



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2020



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2020**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	91
	Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19	93
	María Isabel Cambón Murcia y Juan Ángel Gordillo Santos	
	Determinantes de la remuneración de los consejeros en España	123
	María Gutiérrez Urriaga y Maribel Sáez Lacave	
III	Anexo legislativo	181
IV	Anexo estadístico	189

Siglas y acrónimos

AA. PP.	Administraciones públicas
ABS	Bono de titulización de activos
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANC	Autoridad nacional competente
ANCV	Agencia Nacional de Codificación de Valores
APA	Agente de publicación autorizado
ASCRI	Asociación Española de Entidades de Capital, Crecimiento e Inversión
AV	Agencia de valores
BCE	Banco Central Europeo
BIS	Banco Internacional de Pagos
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTH	Bono de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones del Deuda del Estado
CC. AA.	Comunidades autónomas
CDS	Permuta financiera sobre riesgos de impagos de deuda
CE	Comisión Europea
CFA	Contrato financiero atípico
CFD	Contrato financiero por diferencias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSDR	Reglamento de Depósitos Centrales de Valores
DCV	Depositario central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos
EAF	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EBITDA	Beneficio bruto
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
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ETF	Fondo de inversión cotizado
FCR	Fondo de capital riesgo
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FIA	Fondo de inversión alternativo
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria

FIL	Fondo de inversión libre
FIN-NET	Red para la Resolución de Litigios Financieros
FINTECH	Tecnología financiera
FMI	Fondo Monetario Internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía de Inversiones
FRA	Acuerdo sobre tipo de interés futuro
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera
FTA	Fondo de titulización de activos
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
FTM	Folleto de tarifas máximas
HFT	Negociación de alta frecuencia
IAGC	Informe anual de gobierno corporativo
IARC	Informe anual de remuneraciones de consejeros
ICO	Ofertas iniciales de criptomonedas
IIC	Institución de inversión colectiva
IIMV	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
IPP	Información pública periódica
ISIN	Código internacional de valores
JERS	Junta Europea de Riesgo Sistémico
JUR	Junta Única de Resolución
LATIBEX	Mercado de Valores Latinoamericanos
LEI	Identificador de entidad jurídica
LIIC	Ley de Instituciones de Inversión Colectiva
LMV	Ley del Mercado de Valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MAD	Directiva de Abuso de Mercado
MAR	Reglamento de Abuso de Mercado
MARF	Mercado Alternativo de Renta Fija
MEDE	Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera
MEFF	Mercado Español de Opciones y Futuros Financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
MiFIR	Reglamento de Mercados de Instrumentos Financieros
MOU	Acuerdo de colaboración
MREL	Requisitos mínimos para recursos propios y pasivos admisibles
MTS	Sistema organizado para la negociación electrónica de deuda pública española
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
OIS	Permutas de tipos de interés a un día
OPA	Oferta pública de adquisición
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	<i>Over the Counter</i> / Extrabursátil
PER	Ratio precio beneficio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PIB	Producto interior bruto
PNB	Producto nacional bruto
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado
PUI	Préstamo de Última Instancia
PYME	Pequeña y mediana empresa
RAR	Rentabilidad ajustada al riesgo

RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
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
SCR	Sociedad de capital riesgo
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 carteras
SGEGR	Sociedad gestora de entidades 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
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SOC	Sistema organizado de contratación
SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
SPV/SFV	Vehículo de propósito especial
SREP	Proceso de revisión y evaluación supervisora
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas
SV	Sociedad de valores
TAE	Tasa anual equivalente
TER	Gastos operativos de un fondo
TIR	Tasa interna de retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	29
2.3	Perspectivas	38
3	La evolución de los mercados nacionales	44
3.1	Los mercados bursátiles	46
3.2	Los mercados de renta fija	60
4	Los agentes de los mercados	69
4.1	Vehículos de inversión	69
4.2	Prestación de servicios de inversión	78
4.3	Sociedades gestoras de IIC	85
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	87

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas	33
Recuadro 2:	Recomendaciones de la Junta Europea de Riesgo Sistémico en el contexto de la crisis del coronavirus	41
Recuadro 3:	Análisis del efecto de las restricciones a la operativa en corto sobre acciones españolas entre marzo y mayo de 2020	57

1 Resumen ejecutivo

- El entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional continúan siendo altamente complejos, pues no se atisba un descenso claro del número de contagios por COVID-19. De hecho, existe una segunda oleada en varios países y no hay un horizonte temporal específico para la puesta en marcha de la vacuna. Por tanto, nos encontramos en un escenario en el que se dan a conocer de forma casi continua nuevas medidas de aislamiento parcial en diferentes territorios, que añaden aún más incertidumbre a la existente en torno a la senda de recuperación económica.
- Tras la publicación del anterior boletín se han conocido los datos sobre el PIB del primer y segundo trimestre del año, que han puesto de manifiesto la severidad de esta crisis, con caídas históricas en todas las economías más importantes, no observadas desde la Segunda Guerra Mundial. Las caídas del segundo trimestre fueron superiores al 10 % en la mayoría de las economías e incluso del 20 % en las más afectadas, entre ellas, la española. A pesar de que los gobiernos, bancos centrales y otras instituciones han adoptado diferentes medidas que persiguen paliar y minimizar los efectos de la crisis, los pronósticos más relevantes apuntan a caídas del PIB cercanas al 6 % en el conjunto de las economías avanzadas este año y del 3,3 % en las economías emergentes, observándose, eso sí, una cierta heterogeneidad dentro de estos grupos.
- Los mercados financieros internacionales de renta variable, que habían experimentado caídas sustanciales de las cotizaciones durante el mes de marzo, en los momentos de mayor tensión de la crisis, se recuperaron de forma significativa en los trimestres posteriores¹. En Europa se observa una heterogeneidad elevada, pues el balance acumulado del año oscila entre la ligera caída del 0,2 % del índice alemán Dax 30 y el descenso del Ibex 35, próximo al 26 %. Este balance es mucho más favorable en el caso de los índices estadounidenses de referencia, que presentan incluso revalorizaciones en 2020 (del 25 % en el índice tecnológico Nasdaq). La evolución ascendente de la mayoría de las cotizaciones a lo largo de los dos últimos trimestres ha generado un cierto debate sobre el posible desajuste entre los mercados bursátiles y los fundamentos económicos.
- En los mercados internacionales de renta fija las rentabilidades de los activos de deuda a largo plazo, que se habían tensionado de forma significativa en marzo y abril, mostraron en los meses posteriores una clara tendencia descendente que los ha situado en niveles inferiores a los de principios de año. En el caso de la deuda pública a 10 años, las rentabilidades finalizaban el tercer trimestre en valores negativos o próximos a cero en la mayoría de las economías europeas. Las primas de riesgo tanto del sector público como del privado también tendieron a reducirse en los últimos meses, tras el fuerte repunte experimentado en abril, aunque en este caso los valores de cierre del trimestre aún eran superiores a las cifras de principios de año, especialmente en las compañías de menor calidad crediticia.

1 La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones puntuales.

- En el caso de la economía española, los últimos indicadores de actividad y de empleo ponen de manifiesto la severidad de la crisis, con una caída del PIB del 21,5 % en el segundo trimestre —la mayor de entre las economías europeas más importantes— y un descenso de 1.360.000 en el número de personas empleadas entre enero y junio. Las perspectivas para el conjunto de este año son desfavorables, pues se espera una caída del PIB superior al 12 %, estando los pronósticos sujetos a un grado de incertidumbre muy elevado. Esta incertidumbre, que ha hecho que numerosas instituciones ofrezcan previsiones para diferentes escenarios sin elegir ninguno de ellos como el más probable, está relacionada, entre otros elementos, con la duración de la pandemia, la efectividad de las medidas adoptadas y los cambios en los patrones de consumo y ahorro de los agentes. En este contexto, los retos más relevantes que afronta la economía española pasan por minimizar el número de personas desempleadas y asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- La crisis desencadenada por el COVID-19 dio lugar al aumento más intenso del indicador de estrés de los mercados financieros españoles en un periodo de pocas semanas. Ese indicador, que en la fecha de cierre del informe anterior (31 de marzo) se situaba en 0,56 —en la zona de estrés elevado— siguió aumentando en las semanas siguientes hasta alcanzar un nuevo tercer máximo histórico, cercano a 0,65 en mayo. Todos los segmentos experimentaron aumentos significativos de estrés, sobre todo en los indicadores relacionados con las caídas de precios y con las volatilidades, y mostraron, además, un incremento significativo del grado de correlación entre ellos. Los últimos registros del indicador lo sitúan por debajo de 0,50 —en zona de riesgo medio—, siendo el segmento de intermediarios financieros (bancos) el que muestra los valores más elevados.
- Los mercados de renta variable nacionales, que apenas se habían recuperado en el segundo trimestre de las fuertes pérdidas experimentadas en los primeros meses del año, presentaron nuevos retrocesos en el tercero. Estos retrocesos fueron intensificándose conforme aumentaban las incertidumbres a las que se enfrenta la economía española, acrecentadas por los potenciales efectos de una segunda ola de la pandemia. Así, el Ibex 35 cerró el trimestre con pérdidas del 7,1 %, lo que sitúa sus pérdidas anuales acumuladas en el 29,7 %, las mayores entre los grandes índices internacionales, en un contexto de normalización de los niveles de volatilidad y de liquidez, y de notables descensos de los volúmenes de contratación.
- En los mercados españoles de renta fija el descenso de los rendimientos de los activos observado en el segundo trimestre continuó en el tercero, situándose la mayoría de estos rendimientos —tanto de activos de deuda pública como de renta fija privada— en niveles inferiores a los de principios de año. Esta evolución tiene su origen en las compras de activos efectuadas por el Banco Central Europeo (BCE), que reducen las primas de riesgo de los activos de deuda. La disminución de los rendimientos de la deuda se ha extendido a todos los plazos, aunque es más intensa en los más largos, lo que favorece un aplanamiento de la curva de tipos de interés. Asimismo, las emisiones de deuda de los emisores españoles descendieron en el tercer trimestre en relación con el anterior, pero muestran un crecimiento significativo en lo que va de año (de un 16 %, hasta los 144.000 millones de euros, considerando las emisiones registradas en

la CNMV y las realizadas en el exterior) porque muchas compañías adelantaron sus emisiones al segundo trimestre de este año y aumentaron su importe, aprovechando las buenas condiciones del mercado para refinanciarse a plazos más largos y menor coste, todo ello con el fin de acumular suficientes recursos para afrontar la crisis actual.

- El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó un 5,6 % en el primer semestre del año, hasta situarse en 263.000 millones de euros, debido al efecto conjunto de los reembolsos netos producidos durante el mes de marzo (5.500 millones) tras el anuncio del confinamiento en España y por el descenso del valor de la cartera. Los reembolsos netos, que fueron atendidos con normalidad por parte de las gestoras, no se produjeron en todas las categorías de fondos, sino que se concentraron, sobre todo, en los de renta fija. Tras este periodo de turbulencias, las magnitudes más representativas del sector de la inversión colectiva han vuelto a mostrar una cierta expansión, si bien persiste cierta incertidumbre a medio plazo. En este contexto, la labor de la CNMV, tal y como se indicó en el último informe de esta serie, se centra, entre otros, en evaluar la exposición de los fondos a activos de menor liquidez y de mayor riesgo de crédito, así como en asegurar que las sociedades gestoras valoran correctamente los activos de la cartera. En este último sentido la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia en ciertos casos de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*, técnicas que han sido adoptadas por un importante número de entidades.
- Las empresas de servicios de inversión (ESI) experimentaron un crecimiento sustancial de los beneficios antes de impuestos en el primer semestre del año, que pasaron de 25 millones de euros en 2019 a 110 millones en 2020. Este avance, que se debe al comportamiento de las sociedades de valores (SV), se explica tanto por la incorporación de una entidad de gran tamaño en el contexto del *brexit* como por la mejora de los resultados de muchas compañías, especialmente por inversiones financieras y por comisiones netas. Los resultados de las agencias de valores (AV) se vieron afectados por el proceso de liquidación de una entidad con fuertes pérdidas, de manera que, exceptuando la información de esta última, el conjunto de AV habría mostrado beneficios, aunque inferiores a los de 2019. La mejora de los beneficios de las ESI fue compatible con el aumento del número de entidades en pérdidas, lo cual apoya la percepción que existe en torno a la polarización del sector. Finalmente, las condiciones de solvencia tanto de las SV como de las AV continuaron siendo satisfactorias en términos relativos.
- El presente informe contiene tres recuadros monográficos:
 - El primero describe las características más importantes de la reciente reforma parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas, realizada con el fin de que el marco de gobierno corporativo de las sociedades españolas esté alineado con los más altos estándares internacionales.
 - El segundo enumera las cinco áreas de trabajo prioritarias identificadas por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés), cuatro de las cuales han acabado siendo objeto de recomendaciones.

- Finalmente, el tercer recuadro resume un trabajo realizado por la CNMV para evaluar las consecuencias que la reciente prohibición sobre la constitución o el incremento de las posiciones cortas netas adoptada por la CNMV pudo tener en algunas variables clave representativas de las acciones de las compañías afectadas.

2 Entorno macrofinanciero

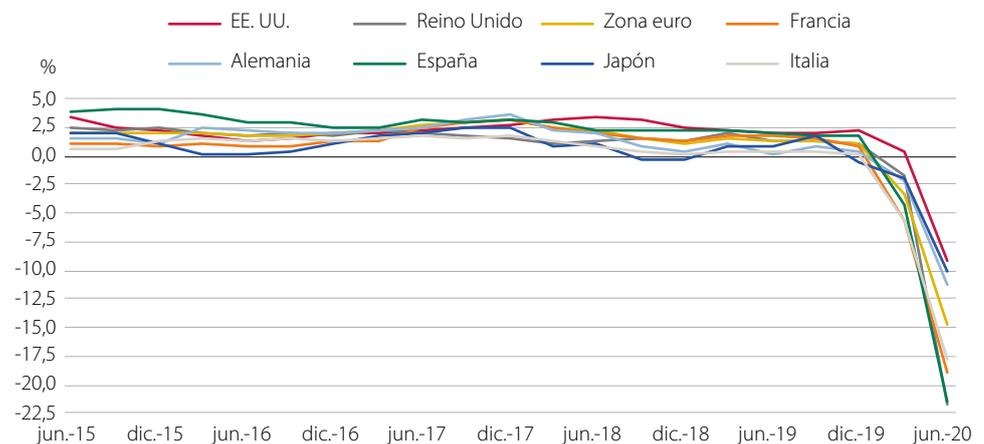
2.1 La evolución económica y financiera internacional

Las fuertes caídas del PIB del primer semestre del año, más intensas en los países europeos que en el resto de regiones, son una muestra del impacto económico que tiene la propagación del coronavirus.

Las fuertes caídas del PIB de las economías mundiales durante el primer semestre del año ponen de manifiesto el impacto económico que tiene la propagación del coronavirus. En este contexto de gran incertidumbre, la mayoría de países experimentaron desplomes en el crecimiento económico, que han sido más intensos en los europeos. El PIB de EE. UU., que fue de los pocos países en los que se observó un avance interanual en el primer trimestre del año (0,3 %), cayó en el segundo trimestre un 9,1 % con respecto al mismo periodo de 2019. Sin embargo, destacaron las caídas del crecimiento en la zona euro, pues en los mismos trimestres se observó una disminución del PIB del 3,2 % y el 14,7 % respectivamente. La paralización de la actividad durante los meses de confinamiento a raíz de la crisis sanitaria —medida que, en general, se fue adoptando durante la segunda mitad del primer trimestre del año— dio lugar a caídas del PIB sin precedentes en la mayoría de las economías, que fueron mucho más intensas en el segundo trimestre (véase gráfico 1).

PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Thomson Datastream.

Las caídas del PIB en el segundo trimestre del año fueron superiores al 10 % en las economías más importantes e, incluso, cercanas al 20 % en las más afectadas.

Así, en las economías de la zona euro las caídas del PIB en términos interanuales en el primer trimestre del año oscilaron entre el 0,4 % en Holanda y el 5,7 % en Francia, mientras que en el segundo trimestre se intensificaron de forma significativa hasta registros negativos históricos del 17,7 % en Italia, el 18,9 % en Francia y el 21,5 % en España (la disminución del PIB en Holanda y Alemania, aun siendo elevada —del 9,2 % y el 11,3 % respectivamente— fue menor que en las anteriores economías).

En el caso del Reino Unido, al impacto del coronavirus se añade la incertidumbre en torno al *brexit*, pues aún no se ha alcanzado ningún acuerdo de salida de la Unión Europea. Así, la caída interanual del PIB en el primer trimestre fue del 1,7 % y del 21,7 % en el segundo, y en Japón esta fue del 1,9 % y el 10,1 % respectivamente. Al comenzar la crisis sanitaria en China, el impacto en su PIB fue mayor en el primer trimestre, pero mostró una recuperación de su economía en el segundo (la caída interanual fue del 6,8 % y el 1,6 %², respectivamente, en estos trimestres).

Los bancos centrales de las economías más importantes han adoptado múltiples medidas durante los últimos meses para hacer frente a las consecuencias económicas de esta crisis. Estas medidas se han traducido en rebajas en los tipos de interés oficiales y en aumentos considerables de los importes de los programas de compra de activos, que, además, han ampliado la tipología de instrumentos susceptibles de ser adquiridos. Estas medidas se tomaron en su mayoría en marzo como respuesta a la propagación inicial del virus, aunque siguen vigentes actualmente. En el caso de la Reserva Federal, en su última reunión de septiembre mantuvo sus tipos oficiales en la horquilla del 0-0,25 % (después de 2 rebajas de tipos en marzo que los situaron en los niveles en los que estuvieron durante la crisis financiera, desde 2008 hasta 2015), indicando que no espera cambios en estos hasta que las condiciones del mercado estén alineadas con los objetivos de la autoridad monetaria de conseguir el máximo empleo y unos niveles de inflación superiores al 2 %. Estas manifestaciones se enmarcan en una nueva estrategia de política monetaria que flexibiliza el objetivo de inflación con el fin de potenciar el empleo³. Tras la reunión se publicaron las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto, que en su mayoría prevén mantener estos tipos oficiales hasta 2024, lo cual implica que previsiblemente los tipos de interés de EE. UU. seguirán estando cercanos a cero durante más de 3 años. Además de esto, el banco central anunció que aumentará sus tenencias de valores del Tesoro y de valores respaldados por hipotecas al menos al ritmo actual para mantener un funcionamiento fluido del mercado y respaldar el flujo de crédito a hogares y empresas.

De la misma forma, el BCE en su reunión de septiembre no realizó cambios en su política monetaria, sino que mantuvo los mismos niveles en los tipos de interés oficiales (de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 % respectivamente), así como el tamaño de sus programas de compra de activos⁴. Como novedad, el BCE anunció a finales de septiembre que a partir del 1 de enero de 2021 los bonos con

En septiembre la Reserva Federal mantuvo los tipos de interés oficiales en la horquilla del 0,00-0,25 %, tras dar a conocer las nuevas líneas de su estrategia de política monetaria.

El BCE también decidió mantener en el mismo nivel el tipo de interés oficial, así como el tamaño de sus programas de compra de activos.

2 La información sobre el crecimiento del PIB en la economía asiática se corresponde con cifras acumuladas en el año respecto al mismo periodo del ejercicio previo.

3 A finales de agosto la Reserva Federal anunció una nueva estrategia de política monetaria, en la que describió una actualización sólida de sus herramientas. La institución estadounidense establecerá unas metas de inflación en promedio, por lo que permitirá que la inflación suba moderadamente por encima del 2 % durante algún tiempo para compensar periodos en los que haya estado por debajo de ese umbral. Además, mantendrá una política acomodaticia para evitar que el empleo caiga por debajo de sus niveles máximos establecidos. Esta flexibilización de la política respecto a la inflación está motivada por la intención de la institución de potenciar el empleo.

4 El BCE continuará con sus compras en el marco del programa de compras de emergencia pandémica (PEPP, por sus siglas en inglés) hasta al menos finales de junio de 2021 y, en todo caso, hasta que finalice la fase de crisis del coronavirus (con una dotación de 1.350.000 millones de euros); también mantendrá las compras netas del programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés), a un ritmo mensual

cupones vinculados a determinados objetivos de sostenibilidad serán elegibles tanto como garantía para las operaciones de crédito del Eurosistema como para las compras simples con fines de política monetaria, siempre que cumplan con todos los demás criterios de elegibilidad⁵. Desde la autoridad monetaria se señala que la fortaleza de la recuperación está rodeada de mucha incertidumbre y depende directamente de la evolución de la pandemia, y se defiende el mantenimiento de las medidas adoptadas desde marzo por haber contribuido a la recuperación de la economía de la zona euro y a la estabilidad de precios a medio plazo⁶. No obstante, el Consejo de Gobierno señala que está preparado para ajustar sus instrumentos de ser necesario para que la inflación avance hacia su objetivo del 2 %.

El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,1 %, aunque admitió estar estudiando los efectos de implantar tipos negativos.

El Banco de Inglaterra también mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,1 % tras las rebajas de tipos que llevó a cabo en marzo. Además no introdujo cambios en su programa de compra de activos, con un importe de 745.000 millones de libras. Lo más novedoso en cuanto a los futuros pasos de la institución es el hecho de que el banco central reconoció haber valorado las medidas y los efectos de implementar tipos de interés negativos en caso de ser necesario.

Finalmente, el Banco de Japón tampoco modificó el tipo de interés oficial, que es el mismo desde principios de 2016.

Finalmente, en su última reunión, el Banco de Japón anunció que mantendrá sin cambios su política monetaria, sin alterar el tipo de interés oficial situado en el -0,10 desde principios de 2016 ni modificar los programas de compra de activos por considerar que, por el momento, no son necesarios más estímulos para hacer frente a los efectos de la crisis sanitaria. La institución comunicó que, pese a que la economía japonesa sigue en un estado grave, ha comenzado a recuperarse gradualmente a medida que mejora la actividad empresarial.

La evolución de los tipos durante los tres primeros trimestres de 2020 siguió una senda bajista en las principales economías, destacando las caídas del segundo trimestre y, sobre todo, en EE. UU. y el Reino Unido.

Las diferencias entre los tipos de interés a corto plazo de las diferentes economías avanzadas se redujeron a lo largo del año a raíz de las medidas de política monetaria adoptadas en estas regiones como respuesta a la crisis provocada por el coronavirus. Así, la evolución de los tipos durante los tres primeros trimestres de 2020 siguió una senda bajista en las principales economías, sobre todo en EE. UU. y el Reino Unido, a pesar de que en los momentos iniciales de la crisis se tensionaron con cierta intensidad. En EE. UU., donde las rebajas de los tipos oficiales han sido más cuantiosas, se registró una caída acumulada de los tipos de interés a 3 meses de 168 p.b. con respecto a principios de año, siendo más intensa en el segundo trimestre (de 115 p.b. con respecto al primero) y más leve en el tercero (de 8 p.b.). Estos tipos de interés finalizaron septiembre en el 0,23 %. De la misma forma, en el Reino Unido los tipos a corto plazo disminuyeron 73 p.b. a lo largo del ejercicio, hasta el 0,07 % a finales

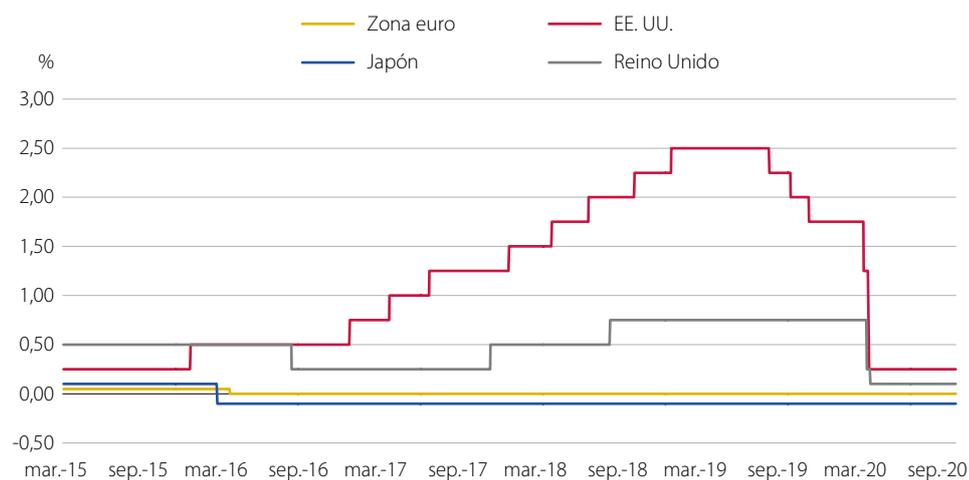
de 20.000 millones de euros, junto con las compras adicionales de activos por 120.000 millones de euros con carácter temporal hasta final de año.

- 5 En todo caso los cupones deben estar vinculados a objetivos de rendimiento que se refieran a alguno de los objetivos medioambientales establecidos en el Reglamento de taxonomía de la Unión Europea o a alguno de los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas relacionados con el cambio climático o la degradación ambiental.
- 6 Otra de las medidas tomadas a finales de abril y que se extenderá hasta septiembre de 2021 es la exención de determinados requisitos de calidad crediticia exigidos a activos negociables. El BCE acepta que las entidades de crédito utilicen como garantía en sus operaciones de liquidez *bonos basura* o *high yield* si hasta el 7 de abril estos cumplían los requisitos de calidad exigidos (al menos BBB-), en caso de que su calificación actual haya sido rebajada por alguna de las agencias de calificación crediticia a raíz de la crisis y siempre que dicha nueva calificación se mantenga por encima de un nivel determinado.

de septiembre, y mostraron una caída más intensa durante el segundo trimestre (de 45 p.b.). Mientras, en la zona euro, aunque los tipos de interés a 3 meses también acumulan descensos en el año (11 p.b.), estos fueron menos intensos que en el caso anterior, al partir de un nivel más reducido en los tipos y no haberse producido cambios en el tipo de interés oficial. En Japón, los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron más estables que en el resto de economías, con una caída acumulada en el año de 6 p.b.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

La evolución de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo fue relativamente homogénea en el tercer trimestre del año, con ligeras disminuciones en la mayoría de los países avanzados como consecuencia del deterioro de la actividad económica mundial. En general, estas caídas de la rentabilidad de los bonos soberanos se han observado a lo largo de todos los trimestres en la mayoría de países, pues los periodos de descenso en las rentabilidades han permitido compensar los momentos de tensionamiento que se produjeron en marzo y abril en los mercados de deuda. Únicamente cabe exceptuar de esta tendencia a los países europeos periféricos en el primer trimestre, en los que este tensionamiento fue de mayor intensidad.

