692	1.736.473	1.781.692	2.614.434	-	-
N.º DE INSTITUCIONES								
Total	880	941	1.013	998	1.013	1.009	1.022	1.031
Fondos	425	441	455	452	455	450	446	445
Sociedades	455	500	558	546	558	559	576	586
ESTADO DE ORIGEN								
Luxemburgo	362	391	429	424	429	425	437	444
Francia	282	286	292	289	292	288	276	270
Irlanda	143	160	184	173	184	187	196	200
Alemania	32	32	35	35	35	36	38	41
Reino Unido	31	32	33	33	33	33	30	31
Holanda	2	2	2	2	2	2	2	2
Austria	23	23	21	23	21	21	24	24
Bélgica	4	4	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	0	4	8	7	8	8	9	9
Liechtenstein	0	6	3	6	3	3	4	4

1 Hasta el IV trimestre de 2017 no se incluyen los datos de volumen de inversión y número de inversores de los ETF.

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

3 Datos de participes y volumen de inversión estimados con el 96,9% de las entidades obligadas.

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

	2015	2016	2017	2017	2018		III	IV ²
				IV	I	II		
FONDOS								
Número	3	3	3	3	3	2	2	2
Participes	3.918	3.927	1.097	1.097	1.092	483	483	483
Patrimonio (millones de euros)	391,0	370,1	360,0	360,0	360,9	309,4	309,4	309,4
Rentabilidad (%)	-6,66	-5,35	-2,60	-0,06	0,24	0,02	-0,01	0,00
SOCIEDADES								
Número	6	6	4	4	4	4	4	4
Accionistas	583	674	327	327	425	425	423	423
Patrimonio (millones de euros)	702,1	707,3	631,5	631,5	559,6	570,9	568,5	570,0

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

2 Datos disponibles: octubre de 2018.