En los países de la zona euro el descenso de las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años en el tercer trimestre osciló entre los 8 p.b. del bono alemán y los 46 p.b. del bono italiano (22 p.b. el español). En el acumulado del año la disminución oscila entre los 18 p.b. del bono portugués y los 56 p.b. del italiano (22 p.b. en el caso español). Por tanto, los niveles de las rentabilidades de la deuda siguen siendo muy bajos, hallándose en territorio negativo a finales de septiembre el rendimiento de la deuda pública a 10 años en Alemania, Francia, Finlandia, Bélgica, Austria, Holanda e Irlanda; cerca de cero en España y Portugal, y próxima al 1 % en Italia y Grecia. La disminución de la rentabilidad del bono soberano en EE. UU. y en el Reino Unido fue más intensa, de 123 p.b. con respecto a diciembre de 2019 en el primer caso, hasta situarse en el 0,68 %, y de 59 p.b. en el segundo, hasta el 0,23 % (véase gráfico 3).

Las rentabilidades de los bonos soberanos disminuyeron ligeramente respecto al trimestre anterior en las economías de la zona euro, mientras que en EE. UU. y el Reino Unido experimentaron un ligero avance...

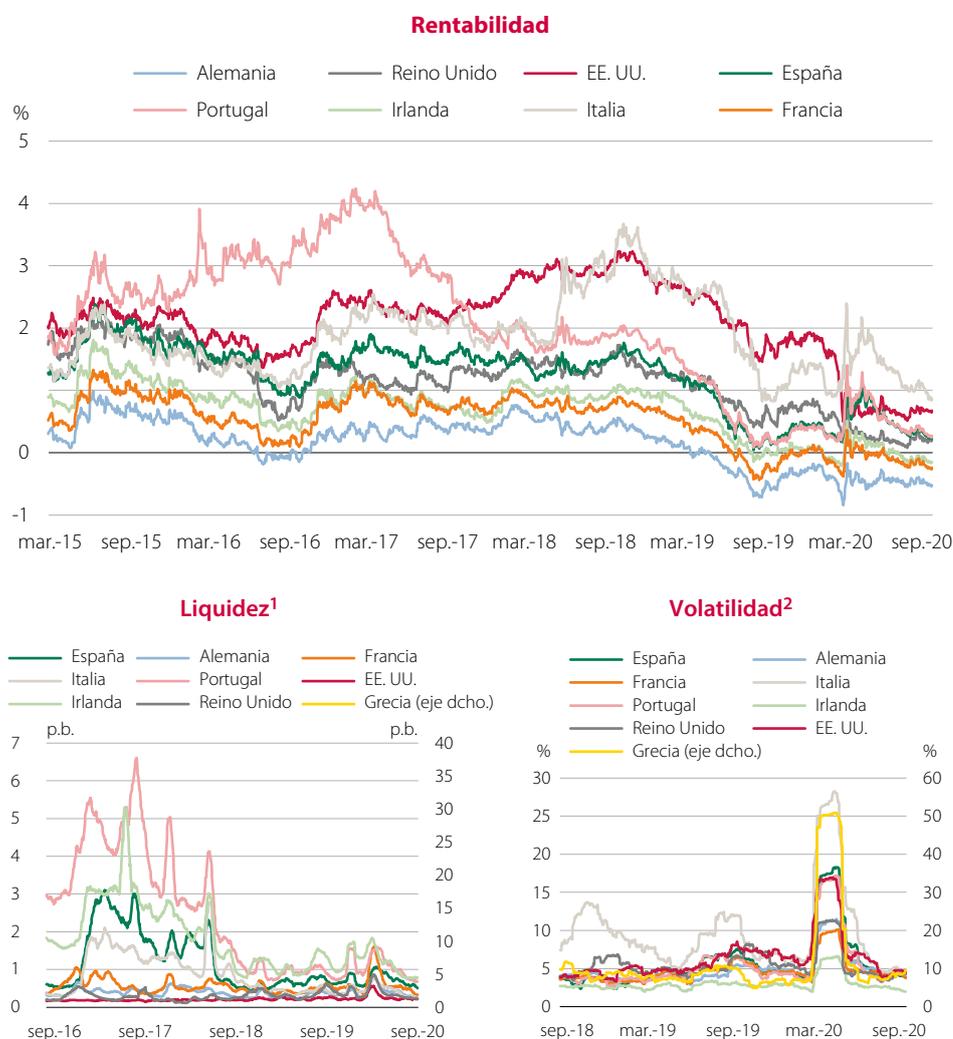
... que en ningún caso evita que el balance anual de los rendimientos de la deuda a largo plazo sea descendente, situándose en muchos casos en nuevos mínimos históricos.

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

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas disminuyeron ligeramente a lo largo del tercer trimestre tras los fuertes incrementos experimentados en los primeros meses del año por la expansión del coronavirus. Las mayores caídas se registraron en los países periféricos de la zona euro, en los que con anterioridad se habían observado los mayores repuntes al haberse visto inicialmente más afectados por la pandemia. La disminución de la prima de riesgo de crédito soberano fue de 16 p.b. en Portugal, 24 p.b. en España y 36 p.b. en Italia. Sin embargo, en términos generales, el balance acumulado en el ejercicio en la mayoría de las regiones es alcista, pues el descenso de las primas de riesgo en los últimos meses no ha sido suficiente para retornar a los niveles registrados antes de la crisis (véase gráfico 4). Así, los incrementos en los países periféricos de la zona euro oscilan entre los 12 p.b. en Portugal y los 33 p.b. en Grecia (en España aumentó 15 p.b., hasta los 56 p.b.), siendo más leves en países como Alemania o EE. UU. (3 p.b. y 5 p.b. respectivamente).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3

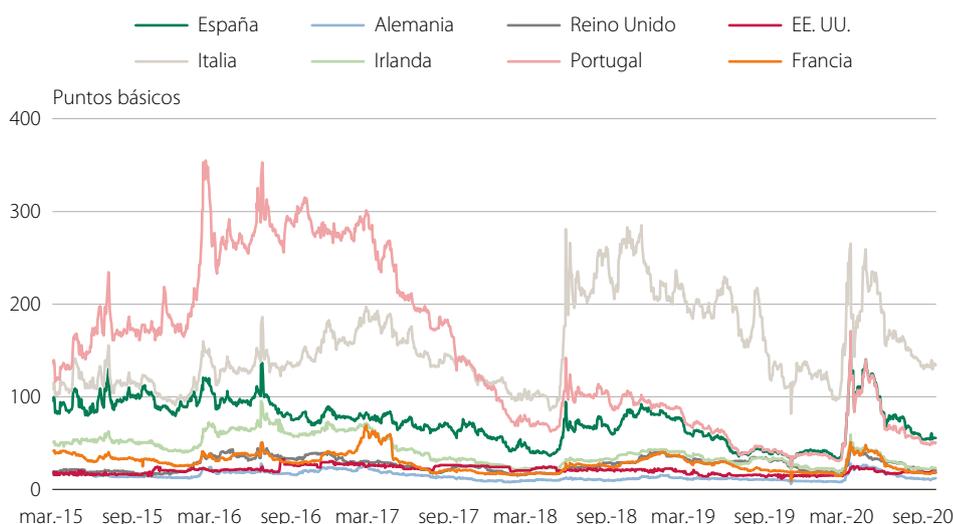


Fuente: Bloomberg, Thomson Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

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

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

GRÁFICO 4



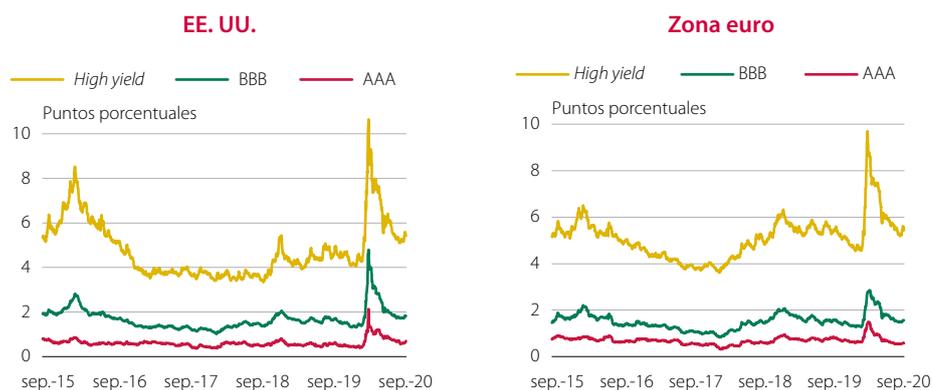
Fuente: Thomson Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

En los mercados de renta fija privada las primas de riesgo de crédito de las economías avanzadas muestran una tendencia similar a la de la deuda pública a lo largo de 2020, pues experimentaron un repunte considerable en los primeros momentos de la crisis en el primer trimestre —sobre todo en el segmento de deuda de menor calidad (*high yield*)— y descendieron en los dos trimestres posteriores. El descenso de las primas de riesgo en el tercer trimestre fue más intenso en EE. UU. en relación con la zona euro. En la economía estadounidense se observó una disminución de 90 p.b., hasta los 543 p.b., en el tramo *high yield*, mientras que en los tramos BBB y AAA fue de 25 y 17 p.b., hasta los 182 p.b. y los 70 p.b., respectivamente. En la zona euro, los descensos de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fueron de 62 p.b. en el tramo de peor calidad crediticia, de 27 p.b. en el tramo BBB y de 16 p.b. en los activos de mejor calidad crediticia (hasta los 544 p.b., 156 p.b. y 56 p.b. respectivamente a finales de septiembre). No obstante, los aumentos iniciales fueron más intensos que las caídas posteriores, por lo que, al igual que en la deuda soberana, en el conjunto del ejercicio las primas de riesgo de crédito acumulan incrementos en la mayoría de los segmentos de deuda (exceptuando los activos de mejor calidad crediticia en la zona euro). Estos aumentos son más intensos en la deuda *high yield* de EE. UU. (130 p.b. frente a 70 p.b. en la zona euro).

... al igual que lo hicieron las primas de riesgo de crédito en todos los segmentos de bonos, con más intensidad en EE. UU. Sin embargo, en ambos tipos de deuda el balance acumulado del año es alcista.

**Primas de riesgo de la deuda privada.
Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años¹**

GRÁFICO 5



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

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

Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados internacionales durante el segundo semestre del año registraron un aumento del 11,5 % en términos interanuales, con diferentes tendencias entre sectores.

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el segundo semestre del año (datos del tercer trimestre semestralizados) registraron un aumento del 11,5 % con respecto al segundo semestre de 2019, situándose en 6,6 billones de dólares. Se observaron aumentos del importe de las emisiones en el sector privado no financiero (25,3 %) y en el sector público (15 %), mientras que en el sector privado financiero se registró una caída del 12,3 %. Por regiones, destaca la disminución del 61,6 % de las emisiones en Japón, lastrada por las emisiones soberanas en este país.

Las emisiones brutas soberanas avanzaron un 15 % con repuntes en EE. UU. y Europa y una fuerte caída en Japón.

Las emisiones brutas soberanas aumentaron hasta los 4,4 billones de dólares (15 % con respecto al segundo semestre de 2019), con tendencias distintas entre las regiones. Así, en EE. UU. y en Europa se observan avances del 46,4 % y el 33,9 % respectivamente con respecto al mismo periodo del pasado ejercicio. En cambio, en Japón las emisiones brutas soberanas cayeron drásticamente, hasta los 91.000 millones de dólares (un 83,2 % menos).

La tendencia en el sector privado fue heterogénea entre subsectores, con incrementos en el sector no financiero y retrocesos en el financiero.

En relación con las emisiones de deuda efectuadas por los sectores privados, la tendencia fue heterogénea entre subsectores, con incrementos en aquellas realizadas por el sector no financiero y disminuciones en las del sector financiero. El avance de las emisiones de deuda efectuadas en el ámbito no financiero, cuyo importe agregado semestral fue de 1,2 billones de dólares, estuvo determinado por el dinamismo observado en EE. UU. y Japón (con repuntes del 44,4 % y el 36,9 % respectivamente). El balance de estas emisiones en el conjunto del año es claramente alcista, pues en el primer semestre también se observó un crecimiento significativo de las emisiones (incluso en Europa) en momentos en que las compañías aprovechan los bajos tipos en el mercado para aumentar sus emisiones en previsión de necesidades futuras y de alargar los plazos de su deuda. En el caso de las entidades financieras, las emisiones brutas de deuda pasaron desde 1,1 billones de dólares en el segundo semestre de 2019 hasta 950.000 millones en 2020 (un 12,9 % menos); con los retrocesos más notables en EE. UU. y Europa (un 16,1 % y un 25 % menos respectivamente). Cabe señalar que las entidades financieras cuentan con fuentes alternativas de financiación, entre las que destaca la que se obtiene de los bancos centrales.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del segundo semestre de 2020 son hasta el 30 de septiembre, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

En los mercados de renta variable, los índices más relevantes tuvieron comportamientos heterogéneos durante el tercer trimestre. Los estadounidenses y japoneses y el alemán mostraron incrementos durante el tercer trimestre del año, que fueron, no obstante, inferiores a los registrados en el segundo trimestre, cuando se recuperaron con intensidad del fuerte descenso registrado en marzo y reflejaron la leve mejora de las expectativas derivadas del levantamiento progresivo de las medidas de aislamiento. Por el contrario, el resto de los índices europeos no se revalorizaron en el tercer trimestre, destacando las caídas del británico FTSE 100 y del español Ibex 35 (véase cuadro 1).

El comportamiento de las bolsas durante el tercer trimestre fue heterogéneo entre regiones e incluso dentro de ellas, con avances en los índices estadounidenses y japoneses...

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 1

%

	2016	2017	2018	2019	I 20	II 20	III 20	% s/ dic.-19
Mundo								
MSCI World	5,3	20,1	-10,4	25,2	-21,4	18,8	7,5	0,4
Zona euro								
Eurostoxx 50	0,7	6,5	-14,3	24,8	-25,6	16,0	-1,3	-14,7
Euronext 100	3,0	10,6	-11,2	24,9	-25,0	13,8	-1,8	-16,2
Dax 30	6,9	12,5	-18,3	25,5	-25,0	23,9	3,7	-3,7
Cac 40	4,9	9,3	-11,0	26,4	-26,5	12,3	-2,7	-19,6
Mib 30	-10,2	13,6	-16,1	28,3	-27,5	13,6	-1,9	-19,1
Ibex 35	-2,0	7,4	-15,0	11,8	-28,9	6,6	-7,1	-29,7
Reino Unido								
FTSE 100	14,4	7,6	-12,5	12,1	-24,8	8,8	-4,9	-22,2
EE. UU.								
Dow Jones	13,4	25,1	-5,6	22,3	-23,2	17,8	7,6	-2,7
S&P 500	9,5	19,4	-6,2	28,9	-20,0	20,0	8,5	4,1
Nasdaq-Composite	7,5	28,2	-3,9	35,2	-14,2	30,6	11,0	24,5
Japón								
Nikkei 225	0,4	19,1	-12,1	18,2	-20,0	17,8	4,0	-2,0
Topix	-1,9	19,7	-17,8	15,2	-18,5	11,1	4,3	-5,6

Fuente: Thomson Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 30 de septiembre.

... y descensos en los índices europeos, con la excepción del alemán Dax 30, que se desmarca del resto con avances cercanos al 4 %.

El análisis por regiones revela que los índices bursátiles estadounidenses presentaron los avances más significativos en el tercer trimestre del año, destacando el del tecnológico Nasdaq, de un 11,0 %, seguido por el del S&P 500, del 8,5 %, y del Dow Jones, del 7,6 %. Los dos primeros índices muestran, de hecho, una revalorización acumulada significativa en lo que va de año, sobre todo el Nasdaq (24,5 %). La mayoría de las bolsas europeas registraron caídas que oscilaron entre el 1,9 % del Mib 30 y el 7,1 % del Ibex 35, y muestran un balance acumulado del año negativo, que en el caso español es del 29,7 %, el mayor de Europa. Como excepción entre las bolsas europeas, cabe destacar la evolución de las cotizaciones del alemán Dax 30, que avanzó un 3,7 % durante el trimestre y registra la menor pérdida de valor en 2020 (-3,7 %). El índice británico FTSE 100 disminuyó un 4,9 % en el tercer trimestre del año y un 22,2 % desde diciembre de 2019. Los índices de las bolsas japonesas avanzaron en torno al 4,0 %, aunque no lograron compensar las pérdidas de los meses anteriores, por lo que el balance anual es negativo, más intenso en el índice Topix (5,6 %).

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre.

Los mercados bursátiles emergentes tuvieron, en general, un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre de 2020, que se reflejó en un incremento del 7,5 % del índice MSCI de renta variable emergente con respecto a finales de junio. Como en las bolsas de las economías avanzadas, estos avances —menos intensos que los del segundo trimestre— no pudieron compensar las pérdidas de la

primera parte del año, de manera que el balance acumulado del ejercicio es negativo salvo excepciones puntuales. Este es el caso de China, donde se registraron los primeros casos del virus y, por tanto, la reanudación de actividades después del aislamiento fue anterior a la del resto de las economías. Los repuntes en las cotizaciones en los mercados de renta variable de esta economía en el segundo y tercer trimestre (8,5 % y 7,8 % respectivamente) lograron compensar la caída inicial (-9,8 %). Los demás índices asiáticos se revalorizaron en el tercer trimestre (exceptuando los de Indonesia, Hong Kong, Singapur, Tailandia y Filipinas, que retrocedieron entre un 0,7 % y un 7,6 %), destacando los repuntes en Corea del Sur, Taiwán e India (10,4 %, 7,7 % y 9,4 %, respectivamente). Por su parte, entre los índices latinoamericanos, destacó la revalorización del argentino Merval (del 6,7 % en el tercer trimestre y del 58,7 % en el segundo) aunque la tendencia acumulada en el año es negativa (-1,0 %). En Europa del Este, la evolución en el tercer trimestre fue negativa, con caídas en las cotizaciones en la mayoría de los países (destacando la observada en Hungría del 8,7 %).

Los aumentos de los precios de las acciones durante los últimos meses se producen en un contexto marcado por una recesión a escala mundial sin precedentes desde la Segunda Guerra Mundial, por el desarrollo de una segunda oleada de contagios del coronavirus con diferente intensidad entre países (y, por tanto, con la adopción de medidas de confinamiento parciales) y por la existencia de varias fuentes de incertidumbre muy importantes relacionadas, por ejemplo, con el *brexit* y el acuerdo comercial entre EE. UU. y China. Todos estos elementos cuestionan la fortaleza de las revalorizaciones en algunas plazas, en lo que algunos analistas identifican como desajuste (*decoupling*) entre los fundamentos económicos y las cotizaciones bursátiles. Esta percepción es más intensa en aquellas economías en las que las bolsas acumulan revalorizaciones en el año y, al mismo tiempo, tienen expectativas de caídas del PIB próximas al 10 % para este ejercicio.

Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes, que experimentaron fuertes repuntes durante los primeros meses del año, se redujeron a partir de abril y, en general, tuvieron un comportamiento más estable en el tercer trimestre de 2020 con ligeros incrementos en septiembre (véase panel derecho del gráfico 7). El elevado grado de incertidumbre presente en este contexto hace que los niveles de volatilidad, aun habiendo mostrado un descenso significativo en los últimos meses, se mantengan en promedio en torno al 25 %, por encima de los valores precrisis (cerca de 15 % en la mayoría de los índices).

En ocasiones se plantea el posible desajuste entre la evolución de las cotizaciones y de la economía real.

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes se redujeron a partir de abril y tuvieron un comportamiento más estable en el tercer trimestre del año.



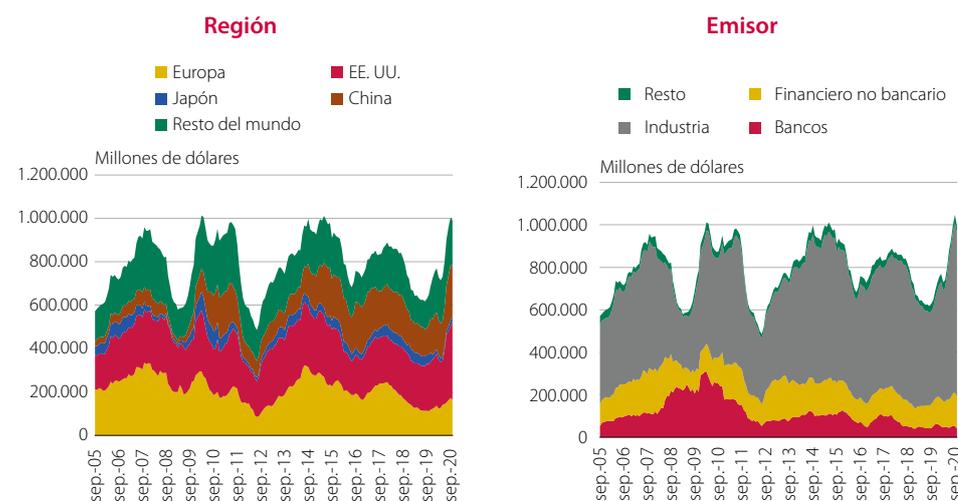
Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

El volumen de emisiones de renta variable aumentó significativamente en el tercer trimestre de 2020, con incrementos destacados en la mayoría de regiones y sectores, salvo el bancario.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales aumentaron significativamente durante el tercer trimestre de 2020, situándose en 334.000 millones de dólares, cerca del doble del importe registrado hace un año. De igual forma, las emisiones realizadas en los últimos 12 meses se situaron en 917.415 millones de dólares (muy por encima de los 628.394 millones alcanzados en el mismo periodo de 2019). Hasta septiembre se observaron avances en todas las regiones contempladas con respecto al mismo periodo del ejercicio previo, que oscilaron entre el 31 % en Japón y el 78,4 % en EE. UU. Por sectores, crecieron las emisiones de renta variable de las empresas industriales y del sector financiero no bancario (con avances del 89,2 % y 30,2 % respectivamente). En cambio, se observó una disminución del 27,3 % en las emisiones de acciones del sector bancario.

Emisiones internacionales de renta variable



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

2.2 La evolución económica y financiera nacional

En el segundo trimestre de 2020, el PIB de la economía española experimentó la mayor caída interanual de su historia (-21,5 %) debido a los efectos en la actividad de las medidas de aislamiento, que fueron efectivas prácticamente todo el trimestre. Esta caída estuvo precedida por un retroceso más leve en el anterior trimestre (-4,2 %), pues las medidas solo afectaron a una parte del mes de marzo. Estos registros se situaron entre los más desfavorables de la zona euro, en la que el PIB cayó un 3,2 % y un 14,7 % en el primer y segundo trimestre respectivamente, siendo este último también el peor dato de la serie histórica. Las secuelas económicas que deja la expansión del coronavirus se ven reflejadas en el desplome del crecimiento europeo, más intenso en países como España, cuya economía está fuertemente ligada al turismo y donde las estrictas medidas de contención adoptadas para frenar la propagación del virus, pese a haberse levantado paulatinamente, se están volviendo a implantar en determinadas áreas del país desde principios de septiembre.

Del total de la caída del PIB en el segundo trimestre (21,5 %), 18,8 puntos porcentuales (p.p.) se debieron a la contribución de la demanda nacional y el resto, a la del sector exterior. Dentro de los componentes de la demanda nacional, el consumo privado y la formación bruta de capital fijo retrocedieron significativamente (25,2 % y 25,8 %, respectivamente), lo que intensificó las caídas del primer trimestre del año (6,2 % y 5,1 % respectivamente, en contraste con el avance de 2019, cuya media fue del 0,9 % y 2,7 %, respectivamente). Por su parte, el consumo público creció un 3,1 % en el segundo trimestre, algo menos que en el primero (3,7 %). La aportación negativa del sector exterior al crecimiento fue más intensa, al pasar de 0,3 p.p. a 2,7 p.p. En cuanto a la evolución de este sector, tanto las exportaciones como las importaciones acrecentaron su ritmo de descenso entre el primer y segundo trimestre del año, pasando las primeras del -5,6 % al -38,1 % y las segundas del -5,4 % al -33,5 %.

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron retrocesos significativos en el segundo trimestre del ejercicio en todos los sectores exceptuando las ramas primarias (agricultura, ganadería, silvicultura y pesca), cuyo valor añadido pasó de caer un 0,2 % en el primer trimestre a aumentar un 6,3 % en el segundo. El sector de la construcción mostró el mayor retroceso (del 27,5 %), seguido del de la industria (23,8 %) y del sector servicios, con una caída del 21,3 %. Dentro de este último destaca el débil comportamiento del comercio, el transporte y la hostelería (-44,9 %), actividades gravemente afectadas por las restricciones impuestas para frenar la expansión del coronavirus.

El PIB de la economía española tuvo una caída interanual del 21,5 % en el segundo trimestre, muy superior a la de la zona euro, que fue del 14,7 %.

La contribución de la demanda nacional a la caída del PIB fue de 18,8 p.p., mientras que la del sector exterior fue de 2,7 p.p.

Desde el punto de vista de la oferta, todos los sectores mostraron retrocesos significativos exceptuando las ramas primarias.

% var. anual

	2016	2017	2018	2019	CE ¹	
					2020	2021
PIB	3,0	3,0	2,4	2,0	-10,9	7,1
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,9	-10,7	8,9
Consumo público	1,0	1,0	2,6	2,3	5,8	-0,4
Formación bruta de capital fijo, de la que:	2,4	6,8	6,1	2,7	-20,7	10,3
Construcción	1,6	6,7	9,3	1,7	n.d.	n.d.
Bienes de equipo y otros	1,8	9,2	5,5	4,5	-23,0	12,0
Exportaciones	5,4	5,5	2,3	2,3	-19,8	11,9
Importaciones	2,7	6,8	4,2	0,7	21,1	12,4
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	1,0	-0,2	-0,5	0,6	-0,1	0,3
Empleo²	2,8	2,9	2,6	2,3	-8,7	6,1
Tasa de paro	19,6	17,2	15,3	14,1	18,9	17,0
Índice de precios de consumo³	-0,3	2,0	1,7	0,8	-0,1	0,9
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	3,4	3,0	2,4	2,5	3,2	2,7
Saldo de las AA. PP.⁴ (% PIB)	-4,5	-3,1	-2,6	-2,0	-10,1	-6,7
Deuda pública (% PIB)	99,2	98,6	97,4	95,5	115,6	113,7
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	71,0	68,0	79,2	58,7	n.d.	n.d.

Fuente: Thomson Datastream, Comisión Europea, Banco de España e Instituto Nacional de Empleo (INE).

1 Las previsiones de la Comisión Europea corresponden a la primavera de 2020, a excepción del PIB y el IPC, que corresponden a las previsiones de verano.

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

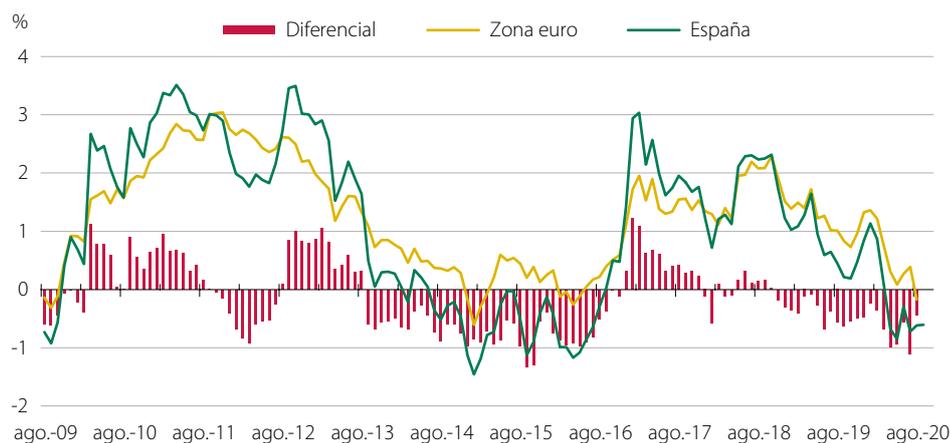
3 Las previsiones de la Comisión Europea son del índice de precios de consumo armonizado.

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

n.d.: [dato] no disponible.

La tasa de inflación se sitúa en terreno negativo desde marzo y marcó un mínimo en mayo del -0,9 %, mientras que el diferencial respecto a la zona euro finalizó agosto en -0,4 p.p.

La tasa de inflación, que comenzó el año con tasas positivas (1,1 % en enero), descendió de forma abrupta en meses posteriores hasta registrar un mínimo del -0,9 % en mayo, mes a partir del cual, con ciertos altibajos, ha aumentado levemente (último dato de septiembre: -0,4 %). La evolución bajista de los primeros meses del año estuvo ligada al comportamiento de la tasa energética, en la que se observaron registros negativos desde febrero que llegaron al -18 % en mayo. En meses posteriores esta tasa empezó a aumentar (manteniendo tasas negativas) pero contrastó con el descenso de la tasa subyacente (IPSEBENE) —que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados—, que se había mantenido estable y cercana al 1,1 % hasta junio. En los meses de verano esta tasa descendió hasta el 0,4 % por los efectos de la crisis en los precios de algunos servicios. Por otra parte, el diferencial de inflación con la zona euro disminuyó hasta -1 p.p. en abril, pero después se ha incrementado ligeramente (hasta -0,4 p.p.)



Fuente Thomson Datastream. Datos hasta agosto para la zona euro y hasta septiembre para España.

La crisis actual, con la consiguiente pérdida de fuerza de la actividad económica, ha dado lugar a una intensa caída del proceso de creación de empleo, que creció de media un 2,3 % en 2019, para ocasionar un retroceso del 18,4 % en el segundo trimestre de 2020. Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el número de ocupados en el segundo trimestre del año era 1.360.000 personas inferior a la cifra de finales de 2019 y la tasa de paro, que se situaba al cierre del ejercicio pasado en el 13,8 %, aumentó hasta el 15,3 %⁷. Por su parte, los costes laborales unitarios se incrementaron significativamente hasta una tasa anual del 5,1 % en el primer trimestre del año y del 7 % en el segundo (2,5 % de media en 2019), impulsados por descensos de la productividad aparente del trabajo (del 3,7 % y el 3,8 %, respectivamente) además de los aumentos en la remuneración por asalariado (del 1,3 % y el 2,9 % en cada trimestre).

La crisis actual ha dado lugar a una intensa contracción del empleo, del 18,4 % en el segundo trimestre.

El déficit de las Administraciones públicas (sin incluir las corporaciones locales) hasta julio se situó en el 6,54 % del PIB, un dato que recoge el impacto de las operaciones realizadas por el conjunto de las Administraciones en un contexto marcado por la pandemia del COVID-19. La financiación procedente del Estado para garantizar la liquidez frente a la pandemia ha permitido que las comunidades autónomas registren un superávit del 0,27 % del PIB. De la misma manera, el Sistema de la Seguridad Social moderó su déficit hasta el 0,35 % del PIB por las transferencias recibidas del Estado para hacer frente al gasto en prestaciones derivado de la crisis. Finalmente, las corporaciones locales registraron un déficit del 0,26 % del PIB en el primer semestre. Los pronósticos efectuados por diferentes instituciones sitúan el déficit público de este año por encima del 10 % del PIB y la deuda pública por encima del 105 %.

El déficit de las Administraciones públicas (sin corporaciones locales) se incrementó hasta el 6,54 % del PIB entre enero y julio por el impacto de las medidas asociadas a la pandemia.

7 El aumento de la tasa de paro no refleja completamente el descenso del número de personas empleadas, pues una parte sustancial de ellas ha pasado a considerarse inactiva por cuestiones de criterio estadístico (entre marzo y junio el número de inactivos se incrementó en algo más de 1 millón de personas). Por otro lado, los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) tampoco están incluidos en la tasa de paro, ya que, siguiendo la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se consideran ocupados. Al cierre de junio, había alrededor de 1,5 millones de trabajadores en esta situación.

La tasa de morosidad continúa en mínimos desde 2009, aunque se espera que se revierta la tendencia a medida que se prolonga el deterioro de la situación económica.

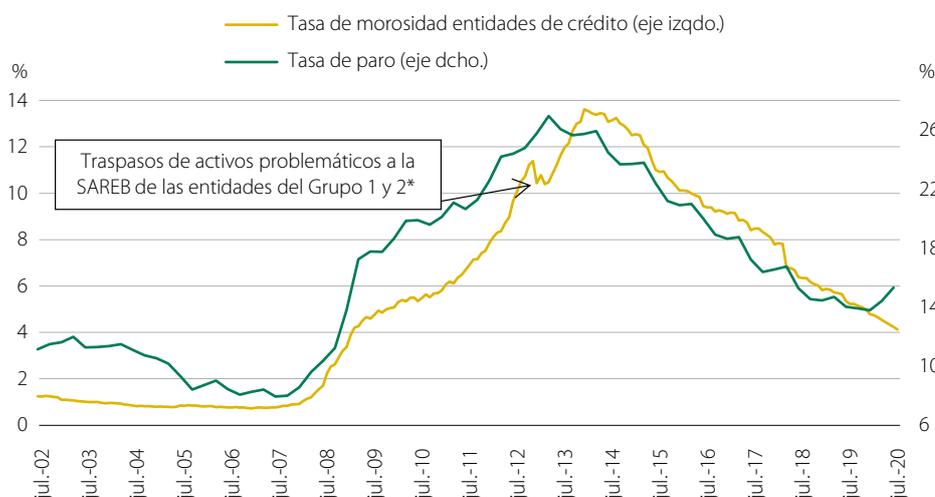
La cuenta de resultados agregada del sector bancario registró unas pérdidas de 7.144 millones de euros en la primera mitad del año.

El sector bancario, que durante los últimos años ha desarrollado su negocio afrontando retos importantes —como, por ejemplo, el reducido y prolongado contexto de bajos tipos de interés o la irrupción de compañías con fuerte carácter tecnológico (*fintech* y *bigtech*), que compiten en la prestación de servicios financieros—, debe lidiar, actualmente, con los riesgos asociados a la crisis del coronavirus. Aunque en los primeros momentos de la crisis se ha observado un aumento considerable del flujo de crédito hacia las compañías, impulsado en parte por los programas de préstamos con garantía pública, a medio plazo la severidad de la crisis económica determinará la intensidad del deterioro de la tasa de morosidad de estas entidades, que se situó en el 4,1 % en julio de 2020 (frente al 4,8 % de diciembre de 2019 y al 5,2 % de julio del ejercicio previo).

En este contexto, la cuenta de resultados de las entidades de crédito españolas registró unas pérdidas de 7.144 millones de euros en la primera mitad del año, frente a unos beneficios de 5.180 millones de euros del mismo periodo de 2019. Aunque el entorno actual de tipos de interés reducidos sigue presionando a la baja el margen de intereses (-2,9 % en el primer semestre), el elemento que explica en mayor medida las pérdidas semestrales fue el significativo incremento de las partidas relacionadas con las pérdidas por el deterioro de activos financieros y no financieros (de 1.637 millones de euros a 5.856 millones en el primer caso y de 261 millones a 6.641 en el segundo). No se observaban pérdidas tan cuantiosas en un semestre desde junio de 2012.

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

GRÁFICO 10



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

¹ Sobre la población activa.

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

En agosto la financiación bancaria a empresas y hogares avanzó un 2 % en términos interanuales, impulsada por el aumento de la financiación a las sociedades no financieras.

La financiación bancaria a las empresas y los hogares mostró un crecimiento interanual del 2 % en el mes de agosto (1,5 % en agosto de 2019), impulsada por el aumento de la financiación otorgada a las sociedades no financieras residentes (4,2 % en total), que tuvo lugar fundamentalmente a través de préstamos de entidades de crédito y préstamos titulizados fuera de balance. Por otra parte, la financiación a los hogares mostró una caída prolongada desde marzo (-0,9 % en agosto), debido sobre todo a la disminución del crédito para la adquisición de vivienda (-1,7 %).

El tamaño del sector bancario, en términos de volumen agregado de activos por su actividad en España, se incrementó un 9,1 % entre diciembre y julio hasta los 2,85 billones de euros (2,61 billones en 2019), destacando el fuerte aumento del importe de los créditos. En cuanto a las fuentes de financiación, el mayor avance se produjo en la procedente del Eurosistema, que entre diciembre y agosto creció en más de 120.000 millones de euros. También se registró un aumento notable del saldo de depósitos del denominado OSR (otros sectores residentes, que se corresponde, fundamentalmente, con empresas y hogares). Este saldo se incrementó cerca de 65 millones de euros.

El tamaño del sector bancario creció hasta julio de 2020 debido al fuerte incremento de la concesión de créditos.

Revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas

RECUADRO 1

En febrero de 2015, tras quedar incorporadas a la Ley de Sociedades de Capital (LSC) buena parte de las recomendaciones contenidas en el Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas de 2006, el Consejo de la CNMV, tomando como referencia las aportaciones de una comisión de expertos creada al efecto, aprobó el Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Desde entonces, este nuevo Código ha sido el que ha complementado las disposiciones de la LSC con recomendaciones de buen gobierno que sirven como referencia a las sociedades cotizadas españolas, que cada año vienen informando en sus informes anuales de gobierno corporativo sobre su grado de seguimiento.

Tras más de cuatro años de vigencia de este Código, se puso de manifiesto la conveniencia de modificar algunas de sus recomendaciones para adaptarlas a los cambios legales producidos desde 2015 o para dotarlas de mayor concreción o claridad. En particular, fue el proceso regular de revisión de los informes de gobierno corporativo el que ayudó a detectar dudas de interpretación que convenía aclarar para incentivar un mayor grado de seguimiento.

El objetivo no era realizar una modificación sustancial del Código, sino efectuar una revisión parcial manteniendo el marco de gobierno corporativo de las sociedades españolas alineado con los más altos estándares internacionales. El nivel de aceptación del Código por parte de las sociedades cotizadas es elevado, su grado de seguimiento en 2019 fue del 85,7 % y se espera que con esta revisión, cuyo alcance ha sido finalmente algo mayor que lo inicialmente previsto, se introduzcan mejoras en las prácticas de gobierno corporativo de las entidades.

Desde el 15 de enero hasta el 14 de febrero de 2020, se sometió a consulta pública la propuesta de revisión, de alcance limitado, del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Esta fase de consulta suscitó gran interés y se recibieron más de 40 escritos con comentarios y aportaciones que se tuvieron en cuenta para elaborar la versión final de las modificaciones introducidas.

Tras el análisis y la valoración de los comentarios recibidos, y de conformidad con la habilitación que otorga la Orden ECC 461/2013¹, de 20 de marzo, con fecha 26

de junio de 2020 el Consejo de la CNMV aprobó la revisión parcial del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

Principales modificaciones

El proceso de revisión ha afectado, con distinto grado de intensidad, a la redacción de 20 recomendaciones de las 64 que integran el Código. En concreto, han sido objeto de modificación las recomendaciones 2, 4, 6, 7, 8, 14, 15, 22, 24, 37, 39, 41, 42, 45, 53, 54, 55, 59, 62 y 64, lo que ha supuesto también revisar la redacción de los principios 2, 4, 10, 19, 20 y 24.

Las modificaciones más destacadas son:

Recomendación 2. Cotización de sociedades integradas en grupos

Con el texto anterior, la recomendación 2 se circunscribía al caso de que tanto las acciones de la sociedad como las de su sociedad matriz cotizaran. No obstante, el conflicto de interés que puede surgir entre el grupo y las sociedades que lo integran, en particular en el contexto de las operaciones intragrupo, es independiente del hecho de que cotice también la matriz (y de dónde lo haga) o no. Al tener la sociedad cotizada accionistas externos ajenos al grupo, la maximización del interés del grupo de la dominante no siempre implica la del interés social de la filial cotizada.

Por ello, en el nuevo texto se contempla no solo el supuesto de que las dos sociedades del grupo coticen, sino que es aplicable a todos los casos en los que la sociedad cotizada esté bajo el control de otra entidad.

Recomendación 4. Política general de comunicación

Las sociedades deberán contar con una política general de comunicación de información económico-financiera y corporativa a través de los canales que consideren adecuados (medios de comunicación, redes sociales u otras vías) que contribuya a maximizar la difusión y la calidad de la información a disposición del mercado, de los inversores y demás grupos de interés. Esta nueva recomendación remarca la importancia de la política de comunicación de las compañías para el mercado y la conveniencia de que se produzca de acuerdo con pautas y controles adecuados fijados con intervención del consejo de administración.

Recomendación 7. Voto y asistencia telemáticas

La situación provocada por el COVID-19, unida al objetivo de fomentar la implicación a largo plazo de los accionistas, ha aconsejado modificar la recomendación 7 del Código, añadiendo que las entidades tengan previstos sistemas para que los accionistas puedan ejercer su derecho de voto por medios telemáticos e incluso que, al menos las entidades de elevada capitalización, prevean mecanismos que permitan la asistencia y la participación telemática en la junta, en la medida en que resulte proporcionado. Hasta ahora solo se recomendaba la retransmisión de las juntas generales.

Recomendación 8. Cuentas anuales

Se ha modificado el texto de la recomendación para resaltar que el objetivo que tiene que perseguir el consejo de administración en la formulación de las cuentas anuales es que, hasta donde llegue su conocimiento, se apliquen correctamente los principios y criterios de contabilidad.

Recomendación 14 y 15. Diversidad de género

Se han reforzado las recomendaciones sobre diversidad de género para fomentar la presencia de mujeres en los consejos de administración. En la recomendación 15 se señala que, antes de que finalice 2022, los consejos de administración deberían contar con, al menos, un 40 % de consejeras. Hasta esa fecha, el porcentaje no deberá ser inferior al 30 %.

En la recomendación 14 se propone que las sociedades fomenten el aumento del número de altas directivas, dado que es una de las medidas más eficaces para reforzar a largo plazo la diversidad de género en los consejos de administración.

Recomendaciones 22 y 24. Cese de consejeros

Se modifica la recomendación 22 al objeto de que, entre otros aspectos, el consejo tenga que analizar la situación cuando un consejero se vea afectado por circunstancias que puedan dañar el crédito y la reputación de la sociedad y, en su caso, tomar medidas sin esperar a que se produzcan ciertas decisiones formales de los tribunales (como el auto de procesamiento o el de apertura de juicio oral).

También se refuerzan los criterios de transparencia en la recomendación 24 en lo que se refiere al cese de consejeros por dimisión o por acuerdo de la junta, tanto a través del informe anual de gobierno corporativo como en el momento mismo del cese.

Recomendación 37. Composición de la comisión ejecutiva

Esta recomendación es una de las que menos siguen las sociedades cotizadas. En 2019 su grado de seguimiento fue 30 puntos porcentuales inferior a la media del Código y tampoco se han observado mejoras significativas en los últimos años.

La mayoría de las entidades que no siguen esta recomendación entienden que la comisión ejecutiva es un órgano delegado netamente ejecutivo, por lo que, en su composición, se tienen muy presentes criterios de eficiencia y conocimiento del funcionamiento interno de la entidad, primando la presencia de los consejeros ejecutivos.

Para hacer compatible el objetivo de la recomendación, que es compensar el riesgo de que las funciones de la comisión ejecutiva sean ejercidas con una perspectiva distinta de la del consejo, con dotar a las sociedades de una mayor flexibilidad en cuanto a su composición, en el nuevo texto se recomienda que haya presencia de, al menos, dos consejeros no ejecutivos, siendo como mínimo uno de ellos un

consejero independiente frente a la redacción anterior, que solicitaba que la comisión ejecutiva tuviera una estructura de participación de las diferentes categorías de consejeros similar a la del consejo.

Recomendaciones 39, 41, 42 y 45. Riesgos e información no financiera

Se realizan ajustes técnicos en la redacción para recoger la supervisión de la información y de los sistemas de control y gestión de riesgos, tanto de naturaleza financiera como no financiera.

En la recomendación 42 se ha ampliado el ámbito de aplicación del canal para comunicar irregularidades, pudiendo ser utilizado no solo por los empleados, sino también por otras personas relacionadas con la sociedad, tales como consejeros, accionistas, proveedores, contratistas o subcontratistas.

También se recomienda que dicho mecanismo garantice la confidencialidad y que se prevean supuestos en los que las comunicaciones puedan realizarse de forma anónima.

Recomendaciones 53, 54 y 55. Sostenibilidad

Se realizan algunos ajustes técnicos y se sustituye el término responsabilidad social corporativa por el más amplio y utilizado actualmente de sostenibilidad en relación con aspectos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG).

Recomendación 59. Retribución variable

Se modifica el texto para aclarar que solo debe procederse al pago de la retribución variable de los consejeros cuando se haya comprobado suficientemente que se han cumplido las condiciones de rendimiento o de otro tipo previamente establecidas. Las sociedades que sigan esta recomendación deberán informar en sus informes anuales de remuneraciones sobre los criterios de comprobación que aplican.

Asimismo, se recomienda que las sociedades valoren el establecimiento de cláusulas de reducción (*malus*) por las que se difiera parte de la retribución variable y que impliquen su pérdida total o parcial en el caso de que se produzca algún evento que lo haga aconsejable.

Recomendación 62. Retribución en acciones

Esta recomendación se encuentra entre las que más dudas planteaban a las sociedades cotizadas a la hora de indicar en el informe anual de gobierno corporativo si la seguían o no. En el nuevo texto se aclara el alcance de la regla según la cual, una vez atribuidas las acciones, las opciones o los instrumentos financieros correspondientes a los sistemas retributivos, los consejeros ejecutivos no pueden transferir su titularidad o ejercitarlos hasta transcurrido un plazo de al menos tres años.

También se modifica la redacción para aclarar que no es necesario respetar este requisito cuando el consejero mantenga una exposición económica a la variación

del precio de las acciones por un valor de mercado que sea equivalente a un importe de al menos dos veces su remuneración fija anual.

Recomendación 64. Indemnización

A efectos de lo previsto en esta recomendación, algunas entidades han venido entendiendo que los pagos por resolución o extinción del contrato celebrado entre la sociedad y el consejero ejecutivo incluyen únicamente la indemnización recibida. Sin embargo, existen otros conceptos retributivos que, sin constituir una indemnización propiamente dicha, se devengan por el hecho en sí de producirse la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad.

En la modificación se precisa que entre los pagos por resolución o extinción contractual, que en conjunto no deben superar la retribución de dos años, se incluyen cualesquiera abonos cuyo devengo u obligación de pago surja como consecuencia o con ocasión de la extinción de la relación contractual que vinculaba al consejero con la sociedad, incluidos los importes no previamente consolidados de sistemas de ahorro a largo plazo y los derivados de pactos de no competencia poscontractual.

1 Orden ECC/461/2013, de 20 de marzo, por la que se determinan el contenido y la estructura del informe anual de gobierno corporativo, del informe anual sobre remuneraciones y de otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas, de las cajas de ahorros y de otras entidades que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares muestran un fuerte incremento de la tasa de ahorro, que en junio se situó en el 11,2 % de su renta bruta disponible (RBD), casi el doble de la cifra de finales de 2019 (6,3 %) y muy cerca de los máximos registrados en 2010 en los primeros momentos de la crisis de deuda soberana europea (11,5 %). Este aumento se atribuye al denominado *motivo precaución* y se produce habitualmente cuando la incertidumbre sobre las rentas futuras es muy alta, como ocurre en la actualidad. Por su parte, tanto la ratio de riqueza bruta como la de endeudamiento presentaron descensos en el primer trimestre del año. Este descenso fue más intenso en el primer caso, debido a la caída en el valor de los activos financieros, por lo que en términos netos la riqueza de los hogares descendió (desde el 917 % de la RBD hasta el 906 %).

Las inversiones netas de los hogares se situaron en el 3,5 % del PIB en el primer trimestre del año⁸, ligeramente por encima del 3,2 % observado en 2019 y con una tendencia de inversión similar a la de los ejercicios previos. Dado el contexto actual de tipos de interés reducidos y las turbulencias acontecidas en las bolsas en los primeros momentos de la crisis, se observó una desinversión en valores de renta fija y depósitos a plazo del 2,3 % (frente al 1,7 % de 2019), así como en acciones y otras participaciones del 0,5 % (1,3 % en 2019). La inversión más significativa, al igual que en años anteriores, fue en medios de pago (5,1 % del PIB).

La tasa de ahorro de los hogares aumentó de forma notable en el primer semestre del año por un motivo de precaución, al tiempo que disminuyó la riqueza neta por la pérdida de valor de sus activos financieros.

En las decisiones de inversión financiera por parte de los hogares siguieron primando los activos más líquidos frente a la renta fija y variable.

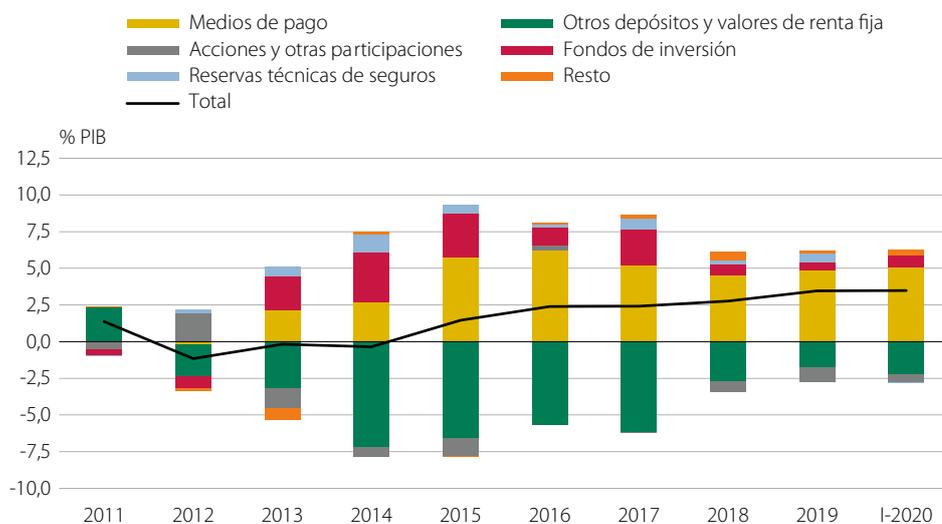
8 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2020.

La inversión en fondos de inversión registró una disminución importante en el último año, debido al fuerte volumen de reembolsos que se produjo en marzo.

En cuanto a la evolución de los flujos dirigidos a fondos de inversión, los hogares invirtieron un 0,8 % del PIB en el primer trimestre de 2020⁹, algo por encima del 0,5 % observado en 2019. No obstante, esta cifra, que es sensiblemente inferior a la que se observaba entre 2013 y 2017 (en torno al 2,5 % del PIB), se explica por el aumento de los reembolsos que se produjo en la segunda mitad del mes de marzo. Como se detalla en el epígrafe 4.1, en el primer trimestre de este año los fondos de inversión experimentaron unos reembolsos superiores a los 2.000 millones de euros, que se concentraron en las vocaciones de renta fija, garantizados de renta variable y gestión pasiva. En el segundo trimestre se observó una paulatina recuperación de la inversión en estos productos, que dio como resultado unas suscripciones netas agregadas cercanas a los 150 millones de euros.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 11



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

2.3 Perspectivas

Las últimas previsiones del FMI pronostican una contracción del PIB mundial del 4,4 % este año, 0,8 puntos menos que en su previsión anterior...

Las últimas previsiones publicadas por el FMI en octubre, tres meses después de su primera evaluación de la crisis, incluyeron una mejora de las expectativas de crecimiento para este año para las economías avanzadas (exceptuando España, donde no mejora su previsión anterior) y una revisión a la baja de 0,2 p.p. para las emergentes. La institución, que por primera vez espera caídas del PIB en todas las regiones que contempla, indicó que el grado de incertidumbre que rodea los pronósticos es especialmente elevado, pues depende de la magnitud y duración de la pandemia, de la efectividad de las medidas adoptadas y de las consecuencias de la situación en los hábitos de los consumidores. También advierte del fuerte aumento de la desigualdad social debido a la mayor incidencia de la crisis en las clases de rentas bajas. Dado el alto grado de incertidumbre existente, el FMI dio a conocer, junto con su escenario central de previsiones, los resultados de otros dos escenarios: uno más favorable,

9 Datos acumulados de cuatro trimestres hasta el primero de 2020.

que vaticina una salida más rápida de la crisis, y otro más desfavorable, en el que la contención del virus es más lenta y difícil.

Los pronósticos publicados sitúan la caída de la actividad mundial en el 4,4 % este año (0,8 p.p. menos que en junio) y un crecimiento del 5,2 % en 2021. Por áreas económicas, el pronóstico para las economías avanzadas es de un descenso del 5,8 % este ejercicio (mejora de 2,3 p.p. respecto a la cifra de junio) y un avance del 3,9 % en 2021; para las emergentes la caída prevista este año es del 3,3 % (un empeoramiento de 0,2 p.p. con relación a abril) frente al avance del 6,0 % en 2021. El escenario adverso estimado por el FMI llevaría a un descenso del PIB de 0,75 p.p. para este año y de 3 p.p. para 2021 respecto a la estimación correspondiente al escenario central. Existe una heterogeneidad notable en estas zonas. Dentro de las economías avanzadas, EE. UU., Alemania, Japón o Canadá presentarían las tasas de variación menos negativas (aunque significativas), mientras que varias economías de la zona euro registrarían descensos del PIB superiores al 10 %. Dentro de las economías emergentes la disparidad es aún mayor, al observarse un rango de pronósticos que van desde un pequeño crecimiento esperado para China de casi el 2 %, por salir con anticipación de la crisis, hasta caídas de la actividad próximas al 8 % en Latinoamérica o al 10 % en la India.

Además de estos pronósticos sobre la evolución de la actividad, el FMI indicó que en las economías avanzadas esperaba un aumento agregado del nivel de deuda pública cercano a 20 p.p., hasta el 124,1 %, del PIB este año (fue de 10,5 p.p. en la crisis financiera global) y de 14,2 p.p. en el déficit público (4,9 p.p. en la crisis financiera global). Este aumento responde, en parte, a las medidas adoptadas por los gobiernos de las diferentes economías para combatir la crisis y que han tomado la forma de prórrogas, avales y préstamos públicos.

Los riesgos que rodean estas previsiones son significativos debido al alto grado de incertidumbre existente, comentado con anterioridad. De hecho, numerosas instituciones han puesto de manifiesto el alcance limitado de los modelos de previsión tradicionales y están desarrollando metodologías complementarias que incluyen, entre otros elementos novedosos, datos de alta frecuencia que permiten ajustar con mayor rapidez los pronósticos. Pues bien, los riesgos más importantes —a la baja— que se identifican sobre este escenario están relacionados con: i) la posibilidad de que una segunda oleada de contagios dé lugar a nuevas medidas de aislamiento y, en consecuencia, deteriore aún más la actividad económica; ii) los posibles cambios en el patrón de consumo-ahorro de los agentes, afectados ya de forma importante por la disminución de la renta y riqueza agregadas, y iii) otras fuentes de incertidumbre relevantes relacionadas, por ejemplo, con la negociación del acuerdo de relaciones comerciales entre EE. UU. y China o la forma final que adopte el *brexit*. A medio plazo, uno de los factores de riesgo más importantes que se identifican está relacionado con la sostenibilidad de las finanzas públicas de muchas economías tras los esfuerzos presupuestarios durante la crisis.

...en la que las economías avanzadas experimentarían un descenso del PIB del 5,8 % y las emergentes del 3,3 %. Dentro de ambos grupos de economías se observa, eso sí, una cierta heterogeneidad pues la crisis no está afectando con la misma intensidad a todas ellas.

También se espera un aumento significativo del nivel de déficit y deuda pública agregado...

... en un contexto de mucha incertidumbre asociado a diferentes elementos: evolución de la propia pandemia, hábitos de los consumidores, acuerdos comerciales, brexit...

% var. anual

	2016	2017	2018	2019	FMI ¹	
					2020	2021
Mundial	3,2	3,7	3,6	2,8	-4,4 (0,8)	5,2 (-0,2)
EE. UU.	1,5	2,2	2,9	2,2	-4,3 (3,7)	3,1 (-1,4)
Zona euro	1,8	2,4	1,9	1,3	-8,3 (1,9)	5,2 (-0,8)
Alemania	1,9	2,5	1,5	0,6	-6,0 (1,8)	4,2 (-1,2)
Francia	2,0	2,3	1,8	1,5	-9,8 (2,7)	6,0 (-1,3)
Italia	0,9	1,5	0,8	0,3	-10,6 (2,2)	5,2 (-1,1)
España	3,3	3,0	2,4	2,0	-12,8 (0,0)	7,2 (0,9)
Reino Unido	1,9	1,7	1,3	1,4	-9,8 (0,4)	5,9 (-0,4)
Japón	0,9	1,7	0,3	0,7	-5,3 (0,5)	2,3 (-0,1)
Emergentes	4,4	4,7	4,5	3,7	-3,3 (-0,2)	6,0 (0,2)

Fuente: FMI.

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

Según el FMI el PIB de España se contraería casi un 13 % este año, sin cambios desde la previsión de junio, y reflejaría el mayor impacto de la crisis en la economía, al igual que en otras grandes economías europeas como Italia o Francia.

Para la economía española, el FMI pronostica un descenso del PIB del 12,8 % para este año (manteniendo sin cambios su previsión de junio), la caída más alta de los países de la zona euro, seguida por Italia y Francia (-10,6 % y -9,8 %, respectivamente). La recuperación esperada para 2021 es del 7,2 % (casi 1 punto por encima de la previsión de junio y 3 más que en abril), apuntalada por los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de la Unión Europea y sus efectos de generación de confianza. La economía española está siendo una de las más afectadas por la pandemia en términos económicos, pues se basa en un modelo productivo con mayor relevancia de servicios particularmente perjudicados por la crisis. Con estas cifras, el diferencial de crecimiento con la zona euro sería negativo este año (es decir, mayor recesión en España), pero volvería a ser positivo el próximo.

Los riesgos más relevantes de la economía española son los mismos identificados a escala internacional, si bien cabe enfatizar las dificultades para reanudar el ritmo de crecimiento de la actividad y la necesidad de preservar la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Los riesgos sobre el escenario económico mundial afectan igualmente al caso español. No obstante, se enumeran aquí las vulnerabilidades propias más importantes. El primer gran reto de la economía española está relacionado con la dificultad de reanudar el ritmo de crecimiento de la actividad en tasas similares a las existentes antes de la crisis y, en consecuencia, de minimizar el número de personas desempleadas. Esta dificultad se está viendo acrecentada por una segunda ola de contagios del coronavirus, que está propiciando nuevas medidas de aislamiento parcial en determinadas zonas del territorio nacional. Como nota favorable cabe destacar el importe de recursos asignado a España en el denominado *fondo de reconstrucción*, que ascendería a 140.000 millones de euros entre ayudas directas no reembolsables y préstamos, cuya distribución será clave en la recuperación de la economía. El segundo gran reto radica en la necesidad de preservar la sostenibilidad de las finanzas públicas en un ejercicio en el que la deuda pública puede terminar por encima del 120 % del PIB y el déficit superar el 10 %. En este sentido algunas agencias de *rating* se han pronunciado sobre el riesgo de crédito soberano asignando a la calificación de la deuda española el estado de «perspectiva negativa» o, incluso, en el caso de algunas agencias más pequeñas, rebajando dicha calificación.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS o ESRB, por sus siglas en inglés), que nació en 2010 con el fin de prevenir y mitigar el riesgo sistémico, ha trabajado intensamente desde el desencadenamiento de la crisis del coronavirus. A pesar de reconocer que el sistema financiero es más resiliente en la actualidad de lo que era en la situación previa a la crisis financiera global, la gravedad de la situación actual determina la necesidad de poner el foco en determinados aspectos que resultarán clave para que dicho sistema pueda seguir funcionando sin disrupciones. Así, el Consejo de la JERS indicaba ya en el mes de abril¹ la importancia de que se adoptaran medidas de forma coordinada y a tiempo por parte de las autoridades, persiguiendo, además, sinergias entre las políticas fiscales, monetarias y regulatorias. A tal fin, la institución decidió centrar su atención en cinco áreas prioritarias:

- i) Implicaciones para el sistema financiero de los esquemas de garantía y otras medidas fiscales dirigidas a proteger la economía real.
- ii) Iliquidez del mercado e implicaciones para los gestores de activos y las aseguradoras.
- iii) Impacto de las rebajas de las calificaciones crediticias de los bonos en los mercados y en el sistema financiero en su conjunto.
- vi) Restricciones al reparto de dividendos, las recompras de acciones y las retribuciones variables.
- v) Riesgos de liquidez derivados de los ajustes de los márgenes de garantía (*margin calls*).

A raíz de los trabajos realizados en distintos niveles de esta institución sobre estas cinco áreas, la JERS acabó aprobando cuatro recomendaciones que se exponen a continuación:

i) **Recomendación (ESRB/2020/4) sobre el riesgo de liquidez de los fondos de inversión**². Esta recomendación se formuló el 6 de mayo. En las primeras semanas de la crisis se observó un aumento sustancial de los reembolsos en algunos fondos de inversión, al tiempo que las condiciones de liquidez en los mercados se deterioraban significativamente. A pesar de que la situación se estabilizó con posterioridad, la JERS consideró oportuno procurar fortalecer la gestión del riesgo de liquidez ante potenciales *shocks* adversos futuros. La JERS ya ha resaltado en el pasado las vulnerabilidades que se pueden derivar de aquellos fondos de inversión que establecen periodos muy cortos para reembolsar y que, al mismo tiempo, invierten en activos poco líquidos (lo que se conoce como *liquidity mismatch*) y, concretamente en esta ocasión, ha identificado dos segmentos de fondos de inversión que deben ser objeto de escrutinio especial desde el punto de vista de la estabilidad financiera: i) los fondos con una exposición significativa a activos de deuda corporativa y ii) los fondos con exposición al sector inmobiliario.

De esta forma, la JERS recomienda a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) que realice, en colaboración con las autoridades nacionales competentes,

un ejercicio de supervisión enfocado a los fondos mencionados anteriormente con el fin de determinar su grado de preparación para afrontar nuevos *shocks* negativos —ya sean en forma de aumento notable de los reembolsos o de incertidumbre— y valorar los activos de la cartera. Este análisis y sus conclusiones deberán ser comunicados a la JERS.

ii) **Recomendación (ESRB/2020/6) sobre los riesgos de liquidez derivados del ajuste de los márgenes de garantía**³. Esta recomendación se formuló el 25 de mayo y está motivada por el hecho de que las perturbaciones de los mercados, como las fuertes caídas de los precios de los activos y la volatilidad elevada, pueden dar lugar a aumentos en los márgenes de variación y a ajustes en los márgenes iniciales de las posiciones en efectivo, valores, productos básicos o derivados que se producen en la operativa de las entidades de contrapartida central (ECC). Si estas variaciones son significativas y se producen en un periodo de tiempo reducido, pueden afectar la gestión de la liquidez de sus participantes, sus necesidades de financiación e incluso su solvencia. En el contexto de la crisis muchos miembros compensadores han visto crecer sus márgenes iniciales y pueden haber experimentado restricciones de liquidez. Sin embargo, no se han producido impagos en ninguna ECC establecida en la Unión Europea. De cara al futuro, la capacidad de los participantes en los mercados para cubrir los ajustes de los márgenes de garantía dependerá de los niveles de volatilidad en el mercado y de la resiliencia de la gestión de la liquidez de estos participantes.

En este contexto la JERS emitió cuatro recomendaciones, con el fin de que las ECC velen por que su gestión de riesgos y su resiliencia se mantengan sólidas y sigan protegiendo a los participantes en los mercados frente a las pérdidas por impagos. Así, las recomendaciones A y D pretenden velar por que los cambios repentinos y los efectos relacionados con los márgenes iniciales y los activos de garantía sean limitados y proporcionados. La planificación de la liquidez debe ser predecible y gestionable en la medida de lo posible, limitando los ajustes inesperados y significativos de los márgenes de garantía. La recomendación B tiene el objetivo de vigilar que las ECC incorporen plenamente en sus pruebas de resistencia de liquidez toda circunstancia que pueda ocasionarles un déficit de liquidez, a fin de incentivarlas a mejorar la gestión de su dependencia de los proveedores de servicios de liquidez. La recomendación C pretende velar por que las ECC, sin perjuicio de mantener su resiliencia financiera, limiten la asimetría del pago de los márgenes de variación obtenidos intradía y por que establezcan regímenes y calendarios sobre márgenes de garantía que sean previsibles y eviten restricciones de liquidez excesivas para los miembros compensadores que puedan dar lugar a impagos.

iii) **Recomendación (ESRB/2020/7) sobre la limitación de las distribuciones de capital durante la pandemia de COVID-19**⁴. Esta recomendación, que se formuló el 27 de mayo, trata de mantener el nivel de capital de las instituciones financieras con el fin de permitirles reducir el riesgo sistémico y contribuir a la recuperación económica. Para ello se recomienda a las autoridades pertinentes que soliciten a las instituciones financieras sujetas a su supervisión que, al menos hasta el 1 de enero de 2021, se abstengan de: i) repartir dividendos o comprometerse irrevocablemente a repartirlos, ii) recomprar acciones ordinarias y iii) contraer la obligación de pagar una remuneración variable a las personas que

asumen riesgos importantes, actuaciones que conllevan o pueden conllevar una reducción de la cantidad o calidad de los fondos propios al nivel del grupo de la Unión Europea. Esta recomendación incluye a las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades de seguros y de reaseguros, y las entidades de contrapartida central.

La CNMV realizó la recomendación oportuna a la ECC bajo su supervisión en el mes de julio y lo notificó a la JERS, mientras que en el caso de las empresas de servicios de inversión se decidió no realizar dicha recomendación a las entidades en virtud del principio de proporcionalidad y teniendo en cuenta su peso reducido en el conjunto del sistema financiero.

iv) **Recomendación (ESRB/2020/8) sobre la vigilancia de las implicaciones para la estabilidad financiera de las moratorias de deuda, de los planes públicos de garantía y de otras medidas de carácter fiscal adoptadas para proteger la economía real frente a la pandemia del COVID-19⁵.** Esta recomendación, formulada el 27 de mayo, trata de evaluar desde el punto de vista de la estabilidad financiera, la eficacia de las medidas adoptadas por los Estados miembros para proteger a las sociedades no financieras y a los hogares de los efectos de la pandemia. El elevado grado de integración de las economías de la Unión Europea y la posible repercusión de las medidas adoptadas en cada uno de ellos sobre el resto hacen necesario este enfoque a nivel europeo.

Esta recomendación genérica se desglosa en dos. La primera (A) recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que vigilen y evalúen las implicaciones para la estabilidad financiera de las medidas establecidas a fin de proteger la economía real. En particular se recomienda que se evalúen los elementos de diseño y adopción de las medidas (tipos de ayuda financiera, beneficiarios, duración e información sobre el uso de la medida) y las implicaciones para la estabilidad financiera (flujo de crédito a la economía real, solvencia y endeudamiento del sector no financiero, solidez de las entidades financieras...).

La segunda (B) recomienda a las autoridades macroprudenciales nacionales que faciliten periódicamente a la JERS la información necesaria para que esta vigile y evalúe las implicaciones de las medidas nacionales, incluidas las transfronterizas e intersectoriales. En este sentido, la autoridad macroprudencial española (Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Financiera, AMCESFI) ya realizó un primer envío de información a la JERS el pasado mes de julio, que la junta evaluará junto con las contribuciones del resto de las autoridades de forma continua.

Solo una de las cinco áreas de trabajo prioritarias establecidas por la JERS en abril —relacionada con los efectos de la rebaja de las calificaciones crediticias— no ha sido objeto de recomendación, sino que permanece como área de análisis, sobre la que se ha hecho una primera publicación como nota técnica⁶. En esta nota se ha realizado un análisis descendente (*top-down*) que trata de cuantificar la repercusión en el sistema financiero de una rebaja masiva en las calificaciones crediticias. Este hipotético hecho podría dar lugar a rebajas significativas en los precios de los activos afectados y, presumiblemente, también podría iniciar un fenómeno de ventas forzosas que acrecentaría los descensos en los precios de los

activos. Este ejercicio se centra en los activos de deuda corporativa y contempla dos escenarios de rebajas en las calificaciones así, como tres posibles tipos de comportamiento en relación con las ventas de activos. El análisis estima que las pérdidas directas derivadas de las rebajas en las calificaciones podrían oscilar entre los 150.000 y 200.000 millones de euros, pudiendo aumentar entre un 20-30 % más debido a las ventas forzosas de activos. Estas últimas dependerían, entre otros factores, de la parte de la cartera que haya que vender, del modo en que se venda y de las condiciones de liquidez del mercado en ese momento.

La CNMV también ha iniciado una línea de trabajo que trata de evaluar el estado y la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda española desde marzo de este año, incluyendo una variedad de activos y los sectores público y privado —financiero y no financiero— (véase el artículo «Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19» en este boletín).

- 1 <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>
- 2 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200514_ESRB_on_liquidity_risks_in_investment_funds~4a3972a25d.en.pdf?9903de66f9dbd6783563ae3a4f76febb
- 3 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608_on_liquidity_risks_arising_from_margin_calls~41c70f16b2.en.pdf?17da572cd7cae5ab20ae79f8786a19a7
- 4 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608_on_restriction_of_distributions_during_the_COVID-19_pandemic_2~f4cdad4ec1.en.pdf?472c0a13909b423693bdaea41c32af6b
- 5 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/esrb.recommendation200608_on_monitoring_financial_implications_of_fiscal_support_measures_in_response_to_the_COVID-19_pandemic_3~c745d54b59.en.pdf
- 6 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/system_wide_scenario_analysis_large_scale_corporate_bond_downgrades.en.pdf

3 La evolución de los mercados nacionales

Tras los máximos alcanzados en la primera mitad de mayo (cerca de 0,65), el indicador de estrés de los mercados financieros españoles ha disminuido progresivamente hasta niveles inferiores a 0,49, el umbral que separa el régimen de estrés alto del medio.

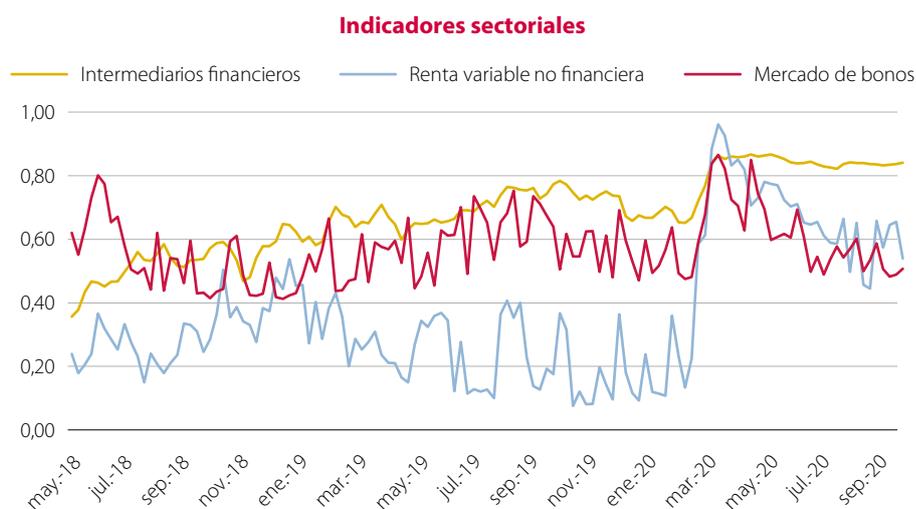
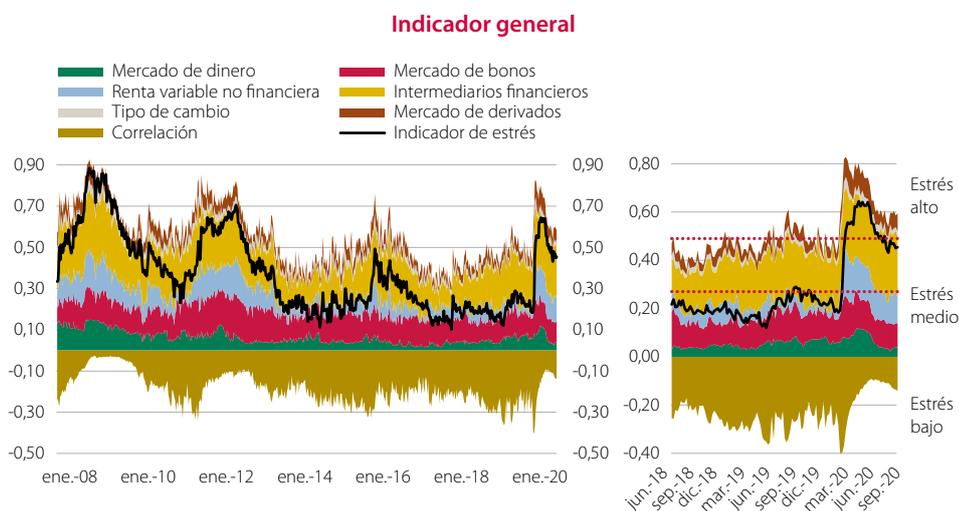
La crisis desencadenada por el COVID-19 dio lugar al aumento más intenso del indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹⁰ en un periodo de pocas semanas. Así, el indicador de estrés, que en la fecha de cierre del informe anterior (31 de marzo) se situaba en 0,56, siguió aumentando en las semanas siguientes hasta

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

alcanzar un nuevo tercer máximo histórico, cercano a 0,65, en la primera mitad de mayo. El aumento progresivo del indicador, que en febrero se situaba claramente por debajo de 0,20, se produjo por el incremento tanto del nivel de estrés detectado en los seis segmentos evaluados como del grado de correlación del sistema (véase gráfico 12). Los tipos de indicadores que más se han tensionado en el contexto de la crisis están relacionados con caídas en los precios de los activos y rebotes de la volatilidad, siendo el comportamiento de las diferentes primas de riesgo mucho más contenido en relación con otros momentos de crisis. Este comportamiento relativamente más favorable mejor en los mercados de deuda ha evitado que el indicador general haya alcanzado niveles similares a los máximos observados en la crisis financiera global de 2008 o la crisis de deuda soberana en 2012, cuando la prima de riesgo de la deuda pública española se situó en un máximo de 634 p.b. En esta crisis, las medidas adoptadas por las autoridades, en particular el banco central, han permitido que las primas de riesgo y las condiciones de liquidez en los mercados de deuda no hayan experimentado un deterioro sustancial.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 12



Fuente: CNMV.

Todos los indicadores individuales han experimentado descensos en su nivel de estrés excepto el de intermediarios financieros —bancos—, fuertemente afectado por la pérdida de valor de sus cotizaciones. La correlación del sistema se mantiene en niveles elevados.

Los mercados de renta variable nacionales comenzaron el segundo semestre con retrocesos, que se fueron consolidando en el tercer trimestre debido a las malas perspectivas e incertidumbres para la economía española, acrecentadas por los efectos de una segunda ola de la pandemia.

En este contexto, el Ibex 35 perdió un 7,1 % en el tercer trimestre del año, hasta acumular unas pérdidas anuales del 29,7 %, las mayores de entre los grandes índices internacionales...

Como se observa en el gráfico 12, los indicadores individuales han mostrado desde los máximos alcanzados en mayo una tendencia descendente con ciertos altibajos, que ha permitido una disminución progresiva del indicador general hasta niveles algo inferiores a 0,50, bordeando el umbral que separa los niveles de estrés alto y medio (0,49). En la fecha de cierre de este informe (30 de septiembre) el segmento que mostraba más resistencia a la baja era el de intermediarios financieros (bancos), debido al fuerte descenso de sus cotizaciones y al aumento de los indicadores de volatilidad.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de renta variable nacionales, que habían sufrido fuertes caídas hasta abril como consecuencia de la crisis del coronavirus y de las que apenas se habían recuperado en el segundo trimestre, iniciaron la segunda mitad del año con ligeros retrocesos. Estos retrocesos se fueron consolidando conforme avanzaba el tercer trimestre debido a las malas perspectivas que se atisban para la economía española en los próximos ejercicios, en un contexto de incertidumbre económica global¹¹. A los pronósticos sobre la evolución de la actividad en España¹², que son más desfavorables que los del resto de las grandes economías europeas, se une la incertidumbre sobre la expansión de una segunda ola de la pandemia a lo largo de los próximos meses. Esta última situación está forzando a gobiernos y autoridades locales a retirar algunas de las medidas de reapertura de la economía adoptadas en los últimos meses, lo que puede afectar negativamente a las expectativas de recuperación económica y, en consecuencia, a los mercados de valores.

El principal índice de las bolsas españolas finalizó el tercer trimestre con un retroceso del 7,1 %, presentando un comportamiento más desfavorable que el de otros índices de referencia¹³ junto con el británico FTSE 100. Así, el Ibex 35, que había retrocedido un 28,9 % en el primer trimestre del año —el peor trimestre de su historia—, registró una discreta recuperación del 6,6 % en el segundo para volver a descender un 7,1 % en el tercero. Este nuevo retroceso agrava la caída anual y sitúa el índice en mínimos desde mayo, hasta acumular unas pérdidas anuales del 29,7 %, las mayores de entre los grandes índices internacionales.

11 Asimismo, los mercados están pendientes de la resolución del *brexit*, de las próximas elecciones en EE. UU. y de las negociaciones en torno a los acuerdos comerciales entre ese país y China

12 El Banco de España ha dado a conocer proyecciones para la economía española en el periodo 2020-2022, señalando que las perspectivas económicas a corto y medio plazo siguen estando sometidas a un grado muy elevado de incertidumbre. Por ello presenta proyecciones en dos escenarios: uno correspondiente a rebotes más moderados y otro donde se plantea mayor intensidad en el nivel de contagio. En el primer escenario la economía registraría un descenso del 10,5 % de media anual en 2020, mientras que en el segundo la caída se ampliaría hasta el 12,6 %. Asimismo, la recuperación de la actividad prevista para 2021 sería de un 7,3 % en el primer escenario y de un 4,1 % en el segundo, por lo que a finales de 2022 el nivel del PIB se situaría en 2 y 6 p.p., respectivamente, por debajo del nivel previo a la crisis.

13 Los grandes índices internacionales presentaron un comportamiento dispar en el tercer trimestre, con avances en los índices de EE. UU., Japón y Alemania, que oscilaron entre el 3,7 % del Dax 30 alemán y el 11 % del índice tecnológico estadounidense Nasdaq. En el lado contrario, los principales retrocesos correspondieron a los índices europeos, cuyas caídas oscilaron entre el 1,3 % del Eurostoxx 50 y el 7,1 % del Ibex 35 (véase epígrafe 2.1).

Las caídas de las cotizaciones vuelven a situar los índices nacionales en su nivel más bajo desde mayo y muy cerca de los valores alcanzados en 2012 —coincidiendo con la crisis de deuda en Europa— ante la perspectiva de que la recuperación de la economía española será lenta y que los rebotes de contagio deteriorarán aún más los sectores más castigados en lo que va de año, como la banca y el turismo. Estos últimos factores, unidos a la diferente composición de los índices españoles frente a sus homólogos europeos —con mayor concentración de los sectores financiero y de servicios de consumo (como el ocio, el turismo y la hostelería), en los que se espera que la recuperación sea más lenta—, así como a la importante presencia de las compañías españolas en Latinoamérica, han provocado que los índices españoles presenten el peor comportamiento entre los grandes índices internacionales. Por otra parte, el retroceso de las cotizaciones se produjo en un contexto de descenso de la negociación pero también de mejora en algunos indicadores de liquidez del mercado.

Los descensos de los principales índices del mercado español contrastan con el mantenimiento de los precios de las compañías de mediana capitalización (0,5 %) y los avances de las más pequeñas (7,8 %) gracias a la presencia de algunas empresas del sector de las energías renovables y del sector farmacéutico, que están teniendo un mejor comportamiento relativo. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron nuevos retrocesos (-7,3 % y -3,2 %, respectivamente) como consecuencia de la nueva depreciación de sus divisas respecto al euro¹⁴.

La gran mayoría de los sectores terminaron el tercer trimestre con caídas, aunque las de mayor intensidad volvieron a concentrarse en aquellos sectores donde el impacto de los rebotes y de la crisis económica es más intenso, como la banca, el turismo y las compañías petrolíferas. Los mayores retrocesos (véase cuadro 4) se observaron en el sector del petróleo, en el que la principal compañía petrolífera (Repsol) sigue acusando los bajos precios del crudo¹⁵. Asimismo, y a pesar del anuncio de la fusión¹⁶ de Bankia y Caixabank, que impulsó transitoriamente al alza las cotizaciones de los bancos, el sector bancario retrocedió más del 20 % en el trimestre en un escenario de caída de la actividad comercial y los márgenes más intenso, así como de morosidad y riesgos al alza, lo que reduce el valor de este sector en España frente al de otros países europeos¹⁷. Además, continuaron las caídas en el sector de servicios de consumo, en el que volvieron a destacar los fuertes retrocesos de la principal aerolínea (IAG), que acusa la brusca caída de su actividad, así como de las empresas del sector turístico¹⁸. A todo ello, hay que unir la salida a finales de septiembre de BBVA y Telefónica del índice bursátil europeo Eurostoxx 50¹⁹, lo que ha presionado

... una tendencia que se explica por el hecho de que los sectores más castigados en España, banca y servicios de consumo, tienen una importancia relativa mayor en el índice.

La caída del índice general contrasta con los avances de las cotizaciones de los índices de empresas de tamaño mediano y pequeño, donde hay más presencia de compañías tecnológicas y farmacéuticas, que evolucionan mejor en el contexto de la crisis.

La mayoría de los sectores terminaron el trimestre con caídas, aunque las de mayor intensidad se concentraron en los sectores de la banca, los servicios de consumo y las compañías petrolíferas.

14 En el tercer trimestre del año el euro se apreció respecto al real brasileño un 7 %, mientras que lo hizo un 0,2 % respecto al peso mexicano.

15 El precio del petróleo se mantuvo en torno a 41 dólares en el tercer trimestre y los precios de los futuros sobre el petróleo para los próximos meses no anticipan alzas.

16 Bankia y Caixabank anunciaron conversaciones a comienzos de septiembre sobre una posible fusión, que fue aprobada por los consejos de ambas entidades en la segunda mitad del mes.

17 La capitalización de los bancos españoles, que tradicionalmente había sido la mayor en Europa, ha caído hasta situarse en tercer lugar, por detrás de la banca francesa y la italiana.

18 Las principales compañías ligadas al sector aéreo y al turismo acumulan fuertes caídas en el año: IAG (85 %), Meliá (60 %), NH Hotel Group (45 %) y Aena (30 %).

19 Ambas compañías abandonaron el índice el 18 de septiembre, del que formaban parte desde su creación, junto a Société Générale, Fresenius y Orange.

a la baja ambas cotizaciones y sus correspondientes índices sectoriales, puesto que estas dos compañías salieron de las carteras de muchos inversores internacionales, fondos de inversión y ETF que replican los principales índices del mercado.

Otros sectores como el de las telecomunicaciones y la construcción también registraron retrocesos importantes.

Asimismo, también destacó la evolución negativa de los sectores de las telecomunicaciones y la construcción, así como, en menor medida, del de los seguros. En el sector de las telecomunicaciones, la principal compañía (Telefónica) sigue acusando no solo la reducción de márgenes por el efecto de la competencia, sino también las incertidumbres que afectan a sus filiales en Latinoamérica, a lo que se añade su salida del Eurostoxx 50. Por su parte, las compañías de la construcción se ven afectadas por el retroceso de la inversión en capital, mientras que las aseguradoras lo están, al igual que los bancos, por los bajos tipos de interés.

Entre las compañías que presentaron un comportamiento positivo destacaron las compañías productoras de bienes industriales y de materias primas, las de alimentación, las inmobiliarias y las textiles.

En la parte positiva destacaron las compañías productoras de bienes industriales y materias primas debido a la vuelta a la actividad industrial, así como a su carácter más cíclico, que les permitiría beneficiarse del previsible futuro proceso de recuperación. Asimismo, presentaron leves alzas las compañías de alimentación por su carácter anticíclico, las inmobiliarias y las del sector textil, entre las que la principal compañía (Inditex) destacó por su capacidad de adaptación al nuevo entorno competitivo y tecnológico.

Los efectos de la crisis han alterado de modo significativo la capitalización de las compañías y, en consecuencia, el valor de la estructura productiva del país.

Los efectos de la crisis han afectado de modo significativo la capitalización de las compañías españolas y el valor de la estructura productiva del país, de modo que la mayor compañía española por capitalización sigue siendo la textil Inditex, pero ganan peso las empresas del sector eléctrico por su carácter defensivo, debido a la estabilidad de sus negocios e ingresos, así como las de carácter tecnológico como Cellnex Telecom, en detrimento de los bancos, las compañías tradicionales de telecomunicaciones como Telefónica y las energéticas como Repsol.

Índices				% s/				
	2017	2018	2019	IV 19 ¹	I 20 ¹	II 20 ¹	III 20 ¹	dic.-19
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	3,3	-28,9	6,6	-7,1	-29,7
Madrid	7,6	-15,0	10,2	3,0	-29,4	6,4	-7,4	-30,4
Ibex Medium Cap	4,0	-13,7	8,4	11,1	-31,0	7,8	0,5	-25,3
Ibex Small Cap	31,4	-7,5	11,9	5,0	-24,6	17,5	7,8	-4,6
FTSE Latibex All-Share	9,0	10,3	16,3	7,8	-46,3	14,4	-7,3	-43,1
FTSE Latibex Top	7,3	14,8	15,3	8,4	-43,3	14,6	-3,2	-37,1
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	10,5	-27,1	-27,1	4,3	-40,7	1,0	-19,8	-52,0
Banca	10,6	-29,0	-29,0	3,8	-41,9	0,9	-20,6	-53,4
Seguros	0,1	-12,8	-12,8	-0,9	-36,4	4,8	-8,7	-39,1
Inmobiliarias y otros	17,6	-26,1	-26,1	-1,3	-31,3	5,8	7,4	-22,0
Petróleo y energía	3,9	6,1	6,1	-3,2	-13,9	10,6	-1,8	-6,5
Petróleo	9,9	-4,5	-4,5	-2,9	-40,2	-6,6	-26,5	-58,9
Electricidad y gas	2,0	8,9	8,9	-3,4	-7,7	12,9	1,0	5,3
Mat. básicos, industria y construcción	2,6	-8,6	-8,6	4,1	-30,5	11,5	-1,5	-23,7
Construcción	9,9	-3,4	-3,4	0,1	-29,2	11,3	-11,0	-29,9
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-19,3	-10,4	-10,4	15,9	-20,4	10,7	23,8	9,1
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	14,2	-25,3	-25,3	8,9	-38,7	13,8	3,5	-27,8
Ingeniería y otros	-9,9	-21,3	-21,3	1,4	-44,3	-20,9	1,3	-31,9
Tecnología y telecomunicaciones	7,5	-5,5	-5,5	-0,3	-30,3	11,0	-9,7	-30,1
Telecomunicaciones y otros	-5,1	-8,2	-8,2	-7,0	-23,8	13,3	-16,2	-27,7
Electrónica y software	36,6	-0,1	-0,1	11,4	-40,1	6,6	1,9	-34,9
Bienes de consumo	-2,1	-16,7	-16,7	11,3	-19,1	-0,3	-0,8	-20,0
Textil, vestido y calzado	-10,4	-23,1	-23,1	10,7	-24,8	-0,4	0,9	-24,4
Alimentación y bebidas	5,2	-8,4	-8,4	4,0	-2,1	9,8	1,6	9,2
Productos farmacéuticos y biotecnología	14,6	-6,4	-6,4	13,9	-8,6	-3,6	-5,4	-16,0
Servicios de consumo	23,3	-19,7	-19,7	12,3	-50,2	8,8	-11,8	-52,2
Autopistas y aparcamientos	-3,1	39,5	-34,7	2,4	-49,1	4,4	-17,7	-56,3
Transporte y distribución	-15,7	32,3	-11,5	15,6	-52,5	12,5	-12,4	-53,2

Fuente: BME y Thomson Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

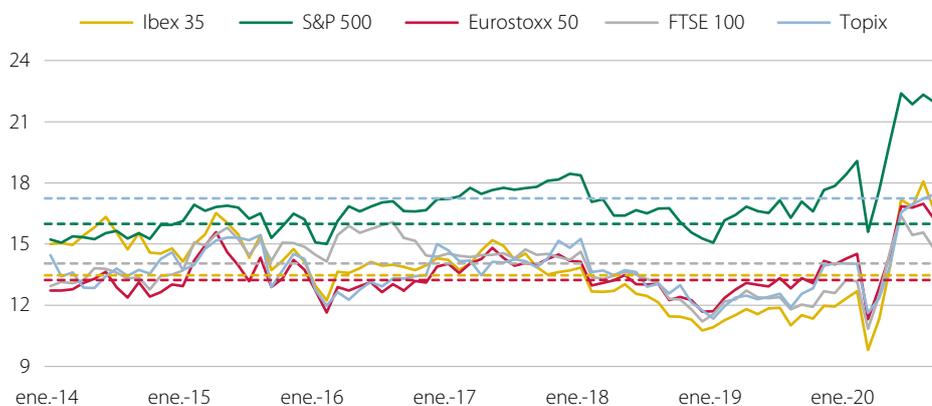
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

El nuevo retroceso de las cotizaciones propició un descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER), desde 17,2 en junio a 16,6 en septiembre, manteniéndose el indicador en valores elevados y por encima de su media histórica.

El nuevo retroceso de las cotizaciones, junto con una menor volatilidad de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, provocó que la ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción cayese en el tercer trimestre. Es de esperar que en los próximos meses continúen los ajustes en esta ratio conforme las estimaciones de beneficios esperados recojan de modo más preciso la repercusión de la pandemia en los resultados de las empresas. El valor de esta ratio en el caso del Ibex 35 cayó desde 17,2 a mediados de junio hasta 16,6 en septiembre, aunque llegó a situarse en 18,1 veces en agosto, alcanzando así sus niveles más altos desde el año 2002. Asimismo, como refleja el gráfico 13, las ratios PER de los índices bursátiles más relevantes a nivel global también presentaron una evolución similar en el trimestre, aunque con distinta intensidad, lo que situaba el valor del indicador español por encima de los valores de otros índices europeos. Con la excepción del japonés Topix, todas las ratios PER de los principales índices volvieron a situarse por encima de sus valores medios durante el periodo 2010-2020.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad, que alcanzó en el primer trimestre su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, se ha ido moderando progresivamente hasta normalizarse en el tercer trimestre.

La volatilidad del Ibex 35, que en el primer trimestre había alcanzado su nivel más alto desde la crisis financiera de 2008, se fue moderando progresivamente a lo largo del segundo trimestre para normalizarse en el tercero, cuando su promedio (22,18 %) se situó en niveles moderados²⁰, pero aún superiores a los valores registrados antes de la crisis (véase gráfico 14). Este comportamiento descendente siguió la tendencia de otros índices internacionales como el Eurostoxx 50 (20,3 % de media en el trimestre), aunque los retrocesos fueron más pronunciados en el caso de los índices estadounidenses.

20 Valores similares a los alcanzados a lo largo del ejercicio 2016 (23,7 %), aunque muy lejos de los cercanos al 10 % —en mínimos históricos— en los que había cerrado 2019.

Volatilidad histórica del Ibex 35

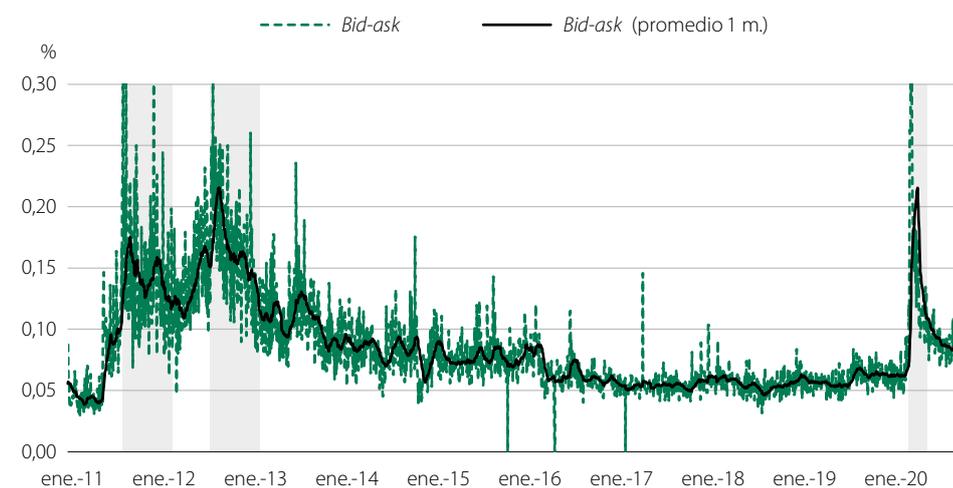
GRÁFICO 14



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

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 15



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 prohibiciones más recientes: la primera por 1 día (13 de marzo), que afectó a 69 entidades, y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, estimadas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), que se habían deteriorado de modo significativo en la primera parte del año, acusando la elevada volatilidad de los mercados y, en menor medida, las restricciones establecidas por la CNMV a la operativa en corto sobre un número elevado de valores, fueron mejorando progresivamente desde la última parte del segundo trimestre hasta alcanzar valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis. En promedio trimestral, este indicador se situó en el 0,086 % en el tercer trimestre del año, por debajo del 0,107 % y el 0,111 % del primer y segundo trimestre, respectivamente, así como de la media histórica del

Las condiciones de liquidez evaluadas mediante el diferencial bid-ask han mejorado de forma progresiva hasta alcanzar valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis (y por debajo del 0,091 % de media histórica del indicador).

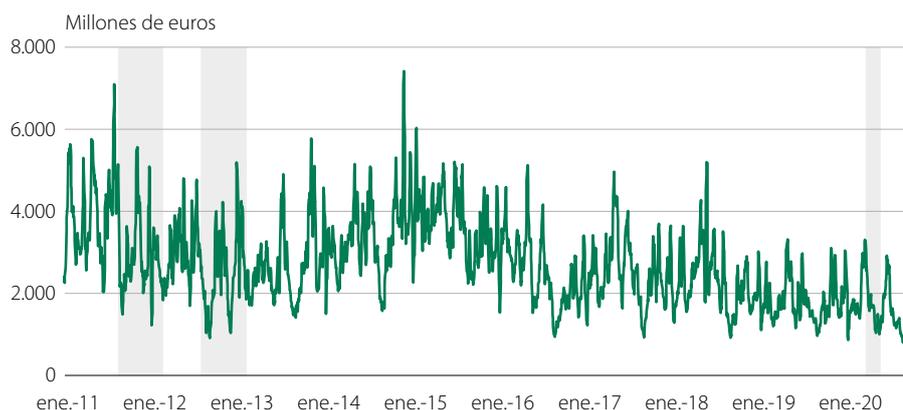
indicador (0,091 %). Sin embargo, estos valores están todavía por encima de los registros observados durante los últimos años, cercanos al 0,06 % (véase gráfico 15).

En este contexto de nuevas caídas de las cotizaciones, la contratación de valores españoles alcanzó su nivel más bajo en un trimestre de los últimos años, retrocediendo un 16,2 % en términos interanuales.

En este entorno de nuevas caídas de las cotizaciones, la contratación de renta variable española retrocedió de modo significativo hasta alcanzar poco más de 152.000 millones de euros en el tercer trimestre del año, un 16,2 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior y el volumen más bajo en un trimestre de los últimos 5 años. Así, a pesar de la mejora transitoria del primer trimestre, se observa una tendencia de caída de los volúmenes de negociación, circunstancia que no sucede en otras plazas europeas²¹, en las que la contratación mantiene unos volúmenes elevados y crecientes y en las que determinadas modalidades de negociación como la algorítmica y la de alta frecuencia²² pierden incentivos debido al descenso de los niveles de volatilidad. La negociación de valores españoles acumulada en el ejercicio se situó en 583.400 millones de euros, un 2,2 % menos que en 2019. La contratación media diaria del mercado continuo en el tercer trimestre alcanzó 1.248 millones de euros (la más baja de los últimos años, -18 % en variación interanual), por debajo de los registros de los trimestres previos (1.995 millones en el primero y 1.745 en el segundo) y de los 1.820 millones de euros del ejercicio anterior.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Las áreas sombreadas del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 prohibiciones más recientes: la primera por 1 día (13 de marzo), que afectó a 69 entidades, y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo, que afectó a todas las entidades.

1 Media móvil de 5 sesiones hábiles.

La proporción de la negociación realizada por internalizadores sistemáticos se mantuvo en el 15 %...

La negociación efectuada por internalizadores sistemáticos, que es una modalidad no sujeta a reglas de mercado, mostró en el tercer trimestre del año una proporción cercana al 15 % de la negociación total de los valores españoles (definiendo

21 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta agosto creció de modo destacado en los principales mercados de valores europeos e internacionales: un 33,9 % en Euronext, un 8,8 % en London Stock Exchange Group (Londres e Italia) y un 38,5 % en Deutsche Börse entre los mercados europeos, así como un 104,1 % y un 48,6 % en los estadounidenses NYSE y Nasdaq, respectivamente, y un 19,5 % en el japonés Japan Exchange Group.

22 Denominada *High Frequency Trading (HFT)*.

negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado y la realizada por internalizadores sistemáticos). Esta proporción se ha mantenido relativamente estable en el rango de 15-18 % desde hace casi 2 años.

En cuanto a la distribución del importe total de valores españoles negociado en el año, 312.253 millones de euros correspondieron al mercado regulado español y el resto, a otros centros de negociación y mercados competidores. El importe negociado en BME retrocede en los 3 primeros trimestres del año un 6,7 % interanual, volviendo a caer su cuota de mercado hasta alcanzar un nuevo mínimo histórico del 52,1 %, 1 décima por debajo del anterior mínimo histórico alcanzado en el primer trimestre. De este modo, a pesar de la recuperación observada en el segundo trimestre, la importancia relativa de la negociación del mercado regulado presenta una tendencia decreciente, con altibajos constantes, y, en paralelo, la del resto de centros de negociación y mercados competidores se consolida, con fluctuaciones holgadamente por encima del 40 %. Además, la relevancia de estos últimos tiende a aumentar en el caso de periodos de elevada volatilidad, que favorecen la negociación algorítmica y de alta frecuencia y que habitualmente tienen lugar en mayor medida en los centros competidores del mercado regulado.

La contratación en valor absoluto de las acciones españolas en estos centros competidores presenta también caídas tanto en el trimestre como en el conjunto del año, aunque inferiores a las de BME. Volvió a destacar el mercado Cboe Global Markets (Cboe), que opera mediante dos libros de órdenes diferentes —BATS y Chi-X— y que continuó ganando peso. Su contratación fue cercana a los 59.000 millones de euros en el trimestre, lo que representa el 80 % de la negociación en el exterior y casi tres cuartas partes de lo contratado en BME. Asimismo, al contrario de lo sucedido en trimestres anteriores —cuando lo habitual era cambiar la distribución entre sus libros de órdenes en beneficio de BATS—, Chi-X recuperó parte de la contratación. En el caso de los demás centros competidores de BME, tanto Turquoise como el resto de operadores mantuvieron su cuota de mercado sin apenas cambios en el 6,3 % y 13,7 %, respectivamente, pues los retrocesos en sus volúmenes fueron similares a los de la negociación total en el trimestre (véase cuadro 5).

... lo que permitió que la contratación en centros de negociación y mercados competidores distintos del mercado de origen alcanzara el 48,1 % del total, su valor más alto de toda la serie histórica.

El mercado Cboe Global Markets sigue liderando la negociación de acciones españolas en el exterior, con el 80 % del total contratado, y cada vez gana mayor peso respecto a BME.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 5

Millones de euros

	2016	2017	2018	2019	I 20	II 20	III 20
Total	877.413,3	932.771,9	930.616,1	805.833,0	244.429,7	186.968,4	152.027,8
Admitida en SIBE	877.402,7	932.763,1	930.607,1	805.826,6	244.428,6	186.967,8	152.027,6
BME	631.107,2	633.385,7	579.810,4	460.267,4	126.698,3	106.928,9	78.626,0
Chi-X	117.419,4	117.899,2	106.869,7	80.678,9	22.954,9	13.130,9	13.529,9
Turquoise	51.051,8	44.720,1	42.833,4	30.550,6	7.954,3	5.019,6	4.607,6
BATS	44.839,8	75.411,6	171.491,3	176.093,6	62.025,5	51.263,8	45.202,7
Otros	32.984,5	61.346,5	29.552,2	58.236,1	24.795,5	10.624,5	10.061,4
Corros	7,5	8,1	8,2	6,2	1,1	0,6	0,2
Madrid	3,2	1,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0
Barcelona	4,1	6,3	7,4	3,2	1,0	0,6	0,2
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Segundo mercado	3,2	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	6.033,0	6.908,0	3.517,1	3.480,5	987,7	1.265,4	1.041,4
MAB	5.066,2	4.987,9	4.216,3	4.007,7	1.145,3	809,5	629,9
Latibex	156,7	130,8	151,6	136,6	29,2	24,5	16,4
ETF	6.045,2	4.464,1	3.027,6	1.718,0	819,0	671,4	431,3
Total contratación BME	648.418,9	649.885,3	590.732,0	469.616,6	129.680,6	109.700,3	80.745,2
% de RV española en BME respecto al total de RV española	71,9	68,3	62,6	57,4	52,2	57,5	52,1

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

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

Las ampliaciones de capital con captación de recursos alcanzaron su nivel más alto desde el tercer trimestre de 2019 y el doble de lo emitido en la primera mitad del año. Asimismo, aumentaron las ampliaciones bajo el formato dividendo elección, destinadas al pago de dividendos.

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales se situaron en 5.108,5 millones de euros en el tercer trimestre, de los que 4.024,6 millones correspondieron a ampliaciones con captación de recursos, su valor más alto desde el mismo trimestre del ejercicio 2019 y el doble de todo lo emitido en el primer semestre del año (véase cuadro 6). El importe de las ampliaciones de capital se concentró en su mayoría en ampliaciones de capital con derecho de suscripción preferente, mientras que el resto correspondió prácticamente en su totalidad al formato de dividendo elección. Las primeras alcanzaron los 4.000 millones, el mayor importe desde el tercer trimestre del año 2017²³, correspondiendo a una única ampliación de capital de la compañía Cellnex Telecom, mientras que las segundas se situaron en 1.084 millones de euros, un importe similar al del mismo trimestre de 2019, que se corresponde con el pago en julio del dividendo según este formato de las principales compañías energéticas, de telecomunicaciones y constructoras nacionales. Como era de

23 En el tercer trimestre de 2017 tuvo lugar una ampliación de capital del Banco de Santander por un importe superior a 7.100 millones de euros.

prever, el pago de dividendos bajo el formato dividendo elección ha recuperado atractivo entre las empresas porque les permite mantener parcialmente la política de dividendos con sus accionistas e inversores y, a la vez, fortalecer sus balances para hacer frente a los efectos de la pandemia.

En el conjunto del año las ampliaciones de capital totales se sitúan cerca de los 7.300 millones de euros, por encima de los 5.670 millones del mismo periodo del ejercicio anterior. De este importe, el 78 % correspondió a ampliaciones con captación de recursos. Asimismo, como había ocurrido en el primer semestre del año y en 2019, no hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) en el trimestre y el mantenimiento del escenario de incertidumbre esperado para los próximos ejercicios sigue dificultando alguna operación de este tipo en un futuro próximo²⁴. Además, la sociedad MásMóvil Ibercom fue objeto de una opa que se saldó con éxito, habiendo anunciado la sociedad compradora su intención de que sea excluida de bolsa en los próximos meses.

Por otro lado, los principales bancos han anunciado su intención de recuperar los pagos de dividendo en efectivo para el próximo ejercicio, para lo que habrán de contar con el beneplácito de los supervisores financieros, que junto con la Junta Europea de Riesgo Sistémico instaron a las entidades financieras y aseguradoras a que suspendiesen el pago de dividendos hasta enero de 2021.

No se ha producido ninguna OPV en lo que va de año, al igual que sucedió en 2019.

Las entidades financieras, que no pueden repartir dividendos en los próximos meses por las decisiones de los supervisores financieros, han anunciado su intención de retomarlos en 2021.

24 A pesar de ello, sí se detecta en los mercados internacionales un aumento de OPV, relacionadas en su mayoría con empresas de carácter más tecnológico. El mercado español no parece ajeno a esta tendencia, pues en los primeros días de octubre una compañía del sector de las energías renovables indicó que estaba preparando su salida al mercado continuo mediante una OPS destinada a inversores cualificados. De materializarse, esta sería la primera salida a bolsa de una compañía desde diciembre de 2018, cuando comenzó a cotizar Solarpack.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2017	2018	2019	IV 19	I 20	II 20	III 20
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	47	46	47	12	8	8	8
Ampliaciones de capital	45	45	47	12	8	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	91	81	52	15	8	8	8
Ampliaciones de capital	84	80	52	15	8	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	7	1	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	25.787,7	7.389,9	8.240,6	4.132,9	174,9	1.518,4	4.024,6
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	3.132,8	0,0	50,0	3.999,5
Sin derecho de suscripción preferente	956,2	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0
De las cuales ampliación	68,8	0,0	30,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	821,8	1.999,1	500,0	500,0	0,0	750,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	8.469,3	2.999,7	2.034,2	0,0	12,5	0,0	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	341,1	162,4	0,0	0,0
Otras	6.060,2	913,9	611,8	159,0	0,0	718,4	25,1
Ampliaciones de capital liberadas⁴	3.807,3	3.939,7	1.565,4	2,6	396,4	93,5	1.083,9
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	1,3	396,4	93,5	1.083,9
Total ampliaciones de capital	29.595,0	11.329,6	9.806,0	4.135,5	571,3	1.611,9	5.108,5
Ofertas públicas de venta	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	13	8	12	4	5	3	1
Número de emisiones	15	12	17	4	6	3	1
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	200,5	18,3	9,9	35,0
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	200,5	18,3	9,9	35,0
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	196,3	0,1	0,0	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

La evolución de los precios de la renta variable durante los últimos meses ha venido marcada, a nivel global, por la expansión del COVID-19. La rápida evolución de esta pandemia obligó a muchos países a implantar medidas de confinamiento sobre sus poblaciones que causaron una interrupción notable de su actividad productiva. En este contexto los índices bursátiles más importantes registraron fuertes descensos durante el primer trimestre del año y en especial durante el mes de marzo.

Concretamente, el 12 de marzo de 2020 los índices bursátiles europeos experimentaron caídas extraordinariamente elevadas. La del Ibex 35 fue del 14,1 %, la mayor en una sola jornada en sus 28 años de historia. Ante esta situación, la CNMV acordó prohibir las ventas en corto durante la jornada del 13 de marzo sobre todas las acciones líquidas admitidas a negociación en las bolsas de valores españolas cuyo precio hubiese caído más de un 10 % en la sesión anterior (12 de marzo) y sobre todas las acciones ilíquidas¹, cuando dicha caída hubiese superado el 20 %. La prohibición afectó a 69 valores en total y se realizó al amparo de lo previsto en el artículo 23 del Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012.

Tras una nueva sesión de fuertes caídas el 16 de marzo, conforme al artículo 20 del citado reglamento, la CNMV prohibió, durante un mes que se prorrogó a dos², la constitución o el incremento de posiciones cortas netas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles respecto de las que la CNMV es la autoridad competente. En esa fecha, el Ibex 35 cayó un 7,9 %, que se acumulaba a los descensos anteriores. La prohibición se realizó en atención a la excepcionalidad de la situación y a la incertidumbre existente en el mercado, que podía estar reforzando la tendencia vendedora y alentando una espiral bajista. Al día siguiente, las autoridades supervisoras equivalentes a la CNMV de Francia, Italia, Bélgica, Austria y Grecia adoptaron medidas similares.

La norma permite adoptar esta medida para preservar la estabilidad financiera y la confianza de los inversores en momentos en los que hay turbulencias que se pueden traducir en movimientos de precios desordenados. Pero esta actuación también puede afectar a la eficiencia de los mercados, es decir, una prohibición de este tipo puede reducir la velocidad a la que se ajustan los precios a la información disponible y deteriorar algunas medidas de liquidez, como la horquilla *bid-ask* o el propio volumen de negociación. Por ello, la CNMV decidió realizar un estudio³ para determinar cuál había sido el impacto, en términos de eficiencia de mercado, de las restricciones sobre la operativa en corto descrita anteriormente. En concreto, se examinó su repercusión en algunas medidas de liquidez (como la horquilla *bid-ask*, el volumen de contratación o la ratio de Amihud⁴) y también en la evolución y la volatilidad intradía de los precios. Además, el estudio analizó si la prohibición pudo influir en el riesgo de crédito de los emisores financieros y no financieros cuyos valores cotizan en los mercados de renta variable. Para ello, se trató de establecer la relación entre las prohibiciones y la cotización de los CDS a 5 años de varios emisores españoles.

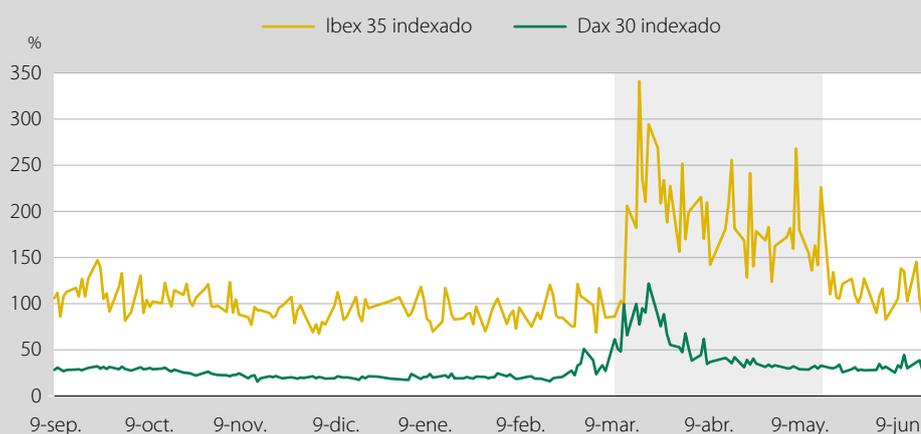
La primera parte del análisis se basó en establecer una comparativa entre lo sucedido durante el periodo de las prohibiciones con los componentes del Ibex 35 y con los de otro índice comparable en un mercado sin prohibición, en este caso el Dax 30 alemán. Se estudiaron variables relacionadas con las rentabilidades, volatilidades y medidas de liquidez de las acciones cotizadas que integran el Ibex 35 y el Dax 30 entre el 9 de septiembre de 2019 y el 19 de junio de 2020. Por tanto, se recogieron datos suficientes de sesiones previas y posteriores a la adopción de la prohibición de aumentar o constituir posiciones cortas netas por parte de la CNMV. En una segunda parte del análisis y utilizando el mismo periodo de tiempo, se observó cómo pudieron influir estas restricciones en el riesgo de crédito de los emisores de los valores sujetos a ellas, en comparación con los valores del mercado en el que no lo estaban.

De los análisis descriptivos y econométricos que se realizaron en el estudio se obtuvieron las siguientes conclusiones:

- Los diferenciales *bid-ask* de las acciones del Ibex 35 y del Dax 30 se incrementaron en los primeros días tras el establecimiento de la prohibición y después tendieron a reducirse. El incremento inicial en términos relativos fue más intenso en el caso de los valores españoles, por lo que, a pesar de la disminución posterior, solo se alcanzaron los valores precrisis una vez se levantó la prohibición. En cambio, en los valores alemanes la recuperación fue más rápida. El análisis econométrico revela que los valores sujetos a la prohibición habrían experimentado un deterioro de la liquidez en relación con la situación de no prohibición, efecto que, aunque atenuado, persiste una vez levantada la prohibición.

Bid-ask diarios de los mercados español y alemán
(índice = 100 corresponde a 12/03/2020)

GRÁFICO R3.1



Fuente: Datastream y elaboración propia. El área sombreada indica el periodo en el que la CNMV prohibió la constitución o el incremento de posiciones cortas sobre acciones admitidas a cotización en centros de negociación españoles.

- La contratación de las acciones del Ibex 35 disminuyó una vez se adoptó la prohibición hasta alcanzar cotas inferiores a la de la contratación registrada en el periodo anterior a la crisis. Una vez que la prohibición concluyó, se

produjo un nuevo aumento de esta. Por su parte, la contratación de los componentes del Dax 30 durante la prohibición disminuyó de forma notable tras dicho anuncio y su tendencia fue similar a la de los del Ibex 35. Una vez levantada la prohibición, la contratación de ambos mercados siguió comportándose de manera similar. En este caso, del análisis econométrico se concluye que la prohibición no tuvo un impacto significativo en la contratación de los valores sujetos a ella.

- La media de la ratio de Amihud aumentó durante el periodo de prohibición tanto para los valores integrantes del Ibex 35 como los del Dax 30. Esto sugiere que ambos mercados perdieron profundidad durante el periodo, lo que cabría atribuir al entorno generalizado de grandes turbulencias. Si se atiende a la evolución temporal durante la prohibición, se observa que los componentes del Ibex 35 perdieron más profundidad que los del Dax 30. Sin embargo, una vez la prohibición dejó de estar en vigor, ambos mercados ganaron en profundidad y alcanzaron cotas similares a las registradas antes de esta. Por su parte, el análisis econométrico no encontró evidencia de que la prohibición tuviera un efecto negativo en la ratio de Amihud de los valores sujetos a ella. La mayor pérdida de profundidad de los valores españoles podría explicarse en mayor medida por el mayor riesgo-país de estos valores que por la prohibición en sí misma.
- Para ambos índices de renta variable se observa que la volatilidad fue mayor durante la prohibición que en el periodo inmediatamente anterior. Solo en las últimas sesiones, una vez que la prohibición ya no estaba en vigor, los niveles de volatilidad fueron similares a los valores previos a las turbulencias. No se observó que la volatilidad tuviera un comportamiento diferente durante la prohibición con respecto al que hubiera tenido sin ella.
- Tampoco se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún efecto diferencial en la evolución de los precios de las acciones que componen el Ibex 35 en relación con la evolución de los precios de las acciones del Dax 30, ni tampoco con respecto a la situación anterior a la prohibición.
- Finalmente, se pudo comprobar cómo los diferenciales de crédito aumentaron de forma notable en torno a los días previos a la puesta en marcha de la prohibición. Estos diferenciales se fueron reduciendo a medida que la pandemia en Europa se fue moderando, si bien se encontraban todavía por encima de su nivel precrisis. En este sentido, los valores alemanes se recuperaron en mayor medida que los españoles. En cuanto al análisis econométrico, no se encontró evidencia de que la prohibición tuviera ningún tipo de influencia en los diferenciales de riesgo de crédito de los emisores de renta variable españoles durante su vigencia ni después de que se levantara.

En definitiva, el análisis realizado no ha encontrado evidencia reseñable de efectos imputables a la prohibición de constituir o incrementar las posiciones cortas netas en variables relevantes como los volúmenes de contratación, los precios, la volatilidad o el riesgo de crédito de los emisores afectados, identificando únicamente un aumento mayor en los diferenciales *bid-ask* (es decir, un cierto deterioro de su liquidez), que después ha persistido en cierta medida.

- 1 Según el Reglamento Delegado (UE) n.º 918/2012 de la Comisión, de 5 de julio de 2012.
- 2 La prohibición se realizó en un principio hasta el 17 de abril, prorrogable por periodos adicionales no superiores a tres meses si fuese necesario. En la práctica, las prórrogas se realizan cada mes. En este caso la prohibición estuvo en vigor hasta el 18 de mayo, después de una prórroga que comenzó el 18 de abril.
- 3 El estudio completo está disponible en: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Informe_ventas_en_corto_23072020.pdf
- 4 La ratio de iliquidez de Amihud se define para cada uno de los valores considerados como:

$$\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \frac{|r_t|}{\text{€}V_t}, \text{ donde } |r_t| \text{ es la rentabilidad diaria en valor absoluto y } \text{€}V_t \text{ la contratación diaria en euros.}$$

La ratio se ha calculado teniendo en cuenta 5 sesiones, por tanto t es igual a 5. Al ser una ratio de iliquidez, cuanto mayor sea su valor, menos liquidez existe para ese valor. Cuando se ha calculado la ratio para todo un mercado, se ha calculado como la media simple de la ratio individual de los valores que cotizan en ese mercado.

3.2 Los mercados de renta fija

Las tensiones registradas en los mercados de deuda en los primeros momentos de la crisis se disiparon con posterioridad tras las medidas adoptadas por el BCE, entre las que destacó un plan específico para paliar los efectos de la pandemia, el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).

Los mercados de deuda, que en marzo habían sufrido tensiones transitorias en las primas de riesgo de la deuda pública y privada de aquellos Estados y compañías más vulnerables, vieron cómo los descensos en los rendimientos de estos activos observados en el segundo trimestre continuaron en el tercero hasta situarse en su mayoría en niveles inferiores a los de principio del año. Esta evolución se debió a las medidas extraordinarias adoptadas por los bancos centrales y que fueron ratificadas en meses posteriores. Como se mencionó en el epígrafe 2.1, estas medidas incluyen abundantes compras de deuda tanto pública como privada y operaciones de financiación a los bancos en condiciones favorables²⁵, además de una perspectiva de estabilidad de los tipos de interés oficiales en niveles reducidos por un periodo de tiempo prolongado.

En este contexto, los tipos de la deuda pública y privada, así como las primas de riesgo, presentaron, en general, descensos en el tercer trimestre del año.

En este contexto, los tipos de interés de la deuda española, tanto pública como corporativa, al igual que los de las grandes economías europeas, presentaron ligeras caídas en el tercer trimestre. Estas caídas fueron algo más intensas en las economías del sur de Europa, en las que la repercusión de las compras del BCE es mayor. Así, el rendimiento del bono soberano español disminuía 22 p.b. en el trimestre mientras que la prima de riesgo lo hacía 16 p.b., hasta situarse en 77 p.b., todavía por encima de los 65 p.b. en los que empezó el año. A este comportamiento también contribuyó el efecto positivo de los fondos de reactivación económica acordados en el seno de la Unión Europea.

A pesar de la abundante liquidez, las emisiones de renta fija del tercer trimestre descendieron en relación con el trimestre anterior, pues las compañías ya habían acumulado recursos en los meses anteriores.

A pesar de la abundante liquidez y de las mayores facilidades para colocar deuda gracias a las compras del BCE, las emisiones de renta fija de los emisores españoles registradas en la CNMV descendieron en el tercer trimestre en relación con el anterior, pero siguen presentando importantes avances en términos interanuales (del 40 % en lo que va de año). Muchas compañías habían acumulado ya en el segundo trimestre suficientes recursos financieros para afrontar las incertidumbres y la crisis

²⁵ El BCE adjudicó 174.464 millones de euros a 388 entidades en la subasta de liquidez a plazo de 3 años de septiembre, lo que supone un 86 % menos que el récord histórico de la subasta de junio, en la que se adjudicaron 1,308 billones de euros.

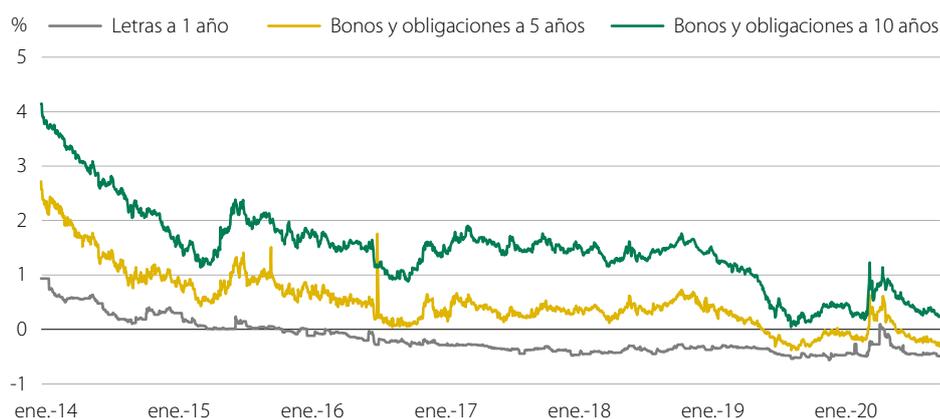
económica, aprovechando las condiciones del mercado para refinanciarse a plazos más largos y a un coste más reducido.

El rendimiento de la deuda a corto plazo presentó una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el tercer trimestre, registrándose leves retrocesos en el caso de la primera y ligeras alzas en el de la segunda. Los tipos de la deuda pública a corto plazo se acercan a sus mínimos históricos y se encaminan hacia su sexto año consecutivo de valores negativos para todo el tramo de la curva, al amparo de la política monetaria ultraexpansiva del BCE, que incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días. Así, a finales de septiembre el rendimiento en el mercado secundario de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,51 %, el -0,46 % y el -0,49 %, respectivamente, su nivel más bajo en el año y en torno a los valores de cierre de 2019. Estos tipos se situaban alrededor del tipo establecido por el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,50 %), con el que habitualmente se alinean y del que se habían alejado durante gran parte de la primera mitad del año. Por otro lado, todas las subastas de Letras en el mercado primario continuaron adjudicándose a tipos negativos y la última efectuada en septiembre alcanzó valores del -0,50 % para todos los plazos de la curva, en línea con los de la subasta anterior.

El rendimiento de las Letras del Tesoro presentó leves descensos, acercándose nuevamente a sus mínimos históricos...

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 17



Fuente: Thomson Datastream.

En el caso de la renta fija privada a corto plazo el comportamiento fue diferente, observándose valores superiores a los del trimestre anterior, como ocurrió ya en el segundo trimestre. Así, a pesar de que los pagarés a corto plazo se pueden beneficiar de los avales del Instituto de Crédito Oficial (ICO), lo que contribuiría a reducir sus tipos de interés de emisión, y de las compras del BCE en el mercado primario, en la práctica solo un número reducido de emisores cumplen las condiciones para beneficiarse del programa de avales²⁶ del primero o entran en el rango de emisores

... mientras que el de la renta fija privada a corto plazo aumentó levemente.

26 Las emisiones de pagarés en el MARF que se han visto avaladas por el programa de avales del ICO han beneficiado, entre otras, a las siguientes compañías: El Corte Inglés, Sacyr, Hotusa, Pryconsa, Vocento, Amper, Tubacex, Aedas Homes y Grupo Pikolin. El importe máximo de los avales cubrirá el 70 % de la emisión de pagarés, que podrán tener un vencimiento máximo de 24 meses y estarán disponibles hasta el 30 de septiembre con las siguientes condiciones para su adjudicación: haber tenido registrado un programa de emisión de pagarés en el MARF antes del 23 de abril, la sede social de la compañía ha de estar localizada en España y los fondos obtenidos no se podrán destinar a dividendos.

elegibles²⁷ para las compras del segundo. Los datos para el mercado español muestran que el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión en el mercado primario alcanzaba en septiembre valores que se situaban entre el 0,39 % de la referencia a 3 meses y el 1,02 % de los pagarés a 12 meses (véase cuadro 7).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-19	mar.-20	jun.-20	sep.-20
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,62	-0,50	-0,58	-0,58	-0,28	-0,48	-0,51
6 meses	-0,45	-0,41	-0,47	-0,47	-0,24	-0,45	-0,46
12 meses	-0,42	-0,33	-0,48	-0,48	-0,28	-0,45	-0,49
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,39	0,24	0,20	0,20	0,19	0,36	0,39
6 meses	0,26	0,19	0,52	0,52	0,23	0,52	0,69
12 meses	0,19	0,07	0,71	0,71	0,58	0,71	1,02

Fuente: Thomson Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los distintos programas de compras de activos del BCE dan lugar a descensos en los rendimientos a largo plazo de los activos de deuda pública...

Por su parte, los tipos de la deuda a medio y largo plazo, tanto pública como privada, mostraron un comportamiento similar a lo largo del trimestre, con suaves descensos al amparo del programa de compras Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), cuyas adquisiciones incluyen activos de emisores públicos y privados²⁸ y que se unió al antiguo programa de compras Asset Purchase Programme (APP), que todavía sigue vigente²⁹. En el caso de la deuda pública estas compras, que ya alcanzan en torno a un 30 % de la deuda española, presionan los tipos a la baja y tienden a amortiguar los anuncios desfavorables relacionados con su calificación crediticia³⁰. Así, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años alcanzaba al cierre de septiembre valores del -0,43 %, el -0,24 % y el 0,25 %, respectivamente (véase cuadro 8), observándose por primera vez en el ejercicio valores negativos en el

27 El BCE puede adquirir deuda a corto plazo en el marco de su programa de compras PEPP; en dicha deuda se podrían incluir los pagarés emitidos por algunas empresas españolas como Endesa, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Red Eléctrica, Ferrovial, Naturgy, Abertis, Aena, ACS, Amadeus, Cellnex, Colonial, ACS y Viesgo. Para ser elegibles estos activos deben contar con un calificación crediticia mínima de BBB- según Standard & Poor's, Fitch y DBRS o de Baa3 según Moody's.

28 El programa de compras de emergencia, que comenzó en marzo, acumulaba compras por importe de 571.309 millones de euros hasta el 2 de octubre; estas, en su mayor parte, correspondían a deuda pública seguida de pagarés y bonos corporativos. Asimismo, los pagarés fueron adquiridos en su mayoría en el mercado primario (85 %), mientras que la deuda corporativa fue adquirida en un porcentaje cercano al 45 % en el mercado primario. Por otro lado, las compras de deuda pública española al amparo de este programa alcanzaban a finales de septiembre 61.030 millones de euros, en torno a un 12 % del total de las compras de activos públicos.

29 Hasta agosto, el BCE había adquirido deuda pública por un importe neto de 2.381.771 millones de euros, de los cuales 280.702 millones correspondían a títulos españoles.

30 Como, por ejemplo, cuando Standard & Poor's anunció a finales de septiembre el cambio de la perspectiva del *rating* de España a negativa como consecuencia de la pandemia.

ejercicio hasta el plazo de 7 años, a la vez que los tipos a 10 años alcanzaban su nivel más bajo desde el mes de marzo.

En el caso de la renta fija privada el comportamiento fue similar, observándose ligeros retrocesos para todos los plazos de la curva, lo que llevó a sus rendimientos a situarse en mínimos históricos. La mayor parte de los grandes emisores de deuda corporativa se benefician de las compras de deuda del BCE, que incluye un programa específico de compra de deuda corporativa³¹, ampliado en la actualidad con las compras de este tipo de deuda desde el nuevo programa PEPP³². Sin embargo, hay que tener en cuenta que en esta clase de deuda la dispersión de rentabilidades es mayor³³, porque no todos los emisores tienen emisiones que forman parte del rango de activos elegibles³⁴. Al cierre de septiembre las rentabilidades de la deuda privada a 3, 5 y 10 años eran del 0,12 %, el 0,06 % y el 0,64 %, respectivamente, lo que representaba una prima de riesgo de entre 30 y 55 p.b. respecto a los activos de deuda pública. Por otro lado, nuevas empresas continúan recibiendo rebajas en sus calificaciones crediticias³⁵ o un cambio a la baja en su perspectiva como consecuencia de los riesgos que afrontan sus actividades³⁶.

... y también de los activos de renta fija privada, aunque en estos últimos hay mayor dispersión, puesto que no todos ellos son elegibles.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo

CUADRO 8

%

	dic.-17	dic.-18	dic.-19	dic.-19	mar.-20	jun.-20	sep.-20
Renta fija pública							
3 años	-0,09	-0,04	-0,29	-0,29	0,02	-0,28	-0,43
5 años	0,31	0,43	-0,06	-0,06	0,26	-0,11	-0,24
10 años	1,46	1,43	0,45	0,45	0,68	0,47	0,25
Renta fija privada							
3 años	0,44	0,67	0,20	0,20	0,48	0,19	0,12
5 años	0,41	0,55	0,23	0,23	0,65	0,40	0,06
10 años	1,16	1,52	0,79	0,79	1,49	0,77	0,64

Fuente: Thomson Datastream, Reuters y elaboración propia.

31 El programa de compras de deuda corporativa (CSPP, *Corporate Sector Purchase Programme*) acumulaba hasta el 18 de septiembre un volumen de compras por importe de 233.073 millones de euros, de los cuales más del 21 % fue adquirido en el mercado primario.

32 El BCE acumulaba a finales de julio bonos corporativos por importe de 17.620 millones de euros y pagará por valor de 34.845 millones de euros adquiridos en el marco de este programa.

33 La muestra utilizada para estimar los tipos de interés incluye un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo que incorpora cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado inversión, bonos de alta rentabilidad e incluso deuda sin calificación crediticia.

34 El BCE exige para sus compras un *rating* mínimo de grado inversión.

35 Entre ellas destacan compañías como Amadeus, IAG, NH Hoteles, Gestamp, Codere, DIA o Madrileña Red de Gas.

36 Según el análisis que se publica en este mismo Boletín sobre la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda de las compañías españolas entre marzo y junio de este año, se ha producido un aumento notable del importe de la deuda dentro de la categoría más baja del grado inversión (BBB y BBB-). El saldo de la deuda BBB del conjunto de emisores españoles, incluidas las AAPP, habría pasado de 149.000 millones de euros a 165.000 millones y el saldo de deuda BBB- lo habría hecho de 55.000 millones de euros a 79.000 millones.

La prima de riesgo soberano siguió descendiendo en el tercer trimestre del año, acercándose a los niveles de comienzos del ejercicio gracias a las compras de deuda del BCE...

La prima de riesgo soberano —medida como el diferencial de rendimiento entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— inició el trimestre en 93 p.b. y desde entonces ha mantenido una tendencia decreciente que la ha llevado a cerrar el periodo en el entorno de los 77 p.b. Al igual que en el caso de los rendimientos de los activos de deuda, las compras de deuda pública del BCE y el anuncio de los fondos para la reactivación económica acordados en el seno de la Unión Europea han permitido que la presión sobre las primas de riesgo siga relajándose y esta se aproxime a los niveles en que comenzó el año. Por otro lado, la prima de riesgo evaluada a través del CDS (*credit default swap*) del bono soberano español —cuyo mercado tiene menor grado de liquidez que el de su subyacente, el bono español— cerró el trimestre en torno a 55 p.b., por lo que presenta un descenso más intenso que la prima de riesgo evaluada mediante la diferencia de rendimientos. El comportamiento de la prima de riesgo soberano —al igual que el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— a corto plazo seguirá determinado por el apoyo del BCE a través de sus compras, si bien a medio plazo se podría ver condicionado por la evolución económica y las medidas presupuestarias y de política fiscal adoptadas.

... que también benefició a la evolución de la prima de riesgo de las compañías del sector privado...

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía siguieron una trayectoria similar a la de la deuda pública, aunque sus descensos fueron algo más moderados tanto para las entidades financieras como para las empresas no financieras. Como muestra el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de septiembre en 93 p.b., 12 p.b. por debajo de su inicio del trimestre, pero muy por encima de los 65 p.b. de comienzos de año; mientras que en el caso de las compañías no financieras la media de las primas de riesgo era en la misma fecha de 68 p.b., frente a los 52 p.b. del cierre de 2019.

... tanto financieras...

En el caso de las entidades financieras, el descenso de las primas de riesgo se produce, como en la deuda soberana, por la intensidad de las compras de activos del BCE, que, además del programa PEEP³⁷, incluye programas específicos de títulos emitidos por los bancos, como las cédulas hipotecarias y las titulizaciones³⁸ (los denominados CBPP3 y ABSPP, respectivamente). En los próximos meses, las entidades financieras se enfrentan a un escenario de incertidumbres y riesgos crecientes como consecuencia de la fuerte caída de la actividad económica, que puede tener repercusión en las primas de riesgo de estos emisores. Este escenario presiona aún más a la baja el margen de intereses de las entidades y favorece el deterioro de los niveles de morosidad, aunque el recorrido de estos últimos podría verse atenuado por los bajos tipos de interés.

37 El BCE acumulaba a finales de julio cédulas hipotecarias (*covered bonds*) por importe de 3.128 millones de euros adquiridos al amparo de este programa.

38 El programa de compras de cédulas hipotecarias acumulaba hasta el 25 de septiembre compras por importe de 287.735 millones de euros, de los cuales más del 37 % fue adquirido en el mercado primario. Por su parte, el programa de compras de titulizaciones (*asset-backed securities*) acumulaba en la misma fecha compras por valor de 29.261 millones de euros, de los que más del 52 % fue adquirido en el mercado primario.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

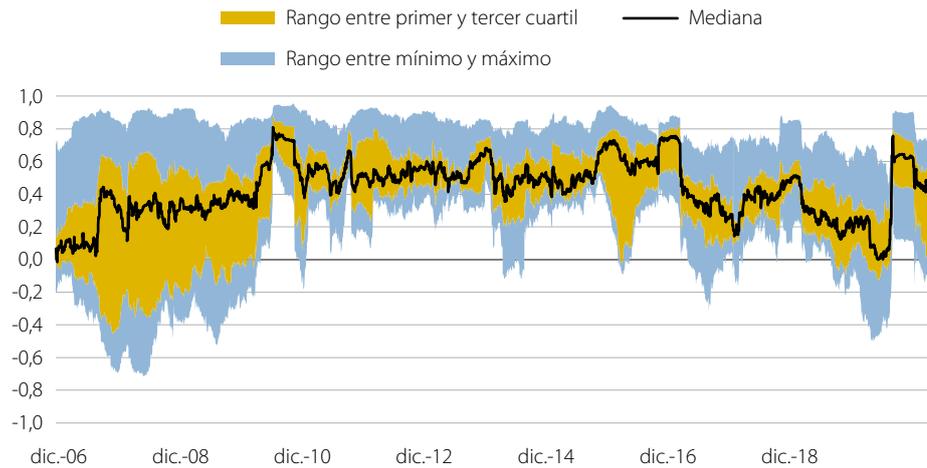
1 Media simple de CDS a 5 años de una muestra de entidades.

En el caso de las compañías no financieras, el descenso de las primas de riesgo fue similar, pese a lo cual se mantienen muy por encima del nivel en el que comenzaron el año. Así, aunque estas compañías también se benefician del efecto positivo de las compras de deuda corporativa por parte del BCE y de las mayores facilidades para acceder a financiación a un coste reducido, sus primas de riesgo acusan el deterioro de sus negocios y las incertidumbres sobre su evolución futura, así como un previsible incremento de sus costes financieros como consecuencia del incremento de su riesgo de crédito.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que, como consecuencia de la crisis, había crecido con mucha intensidad en el primer trimestre del año hasta situarse en su valor más alto desde el segundo semestre de 2016, siguió moderándose en el tercer trimestre, como ya había ocurrido el anterior (véase gráfico 19). Este descenso se originó por la diferente evolución del precio de los activos de deuda y crédito respecto al de las acciones gracias al apoyo del BCE. Así, las incertidumbres y los riesgos originados a raíz de la crisis, que se tradujeron en caídas generalizadas de precios, se mantienen en los activos de renta variable, mientras que el resto de los activos presenta una evolución alcista debido a las medidas de soporte de la autoridad monetaria.

... como no financieras.

La correlación entre los precios de los activos, que había aumentado con mucha intensidad en el primer trimestre del año, tendió a reducirse con posterioridad debido a la diferente evolución entre los precios de las acciones, a la baja, y de la deuda, al alza.



Fuente: Thomson Datastream y elaboración propia.

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

Tras el fuerte aumento de las emisiones de deuda en el segundo trimestre del año, estas se estancaron en el tercero.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el tercer trimestre de 2020 se situaron en 20.731 millones de euros, casi la mitad de las registradas en el trimestre anterior y un 3,8 % más que en el mismo periodo de 2019. En el conjunto del año estas emisiones alcanzan los 77.374 millones de euros (muy por encima de los 55.146 millones de 2019) gracias al dinamismo observado en el primer semestre. En este periodo se observó un avance sustancial de las emisiones de las compañías, que crecieron un 61 % respecto al mismo periodo de 2019, con el objetivo de aumentar sus recursos financieros y de refinanciarse a plazos más largos, ante la posibilidad de que las condiciones financieras se endurezcan en el futuro. En este primer semestre la actividad emisora en el exterior también se incrementó, aunque con menos intensidad (un 7,1 %, hasta situarse en 58.119 millones de euros), por lo que se observó una disminución considerable de la diferencia entre el volumen de las emisiones realizadas en el exterior y las registradas en la CNMV.

Los aumentos más relevantes se han producido en las emisiones de titulización.

En cuanto a la composición de las emisiones del tercer trimestre, los crecimientos más relevantes se observaron en las cédulas territoriales, en los bonos de titulización y en mucha menor medida en los pagarés. El resto de activos registró caídas significativas, destacando las de las cédulas hipotecarias y las de las cédulas de internacionalización. En el caso de las primeras, su actividad está condicionada por la evolución del saldo de créditos hipotecarios en vigor, que continúa reduciéndose hasta alcanzar su nivel más bajo de los últimos años³⁹; mientras que las segundas son un

³⁹ Hasta julio, según datos del Banco de España, el saldo del crédito hipotecario a los hogares caía un 1,7 % en tasa interanual, hasta situarse en 512.591 millones de euros.

activo muy específico que se emite con carácter puntual. En relación con las cédulas territoriales, se registró un volumen de 4.400 millones, que, unido a los 4.750 millones del trimestre previo, sitúan las emisiones de estos activos en el nivel más alto desde 2015. Por su parte, las emisiones de titulizaciones, que pueden utilizarse como colateral para obtener financiación en las subastas de liquidez del BCE, sumaron cerca de 8.200 millones de euros; de estas, una correspondió al Fondo de Amortización del Déficit Eléctrico (FADE) y el resto a 3 programas de titulación de 2 entidades financieras, y de ellas apenas 80 millones de euros fueron titulaciones STS (*single, transparent and standardised*).

Por otro lado, las emisiones efectuadas en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) se situaron en 1.926 euros en el tercer trimestre, con lo que la cifra acumulada en el año es de 6.571.000 millones de euros, un 11 % menos que entre enero y septiembre de 2019. La mayor parte del importe de las emisiones del tercer trimestre correspondió a pagarés (96 %) y fueron realizadas por más de 30 compañías, entre las que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, Sacyr o Gestamp.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior, que se habían incrementado más de un 7 % durante el primer semestre, ralentizaron su evolución con posterioridad y dejaron el importe acumulado hasta agosto en 67.034 millones de euros, un 3,5 % menos que en el mismo periodo del año anterior. Este retroceso se debió a la caída de las emisiones de bonos y obligaciones, que pasó de 38.000 millones en 2019 a 35.000 millones en 2020. Las emisiones de pagarés aumentaron cerca de un 2 % respecto a las del ejercicio previo hasta superar los 32.000 millones de euros. Por su parte, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el resto del mundo retrocedieron un 24 %, hasta los 51.000 millones de euros, de los que algo más de un tercio correspondió a empresas no financieras y el resto, a bancos.

Las emisiones efectuadas en el MARF caen un 11 % en lo que va de año, hasta los 6.571 millones de euros.

Las emisiones en el exterior ralentizaron su crecimiento, concentrándose la menor actividad emisora en las emisiones a largo plazo.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 9

	2016	2017	2018	2019	2020		
					I	II	III ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	139.028	109.487	101.296	90.161	20.203	35.840	20.731
Cédulas hipotecarias	31.643	29.824	26.575	22.933	6.250	10.100	1.160
Cédulas territoriales	7.250	350	2.800	1.300	0	4.750	4.400
Bonos y obligaciones no convertibles	40.170	30.006	35.836	29.602	6.159	1.885	373
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	35.505	29.415	18.145	18.741	3.066	5.060	8.193
Pagarés de empresa ²	22.960	17.911	15.089	15.085	4.728	7.780	5.605
De titulización	1.880	1.800	240	0	0	0	0
Resto de pagarés	21.080	16.111	14.849	15.085	4.728	7.780	5.605
Otras emisiones de renta fija	1.500	981	0	1.500	0	6.266	0
Participaciones preferentes	0	1.000	2.850	1.000	0	0	1.000
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.279	6.505	4.923	3.214	861	516	2.020
Emisiones aseguradas	421	0	0	0	0	0	0
					2020		
En el exterior por emisores españoles	2016	2017	2018	2019	I	II	III¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	58.587	84.760	89.358	100.321	26.098	30.377	8.915
A largo plazo	31.655	61.095	38.425	53.234	14.384	16.579	3.733
Participaciones preferentes	1.200	5.844	2.000	3.070	1.500	0	350
Obligaciones subordinadas	2.333	5.399	2.250	1.755	0	0	0
Bonos y obligaciones	28.122	49.852	34.175	48.409	12.884	16.579	3.383
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	26.932	23.665	50.933	47.087	11.714	13.798	5.182
Pagarés de empresa	26.932	23.665	50.933	47.087	11.714	13.798	5.182
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo							
					2020		
	2016	2017	2018	2019	I	II	III³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	56.674	66.790	91.446	92.284	18.315	20.216	6.582
Instituciones financieras	11.427	19.742	43.234	57.391	14.152	10.757	4.141
Sociedades no financieras	45.247	47.585	48.212	34.893	4.163	9.459	2.442

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 30 de septiembre.

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

3 Datos hasta el 31 de agosto.

La actividad en los centros de negociación españoles en los nueve primeros meses del año descendió en el SEND, pero aumentó en los SOC.

En relación con la actividad registrada en centros de negociación españoles, cabe destacar el descenso del 6 % de la actividad en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) en los 9 primeros meses del año, hasta situarse en 126.600 millones de euros. De este importe el 79,3 % correspondió a deuda pública española y el 20,6 %, a deuda extranjera. Por otro lado, la negociación en los 2 sistemas

organizados de contratación (SOC u OTF, por sus siglas en inglés) que la CNMV autorizó a principios de 2018 —CAPI y CIMD— alcanzó 154.472 millones de euros en el tercer trimestre, de los que casi 132.000 millones (más del 85 %) correspondieron a deuda pública española. En el acumulado del año la negociación en estos sistemas se situó en 481.211 millones de euros, casi un 25 % más que en el mismo periodo de 2019.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión se contrajo un 5,6 % durante el primer semestre de 2020, hasta los 263.619 millones de euros, como consecuencia de los momentos complejos que vivió el sector tras el anuncio del confinamiento en nuestro país a mediados de marzo. El descenso del patrimonio de los fondos se explica tanto por el aumento de los reembolsos netos de los partícipes, en un entorno de gran incertidumbre, como por la disminución del valor de los activos de las carteras, debido a la inestabilidad en los mercados financieros. En relación con la evolución de las suscripciones y los reembolsos, cabe mencionar que el aumento de los reembolsos netos se produjo tan solo en el primer trimestre, en particular en el mes de marzo, en el que esta cifra se situó alrededor de los 5.500 millones de euros (entre enero y febrero se habían producido unas suscripciones netas positivas de 3.500 millones). Aproximadamente la mitad de los reembolsos netos se produjeron en los fondos de renta fija⁴⁰. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el -4,26 % a lo largo del semestre, mostrando una evolución dispar en los dos trimestres, en línea con la evolución de los mercados financieros. Así, en el primer trimestre de 2020 la rentabilidad de los fondos de inversión se colocó en el -9,3 %, mientras que en el segundo fue del 5,6 %.

El patrimonio de los fondos de inversión disminuyó un 5,6 % en el primer semestre de 2020 debido a los elevados reembolsos producidos durante el mes de marzo (5.500 millones de euros), tras el anuncio del confinamiento en España, y agravado por el descenso del valor de la cartera.

40 En este contexto, los trabajos principales de la CNMV estuvieron relacionados con la atención a las condiciones de liquidez de los activos de las carteras de los fondos y con la evolución de los reembolsos en cada entidad, todo ello en contacto permanente con las sociedades gestoras y con el fin de seguir la situación y recordarles sus obligaciones, así como las herramientas de gestión de la liquidez que tenían disponibles. En este sentido, la CNMV dio indicaciones sobre la conveniencia, en ciertos casos, de valorar al precio *bid* o de aplicar esquemas de *swing pricing*. En relación con las herramientas macroprudenciales disponibles cabe señalar la introducción, en virtud del Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, de una nueva herramienta consistente en la posibilidad de establecer plazos de preaviso para los reembolsos sin sujeción a los requisitos de plazo, importe mínimo y constancia previa en el reglamento de gestión, aplicables con carácter ordinario. Estos plazos pueden ser establecidos por la gestora o por la propia CNMV. Para un mayor detalle sobre las actuaciones de la CNMV en el ámbito de las IIC durante la crisis, véase el recuadro «Actuaciones de la CNMV ante la crisis del COVID-19» publicado en el *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de este año.

Las categorías con mayores reembolsos fueron las de renta fija y garantizados de renta variable, mientras que las suscripciones más elevadas se produjeron en los fondos de renta fija mixta y renta variable internacional.

El análisis por vocaciones revela que los fondos de renta fija fueron los que experimentaron los mayores reembolsos netos en el conjunto del semestre (de 1.793 millones de euros), que se concentraron en la segunda mitad de marzo, como ya se ha mencionado. De hecho, como se observa en el cuadro 10, estos fondos registraron unas suscripciones netas de casi 1.400 millones de euros en los meses posteriores (abril-junio). En los fondos garantizados de renta variable los reembolsos netos semestrales también fueron relativamente elevados, de 1.527 millones de euros, pero esta tendencia no supuso una novedad, pues viene observándose desde hace varios años. Los fondos de renta variable euro y los fondos globales, por su parte, experimentaron unos reembolsos netos de 1.203 y 1.128 millones de euros en el semestre, tras haber registrado salidas de fondos en los dos trimestres. Por el contrario, en los fondos de renta fija mixta se produjeron las suscripciones netas más elevadas (3.389 millones de euros en el semestre), después de que entre enero y marzo las entradas de recursos en esta categoría ascendieran a más de 3.700 millones. A su vez, los fondos de renta variable internacional experimentaron unas suscripciones netas de 1.380 millones de euros, como consecuencia, al menos parcialmente, de las altas producidas en esta vocación (véanse cuadros 10 y 11).

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 10

Millones de euros

	2017	2018	2019	I 2020	2019		2020	
					III	IV	I	II
Total fondos de inversión	21.325,0	7.841,8	2.467,5	-1.958,3	295,6	2.247,9	-2.103,9	145,6
Rta. fija ¹	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	-1.792,8	4.352,6	914,1	-3.186,6	1.393,8
Rta. fija mixta ²	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	3.388,8	-949,3	1.618,4	3.742,5	-353,7
Rta. vble. mixta ³	5.498,6	2.485,9	3.288,8	418,0	-0,8	693,1	411,2	6,8
Rta. vble. euro ⁴	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-1.202,8	-518,3	-466,0	-836,8	-366,0
Rta. vble. internacional ⁵	4.514,0	3.864,1	4.113,8	1.380,2	2.843,5	1.492,7	1.735,7	-355,5
Gar. rta. fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	-305,1	-126,2	-278,9	-261,3	-43,8
Gar. rta. vble. ⁶	-309,5	-667,2	-1.857,0	-1.526,7	-745,2	-1.078,6	-1.313,7	-213,0
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	-828,1	-3.325,4	495,4	-574,7	-253,4
De gestión pasiva ⁷	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	-362,2	-780,1	-1.295,8	-1.099,7	737,5
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.127,6	-454,9	153,5	-720,6	-407,0

Fuente: CNMV.

1 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro corto plazo.

2 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.

3 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.

4 Incluye: renta variable euro.

5 Incluye: Renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y garantía parcial.

7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El rendimiento de la cartera de los fondos en el primer semestre de 2020 fue negativo en todas las categorías excepto en la de garantizados de renta fija, con una rentabilidad del 0,25 %. Cabe mencionar que en todos los casos la rentabilidad del primer trimestre fue negativa, mientras que la del segundo se situó en terreno positivo también en todos ellos. Las categorías que registraron un peor comportamiento en el conjunto del semestre fueron las de renta variable pura, como consecuencia de las caídas de las cotizaciones bursátiles en el año: -19,94 % en el caso de la de renta variable euro y -10,47 % en la de renta variable internacional (-28,48 % y -23,11 % en el primer trimestre). Las categorías con un componente mixto mostraron un rendimiento algo menos negativo: un -5,24 % en renta variable mixta y un -6,59 % en fondos globales.

El número de fondos continuó descendiendo en el primer semestre del año, con 18 instituciones menos, hasta las 1.692. Así pues, se prolonga una tendencia que comenzó en 2013, aunque actualmente su ritmo es menor. El mayor retroceso, en línea con la evolución negativa de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta variable, con 10 vehículos menos, seguidos por las categorías de gestión pasiva y de fondos globales, en las que el descenso en el número de fondos fue de 8 en cada una. En el lado opuesto destacan los fondos de renta variable internacional, en los que las elevadas suscripciones de los últimos años se han producido en paralelo al aumento de su oferta, con 12 instituciones nuevas.

A diferencia de lo ocurrido con el patrimonio y el número de fondos, el número de partícipes experimentó un incremento del 1,7 % entre enero y junio, de modo que cerró el semestre con un total de 11,9 millones de partícipes. A estos efectos, cabe tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como contratos mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar parcialmente por la diversificación en un mayor número de fondos. En las categorías de fondos de renta fija y de renta variable internacional se observaron los mayores aumentos en cuanto al número de partícipes (125.000 y 121.000, respectivamente), seguidos por los fondos de renta fija mixta, con 117.000 partícipes más, en línea en los tres casos con el incremento en el número de fondos. Por el contrario, las categorías de fondos de renta variable euro, retorno absoluto y garantizados experimentaron descensos en el número de partícipes (98.000, 36.000 y 54.000 partícipes respectivamente).

Según los datos provisionales del mes de julio, las magnitudes principales de los fondos de inversión son ligeramente positivas, por lo que continúa la recuperación observada en el segundo trimestre. Así, el patrimonio de los fondos de inversión creció un 0,58 % hasta superar los 265.000 millones de euros al cierre de julio y el número de partícipes lo hizo un 2,24 %, con lo que se sitúa en 12,21 millones. El número de fondos, por su parte, se redujo de forma sustancial, con 24 vehículos menos.

En relación con las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, la proporción de activos menos líquidos, que había oscilado varios años entre el 7 % y el 9 % de la cartera de renta fija privada, descendió en junio de este año hasta el 5,1 % de dicha cartera. Así, al cierre del primer semestre, el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 2.785 millones de euros, lo que representa el 1,1 % del patrimonio total de los fondos de inversión.

El rendimiento de la cartera de los fondos fue negativo en el primer trimestre y positivo en el segundo para todas las categorías, experimentando los valores más extremos las categorías con más renta variable en sus carteras.

El número de fondos continuó descendiendo entre enero y junio de este año hasta los 1.692, por la disminución en las categorías de fondos garantizados de renta variable, gestión pasiva y fondos globales. Por el contrario, aumentó el número de fondos de renta variable internacional.

El número de partícipes superó los 11,9 millones a finales del semestre, destacando el avance en aquellas categorías en las que se incrementó la oferta de fondos.

Durante el mes de julio de 2020 tanto el patrimonio como el número de partícipes mostraron avances, mientras que la oferta de fondos se redujo en 24.

El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos se redujo de forma notable durante la primera mitad de 2020 y se situó en niveles mínimos de los últimos años...

	2017	2018	2019	2019		2020		
				1S2020	III	IV	I	II
Total fondos de inversión (número)	1.741	1.725	1.710	1.692	1.723	1.710	1.697	1.692
Rta. fija ¹	290	279	281	283	283	281	283	283
Rta. fija mixta ²	155	168	173	175	171	173	173	175
Rta. vble. mixta ³	176	184	185	186	186	185	187	186
Rta. vble. euro ⁴	111	113	113	110	113	113	112	110
Rta. vble. internacional ⁵	211	236	263	275	257	263	272	275
Gar. rta. fija	79	67	66	63	66	66	66	63
Gar. rta. vble. ⁶	188	163	155	145	159	155	147	145
Fondos globales	225	242	255	247	252	255	254	247
De gestión pasiva ⁷	202	172	133	125	148	133	119	125
Retorno absoluto	104	99	84	81	86	84	82	81
Patrimonio (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	263.619,4	273.100,7	279.377,4	250.126,3	263.619,4
Rta. fija ¹	70.563,9	66.889,3	78.583,2	76.179,4	77.871,1	78.583,2	73.475,8	76.179,4
Rta. fija mixta ²	43.407,0	40.471,0	40.819,9	42.581,8	38.959,2	40.819,9	41.312,7	42.581,8
Rta. vble. mixta ³	22.386,7	23.256,0	28.775,8	27.511,7	27.613,4	28.775,8	25.829,7	27.511,7
Rta. vble. euro ⁴	12.203,2	12.177,7	10.145,1	7.027,7	10.034,3	10.145,1	6.618,2	7.027,7
Rta. vble. internacional ⁵	24.064,6	24.404,9	34.078,9	31.757,0	30.447,0	34.078,9	27.636,0	31.757,0
Gar. rta. fija	5.456,7	4.887,4	4.809,3	4.517,4	5.143,1	4.809,3	4.505,2	4.517,4
Gar. rta. vble. ⁶	15.417,5	14.556,0	13.229,1	11.626,5	14.395,0	13.229,1	11.684,0	11.626,5
Fondos globales	35.511,5	42.137,2	43.041,9	39.071,8	41.702,5	43.041,9	37.120,7	39.071,8
De gestión pasiva ⁷	19.477,8	16.138,6	14.073,8	13.054,6	15.355,0	14.073,8	11.708,7	13.054,6
Retorno absoluto	16.705,9	14.172,5	11.818,3	10.289,6	11.577,6	11.818,3	10.233,0	10.289,6
Participes								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.944.057	11.227.036	11.739.183	11.751.437	11.944.057
Rta. fija ¹	2.627.547	2.709.547	3.668.324	3.793.867	3.376.056	3.668.324	3.660.775	3.793.867
Rta. fija mixta ²	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.204.871	1.044.836	1.087.881	1.203.900	1.204.871
Rta. vble. mixta ³	584.408	624.290	707.159	715.404	695.444	707.159	707.919	715.404
Rta. vble. euro ⁴	710.928	831.115	598.901	500.778	553.832	598.901	532.060	500.778
Rta. vble. internacional ⁵	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.775.877	2.512.222	2.655.123	2.732.902	2.775.877
Gar. rta. fija	190.075	165.913	154.980	145.787	161.392	154.980	148.317	145.787
Gar. rta. vble. ⁶	527.533	494.660	428.470	383.372	461.897	428.470	391.235	383.372
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.376.316	1.291.172	1.359.915	1.355.885	1.376.316
De gestión pasiva ⁷	638.966	543.192	429.428	435.035	474.947	429.428	396.398	435.035
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	609.793	652.278	646.042	619.085	609.793
Rentabilidad⁸ (%)								
Total fondos inversión	2,42	-4,89	7,12	-4,26	0,71	1,57	-9,30	5,56
Rta. fija ¹	-0,13	-1,44	1,38	-0,65	0,42	-0,26	-2,43	1,82
Rta. fija mixta ²	1,10	-4,27	4,75	-3,29	0,69	0,59	-6,97	3,96
Rta. vble. mixta ³	3,23	-6,45	9,25	-5,24	0,97	1,68	-11,06	6,54
Rta. vble. euro ⁴	11,16	-13,01	14,27	-19,94	-1,13	5,95	-28,48	11,94
Rta. vble. internacional ⁵	8,75	-12,34	22,18	-10,48	1,37	6,91	-23,11	16,43
Gar. rta. fija	0,72	0,09	3,98	0,25	1,39	-1,07	-0,94	1,20
Gar. rta. vble. ⁶	1,61	-1,33	3,62	-0,54	1,42	-0,63	-1,86	1,35
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	-6,59	0,77	2,04	-12,00	6,15
De gestión pasiva ⁷	2,13	-3,16	7,45	-4,26	0,96	1,28	-9,29	5,54
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	-3,19	0,35	0,75	-7,50	4,66

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

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

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se observa una ligera disminución del peso de los activos de liquidez reducida en todas ellas a lo largo del semestre (véase cuadro 12). Los activos de renta fija con un *rating* inferior a AA constituyen la categoría en la que los activos de liquidez reducida experimentaron una disminución más elevada en valor absoluto, 666 millones de euros desde diciembre de 2019 hasta junio de 2020, lo que provocó que el porcentaje cayera del 6,7 % de la cartera de estos activos a un 4,3 %. Las titulaciones siguieron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, aunque también se redujo hasta alcanzar un 63,9 %. Estos últimos activos tienen, no obstante, un peso muy escaso en las carteras de los fondos.

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

Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	dic.-19	mar.-20	jun.-20	dic.-19	mar.-20	jun.-20
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	72	11	6	5,6	1,2	0,6
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	1.844	1.395	1.178	6,7	5,3	4,3
Renta fija no financiera	1.339	1.115	1.146	6,2	5,1	4,5
Titulizaciones	630	483	455	75,1	66,0	63,6
Titulización AAA	14	13	140	35,6	34,3	83,9
Resto de titulaciones	616	470	315	77,0	67,7	57,4
Total	3.885	3.003	2.785	7,6	6,0	5,1
% sobre patrimonio FI	1,39	1,20	1,06	-	-	-

Fuente: CNMV.

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

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Al igual que en los últimos cuatro años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en el primer semestre de 2020, ya que se produjeron 52 bajas en estos 6 meses y tan solo 1 alta. Así, a finales de junio había un total de 2.518 SICAV registradas frente a las 2.569 de diciembre de 2019, habiendo llegado esta cifra a alcanzar las 3.368 entidades en 2016. La mayor parte de las bajas (37) fueron consecuencia de procesos de liquidación, 6 fueron absorbidas en procesos de fusión, 1 fue revocada y 8 se transformaron en otro tipo de entidades (6 de ellas en S. L. y 2 en S. A.). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 3,3 % hasta alcanzar los 385.359 a finales de junio. Prácticamente todas las SICAV (más del 99 %) cotizan en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja entre enero y junio de 2020, con 52 bajas y tan solo 1 alta, hasta situarse en 2.518...

El patrimonio de estas IIC, por su parte, se redujo un 8,9 %, al pasar de 28.793 millones de euros a finales de 2019 a 26.228 millones al cierre de junio de este año. De esta contracción, 2,7 p.p. se explican por las recompras de acciones tanto por parte de las propias SICAV como de las SICAV que se dieron de baja, mientras que la

... lo que unido a la caída de su rendimiento dio lugar a un descenso del patrimonio del 8,9%.

mayoría, los 6,2 p.p. restantes, se justifican por el rendimiento negativo obtenido por estas, en línea con el comportamiento de los mercados financieros. El patrimonio medio por SICAV descendió desde los 11,2 millones de euros en 2019 hasta los 10,4 millones en el primer semestre de 2020.

IIC de inversión libre

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

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

... experimentaron una contracción de su patrimonio entre enero y mayo del 4,1 %, que se centró, sobre todo, en las IIC de inversión libre puras.

El patrimonio agregado de estas instituciones experimentó un retroceso del 4,1 % durante los primeros 5 meses del año, hasta situarse a finales de mayo en 3.260 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre se produjo un descenso del 4,7 %, hasta los 2.700 millones de euros, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el cambio fue mucho menor, con un retroceso patrimonial de poco más de 7 millones de euros, hasta los 460 millones.

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

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados —especialmente los de renta variable— en las dos categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento del -8,2 % hasta mayo, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del -1,1 %. Al igual que en los FI, el rendimiento positivo del segundo trimestre del año (abril y mayo en este caso) no compensó la elevada contracción producida en los 3 primeros meses.

El número de entidades al cierre de junio era de 72, 3 más que en diciembre de 2019, tras producirse 5 altas y 2 bajas de fondos de inversión libre pura. En el resto de entidades no se produjeron movimientos.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al final de junio ascendía a 72, 3 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 13, este aumento se produjo en las IIC de inversión libre, que pasaron de 62 a 65, tras producirse 5 altas y 2 bajas (todas de fondos de inversión libre), mientras que las IIC de IIC de inversión libre se mantuvieron en 7, cifra que permanece constante desde 2018. De estas últimas, 6 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación desde hace más de 4 años) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en mayo con un patrimonio de 271,1 millones de euros, un importe similar al de la totalidad de los 6 fondos de inversión en otras IIC de inversión libre.

El número de partícipes y accionistas mostró un avance del 4,8 %, que se produjo únicamente en las IIC de inversión libre puras como consecuencia de las altas.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró, a pesar de la contracción patrimonial, un incremento del 4,8 % en los primeros 5 meses de 2020, por lo que a finales de mayo de este año había un total de 10.910. El análisis por tipología de IIC revela que este avance se debió únicamente a las IIC de inversión libre, subsector en el que se produjo un aumento del 6,7 %, hasta 8.053, ya que en las IIC de IIC de inversión libre apenas se produjeron movimientos y finalizaron mayo con 2.857 partícipes (2 menos que en diciembre). Estas variaciones son consecuencia, casi exclusivamente, de las 3 nuevas altas (en términos netos) de IIC de inversión libre.

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

CUADRO 13

	2017	2018	2019	2019		2020		
				152020	III	IV	I	
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	8	7	7	7	7	7	7	7
Partícipes	3.596	2.804	2.859	2.857	2.861	2.859	2.855	2.857
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	565,9	559,9	562,4	566,7	546,8	559,9
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,07	-1,10	1,10	0,83	-3,49	2,48
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Número	47	49	62	65	58	62	62	65
Partícipes	3.656	4.444	7.548	8.053	6.451	7.548	8.025	8.053
Patrimonio (millones de euros)	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.700,1	2.467,1	2.832,4	2.523,3	2.700,1
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	-8,23	0,22	3,94	-13,75	6,40

Fuente: CNMV.

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

IIC inmobiliarias

Durante la crisis financiera iniciada en 2008, el sector de la construcción y las actividades inmobiliarias fue uno de los más perjudicados, lo que provocó que las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias experimentaran un continuo e importante retroceso. No obstante, a pesar de la mejoría que viene produciéndose en este sector desde 2015, las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias siguieron evolucionando de forma negativa. Una de las razones principales es que la inversión inmobiliaria en España se está canalizando principalmente a través de SOCIMI⁴¹ (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario). Estas entidades cotizan en un segmento específico del mercado BME Growth (anteriormente MAB), que ha presentado un gran dinamismo a lo largo de los últimos 3 o 4 años, y parece estar estabilizándose: al cierre de junio había un total de 77 SOCIMI registradas, la misma cifra que a finales de 2019.

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

En contraste con la expansión de las SOCIMI, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han sufrido reembolsos importantes durante los últimos años, que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos al finalizar el proceso. De esta forma, desde un máximo de 10 FII con un patrimonio total que alcanzaba prácticamente los 9.000 millones de euros a mediados de 2007, se pasó a 2 fondos (ambos en proceso de liquidación) a finales de 2018, que continuaban todavía registrados en la CNMV a mediados de 2020, con unas magnitudes muy estables desde entonces. Así, a 30 de junio de este año, estos 2 fondos contaban con un patrimonio de 310 millones de euros y 483 partícipes.

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

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

Por el contrario, las SII experimentaron un notable aumento del patrimonio (17,3 %), aunque este resulta muy poco significativo en el total de la inversión colectiva.

A diferencia de los FII, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) experimentaron, al igual que en los años precedentes, un incremento patrimonial durante los 6 primeros meses de 2020, concretamente del 17,3 %, hasta los 897,2 millones de euros, volumen que, no obstante, resulta poco significativo en el conjunto de la inversión colectiva española. De este aumento, alrededor de dos tercios fue consecuencia de los rendimientos positivos obtenidos durante el periodo⁴², mientras que el tercio restante se debió a las suscripciones netas efectuadas por los partícipes. El número de SII se mantuvo constante en tres a lo largo del primer semestre de este año, con una de ellas en proceso de liquidación.

IIC extranjeras comercializadas en España

El patrimonio de las IIC extranjeras se contrajo en el primer semestre del año un 3,9 %, después de varios años de crecimiento ininterrumpido...

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España se contrajo ligeramente entre enero y junio de este año, por primera vez desde que existen registros de estos vehículos en la CNMV. Cabe recordar, a modo de ejemplo, que entre 2008 y 2019 se multiplicó por 10 y pasó de 18.000 millones de euros a prácticamente 180.000 millones. El descenso registrado, no obstante, se produjo únicamente en el primer trimestre del año, con una reducción patrimonial del 6,2 %, mientras que en el segundo recuperó parte de lo perdido, con un incremento del 2,4 %, hasta situarse en 171.883 millones de euros. Este descenso en los 3 primeros meses fue consecuencia, al menos parcialmente, del mal comportamiento de los mercados financieros, sobre todo del mercado de renta variable.

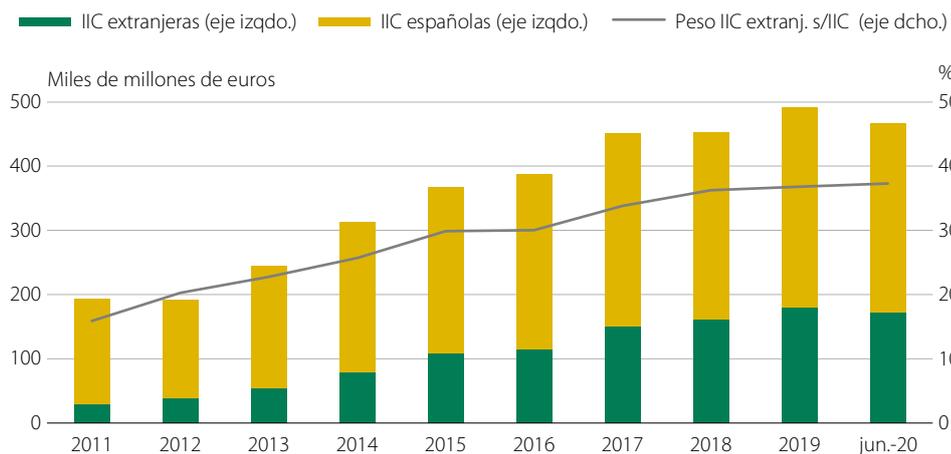
... aunque en términos porcentuales se produjo un ligero aumento del peso de estas instituciones sobre el patrimonio total de las IIC comercializado en España hasta alcanzar el 36,9 %.

Como se observa en el gráfico 20, el fuerte ritmo de crecimiento de los últimos años ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de las IIC comercializadas en España haya crecido de forma significativa, desde valores que rondaban el 10 % al inicio de la crisis financiera hasta superar el 36 % en 2019. En los primeros meses de 2020, a pesar de la contracción en el volumen de inversión, este porcentaje se incrementó ligeramente hasta el 36,9 %, pues la disminución patrimonial de las IIC españolas fue superior a la de las extranjeras.

42 Cabe mencionar que más de la mitad de la revalorización de la cartera de las SII fue consecuencia de los rendimientos de una sola entidad, que se obtuvieron mayoritariamente por la prima de emisión de acciones de una ampliación de capital.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España¹

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

¹ 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.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante el primer semestre de 2020 en 9 entidades, por lo que a su cierre había un total de 1.042 vehículos de este tipo (402 fondos y 633 sociedades). Este incremento se produjo tanto en las sociedades de inversión, con 6 instituciones más, como en los fondos, con 3 más, después de que estos últimos hubieran descendido de forma importante en 2019 (30 menos). La mayoría de las altas correspondieron, como en ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo, —con 7 más, hasta los 469—, mientras que en el resto de jurisdicciones apenas se produjeron movimientos.

El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 9 durante el periodo enero-junio de 2020, hasta un total de 1.042 vehículos (402 fondos y 633 sociedades).

Perspectivas

A pesar de que los últimos datos disponibles parecen indicar que la industria de la inversión colectiva se ha estabilizado tras las turbulencias de marzo, mostrando, incluso, una expansión de sus magnitudes más importantes, es razonable asumir un cierto nivel de incertidumbre en relación con sus perspectivas a corto y medio plazo. Esta incertidumbre se explicaría por el desconocimiento de la evolución de la pandemia, de las medidas que se adopten —en constante evolución— y, en último término, de su repercusión en la economía real. Por una parte, una contracción mayor de la economía puede llevar a una necesidad de liquidez de los hogares más vulnerables en términos financieros, con la consiguiente desinversión en algunos activos, entre ellos los fondos de inversión. Por otra parte, también se está produciendo un aumento del ahorro de los hogares por un motivo de precaución: en el segundo trimestre del año la tasa de ahorro se situó en el 31,1 % de la renta bruta disponible en tasa trimestral y en el 11,2 % en tasa anual, lo que podría traducirse en una mayor adquisición de activos financieros. El balance neto de ambos efectos es complicado de pronosticar en este momento.

A pesar de que las magnitudes de las IIC se han estabilizado e incluso muestran una cierta expansión, superando las tensiones registradas en marzo, sus perspectivas a medio plazo son inciertas.

4.2 Prestación de servicios de inversión

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

Las sociedades y agencias de valores son las segundas en importancia, mientras que las empresas de asesoramiento financiero y sociedades gestoras de cartera realizan servicios específicos.

La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, empresas de asesoramiento financiero y sociedades gestoras de cartera. Para las entidades de crédito autorizadas a prestar servicios de inversión, la CNMV solo supervisa el cumplimiento de la norma de conducta.

En 2019, las entidades de crédito autorizadas en la CNMV percibieron 3.812 millones de euros en concepto de comisiones por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC, un 2,1 % menos que en 2018.

Las entidades de crédito son, con diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión, concentrando la mayor parte de los ingresos que genera esta actividad. Así, con datos de cierre de 2019, las entidades de crédito perciben alrededor del 90 % del total de comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión. Este porcentaje se ha ido incrementando en los últimos años como consecuencia, al menos parcialmente, de que varias entidades bancarias hayan absorbido a las sociedades y agencias de valores que pertenecían al mismo grupo bancario.

Las sociedades y agencias de valores, por otra parte, todavía conservan un peso relativo de cierta importancia, especialmente en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, que, como se verá más adelante en este epígrafe, suponen más del 90 % de sus ingresos por comisiones, aunque ofrecen un amplio abanico de servicios. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Las entidades de este sector cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV son las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y las entidades de asesoramiento financiero. En el caso de aquellas entidades de crédito que están autorizadas para prestar servicios de inversión, la CNMV también realiza labores de supervisión respecto al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en relación con la protección de los clientes inversores. El objetivo de este epígrafe es presentar la evolución de la actividad del sector de la prestación de servicios de inversión y la situación económico-financiera de las entidades que lo conforman. Dado que la periodicidad de la información recibida en la CNMV es distinta dependiendo del tipo de entidad, en los informes correspondientes al primer trimestre del año —con datos de cierre del ejercicio anterior— se realiza un análisis de todas ellas⁴³, mientras que en los informes del tercer trimestre se estudia la evolución durante el primer semestre de las sociedades y agencias de valores. De esta forma, en el presente documento, se presentan los resultados de estas últimas instituciones durante el periodo enero-junio de este año.

Cabe recordar, a modo de resumen, que en 2019 el número de entidades de crédito registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendió a 112. Asimismo, el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se situó en 3.812 millones de euros (un 2,1 % menos que en 2018), de los cuales 1.578 millones correspondieron a la prestación de servicios de inversión, que en este caso aumentaron un 4,8 % respecto al año precedente. En el caso de las EAF en 2019 se observó una contracción del sector, tanto por la disminución del número de empresas, que pasó de 158 a 140 en 1 año, como por el 32,4 % de descenso en el volumen de patrimonio asesorado, hasta los 21.389 millones de euros. Esta gestión patrimonial supuso unos ingresos por comisiones de 56 millones de euros.

43 En el caso de las sociedades de cartera, subsector en el que por el momento solo existe una entidad registrada, debido a su menor relevancia en relación con las demás, no se les dedica un subepígrafe específico.

Por otro lado cabe recordar, como ya se mencionó en el informe publicado en el primer semestre, que la información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España se realiza atendiendo al tipo de entidad que se encarga de dicha actividad. No obstante, desde un punto de vista menos formal (atendiendo al modelo de negocio), se estima, con datos de 2019, que algo más del 70 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España (incluyendo la gestión de IIC y medido a través de las comisiones percibidas) corresponde a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos, mientras que el resto lo desarrollan entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

Sociedades y agencias de valores

Durante el primer semestre de 2020, la actividad de las sociedades y agencias de valores se incrementó de forma notable, por lo que parece detenerse la contracción de los últimos años, que ha sido consecuencia tanto de la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros como del desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera del territorio nacional. De esta forma, los resultados agregados antes de impuestos ascendieron a cerca de 110 millones de euros durante los 6 primeros meses de 2020 frente a los poco más de 24,6 millones del mismo periodo del año anterior. No obstante, hay que tener en cuenta dos factores a la hora de analizar este importante aumento. Por un lado, son resultados de tan solo la primera mitad del año, por lo que habría que esperar a la totalidad del ejercicio para ver si realmente se está produciendo un cambio de tendencia o si, por el contrario, estos resultados se deben a otros factores ocasionales asociados, por ejemplo, a la pandemia. Por otro lado, este resultado está influenciado por el buen comportamiento de una sociedad de valores que, como consecuencia del *brexit*, trasladó parte de su actividad a España, consistente sobre todo en la tramitación y ejecución de órdenes de clientes.

El aumento de beneficios se produjo únicamente en las sociedades de valores, ya que las agencias pasaron de tener beneficios agregados positivos durante el primer semestre de 2019 a experimentar pérdidas en el mismo periodo de 2020. Más de la mitad de la contracción de beneficios de estas últimas se debió exclusivamente a una sola entidad, Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., de la que en el mes de marzo se acordó una intervención por parte de la CNMV, tras haber informado la propia entidad de un desfase patrimonial derivado de una incidencia relacionada con la gestión de las posiciones en derivados de un número limitado de clientes. En la actualidad, la entidad está en proceso de liquidación.

A finales de junio de 2020 estaban registradas en la CNMV un total de 93 sociedades y agencias de valores, 2 menos que a finales de 2019, tras haberse producido 4 altas y 6 bajas. De las primeras, dos correspondieron a la creación de nuevas entidades (una sociedad de valores y una agencia) mientras que otras dos fueron consecuencia de una transformación desde otro tipo de vehículo⁴⁴. De las seis bajas, cuatro se

Un análisis sobre las entidades que prestan servicios de inversión atendiendo a su modelo de negocio revela que el 70 % de los ingresos relacionados con esta actividad es percibido por bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.

En el primer semestre de 2020, las sociedades y agencias de valores observaron un aumento de su actividad: el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 110 millones de euros, cuadruplicando el resultado obtenido en el mismo periodo de 2019.

El comportamiento fue desigual entre entidades, ya que las sociedades de valores incrementaron sus beneficios, mientras que en las agencias se produjo una reducción de estos.

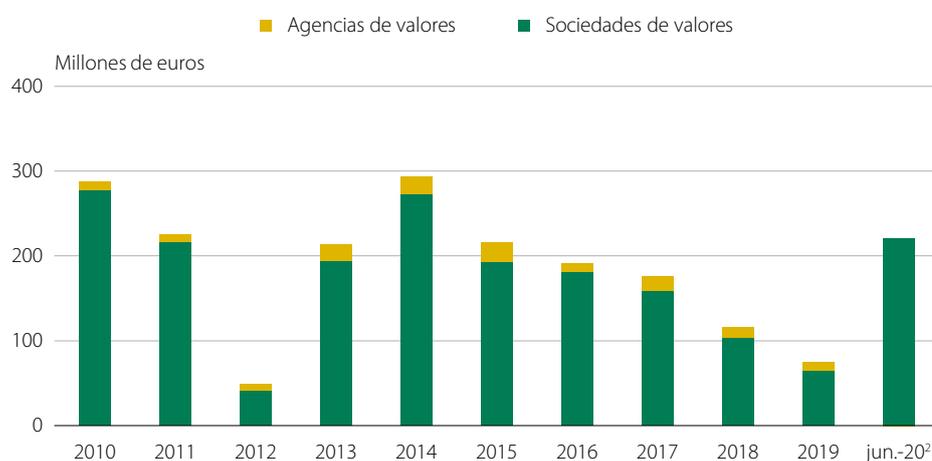
A finales de junio estaban registradas en la CNMV un total de 93 sociedades y agencias de valores, 2 menos que en 2019.

44 En particular, se produjo un alta de una EAF que se transformó en agencia de valores y la otra correspondió a una agencia de valores que cambió su régimen jurídico para actuar como sociedad de valores.

debieron a una absorción por parte de una entidad bancaria que ya era, en todos los casos, el socio único de la entidad. De este modo, después de que en 2019 se interrumpiera un largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera, no se puede descartar que el sector vuelva a experimentar, ante el escenario de crisis que se ha desencadenado en los últimos meses, un nuevo reajuste.

Resultados agregados de las ESI antes de impuestos¹

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

1 Excepto las EAFI y las sociedades gestoras de cartera.

2 Dato anualizado.

La mayoría de las entidades españolas que prestan servicios en la Unión Europea lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios (50) y solo 6 mediante sucursales.

Como viene sucediendo en los últimos años, el número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España creció en los 6 primeros meses de 2020, tanto en la modalidad de libre prestación de servicios, que aumentó de 3.020 a 3.036, como mediante sucursal, que lo hizo de 65 a 66 (alrededor de la mitad de estas últimas estaban radicadas en el Reino Unido). Por su parte, y como también es habitual, la mayoría de las entidades españolas que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 50, y tan solo 6 mantenían sucursales en otros países, en ambos casos la misma cifra que al cierre de 2019.

El beneficio de las sociedades de valores se incrementó de forma importante hasta los 110 millones de euros, un aumento al que contribuyeron, especialmente, el resultado de las inversiones financieras y las comisiones percibidas.

Como se aprecia en el cuadro 14, las sociedades de valores experimentaron un aumento de su beneficio agregado antes de impuestos de casi 97 millones de euros, hasta los 110 millones, en el primer semestre del año. A ello contribuyó, de forma especial y como ya se ha mencionado, una sola entidad, aunque hubo varias sociedades cuyos beneficios se incrementaron de forma sustancial. De hecho, alrededor del 60 % de las entidades pertenecientes a este sector observó un aumento de sus resultados. En términos agregados, todas las partidas favorecieron este buen comportamiento de la cuenta de pérdidas y ganancias, aunque destacan por encima de los demás el resultado de las inversiones financieras, que se incrementó más de un 300 % hasta superar los 70 millones de euros, y de las comisiones netas, que superaron los 140 millones de euros, 22 millones más que en el periodo enero-junio del año pasado. El avance de esta última partida fue consecuencia del mayor aumento de las comisiones percibidas (62 millones de euros) respecto a las satisfechas (40 millones; véase cuadro 14).

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes fueron las responsables del avance general, ya que experimentaron un incremento del 83,2 % con respecto al primer semestre de 2019, hasta superar los 120 millones de euros. La mayor parte de este aumento se debió a la contribución de la sociedad anteriormente mencionada, que trasladó parte de su actividad a nuestro país a causa del *bretxit*. No obstante, sin la contribución de dicha entidad estas comisiones también habrían mostrado un crecimiento positivo, aunque mucho más moderado (18,3 %). En cuanto al resto de comisiones, todas registraron retrocesos, de mayor o menor cuantía, destacando el descenso de las percibidas por asesoramiento en materia de inversión, que se contrajeron un 63 %, después de haber crecido con fuerza en 2019, año en el que se doblaron. Las comisiones satisfechas, por su parte, aumentaron de forma notable, concretamente un 60,9 %, hasta los 106 millones de euros.

Las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes fueron las causantes del aumento general, con un avance del 83,2 % hasta los 120 millones de euros.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se incrementaron un 12,7 %, con un aumento de las dos subpartidas que los componen, sobre todo de la relativa a los gastos de personal, que se incrementó un 15,3 %. El menor incremento de los gastos en relación con los ingresos se tradujo en un avance importante del resultado de explotación, que se quintuplicó y pasó de 16,2 millones de euros en el primer semestre de 2019 a 107,7 millones en el mismo periodo de 2020. El resultado antes de impuestos aumentó en un porcentaje similar y se situó en 110,0 millones de euros debido a la existencia de otras ganancias por valor de 2,3 millones de euros. Como suele ser habitual, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector, una tendencia que, además, ha ido en aumento. En concreto, tan solo 2 sociedades de valores acumularon el 43,5 % del total de los resultados de las sociedades con beneficios, mientras que 4 concentraban el 68,5 %.

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

Miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun.-19	jun.-20	% var.	jun.-19	jun.-20	% var.
1. Margen de intereses	12.446	12.589	1,1	609	551	-9,5
2. Comisiones netas	118.404	140.318	18,5	58.008	65.697	13,3
2.1. Comisiones percibidas	184.559	246.775	33,7	66.889	75.912	13,5
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	65.962	120.852	83,2	11.788	14.004	18,8
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	2.153	1.270	-41,0	208	1.172	463,5
2.1.3. Depósito y anotación de valores	22.946	21.646	-5,7	421	417	-1,0
2.1.4. Gestión de carteras	6.163	5.513	-10,5	6.462	6.648	2,9
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	7.599	2.809	-63,0	6.738	10.948	62,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	16	358	2.137,5	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	27.276	24.390	-10,6	29.171	29.299	0,4
2.1.9. Otras	52.444	69.936	33,4	12.102	13.423	10,9
2.2. Comisiones satisfechas	66.155	106.457	60,9	8.881	10.215	15,0
3. Resultado de inversiones financieras	17.277	70.866	310,2	738	-6.788	-
4. Diferencias de cambio netas	-79	8.055	-	25	-13	-
5. Otros productos y cargas de explotación	15.570	43.893	181,9	266	-403	-
MARGEN BRUTO	163.618	275.721	68,5	59.646	59.044	-1,0
6. Gastos de explotación	144.913	163.336	12,7	52.294	61.153	16,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	2.239	5.116	128,5	309	1.490	382,2
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	248	-468	-	-28	4	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	16.219	107.737	564,3	7.071	-3.604	-
9. Otras ganancias y pérdidas	1.038	2.315	123,0	343	3.467	910,8
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	17.257	110.052	537,7	7.414	-137	-
10. Impuesto sobre beneficios	-922	13.523	-	1.010	1.410	39,6
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	18.179	96.529	431,0	6.404	-1.547	-
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	18.179	96.529	431,0	6.404	-1.547	-

Fuente: CNMV.

Las agencias de valores, que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia y que en los últimos años han tendido a especializarse en determinados servicios de inversión distintos de la tramitación y ejecución de órdenes...

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros, ya que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias recibe el grueso de sus ingresos por la tramitación y ejecución de órdenes, porcentaje que ha ido disminuyendo con los años, ya que en muchos casos han tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Por otra parte, las entidades independientes predominan en este subsector, 52 agencias de un total de 55 lo son, 2 más que en diciembre de 2019.

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió hasta situarse en terreno negativo, ya que experimentaron en su conjunto unas pérdidas de 0,13 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió casi exclusivamente a una agencia de valores, Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., cuyas pérdidas ascendieron a 6 millones de euros y que, como ya se ha mencionado, está en proceso de liquidación. Si se excluye esta entidad, aunque también se hubiera producido un descenso de los beneficios del 21,0 %, el resultado antes de impuestos hubiera sido positivo, concretamente de 5,9 millones de euros. Este retroceso de unos 1,5 millones de euros fue consecuencia de un aumento de los costes superior al incremento de los ingresos.

Debido a la distorsión que puede generar la entidad que se encuentra en proceso de liquidación, se ha realizado el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias sin tomar en consideración sus resultados. Dentro de los ingresos por comisiones percibidas, que en conjunto aumentaron un 14,2 % hasta superar los 75 millones de euros, destacaron por su avance las partidas de ingresos por tramitación y ejecución de órdenes (23,6 %) y de comisiones por asesoramiento en materia de inversión (62,5 %), si bien es cierto que esta última había experimentado una importante contracción durante 2019. El resto de las comisiones no mostraron grandes variaciones: las comisiones de comercialización de IIC, por ejemplo, que son las más cuantiosas, apenas crecieron (0,4 %).

El incremento de los ingresos por comisiones de las agencias de valores se produjo en paralelo al de las comisiones satisfechas a terceros, que crecieron un 15,3 %. Este comportamiento de los ingresos por comisiones tuvo como consecuencia que el margen bruto agregado presentara un avance del 9,6 %, hasta situarse en 64,8 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación experimentaron un aumento del 17,3 % en relación con el mismo periodo de 2019, con un incremento del 20,3 % de los gastos de personal. La conjunción de un crecimiento de los ingresos menor al de los gastos de explotación hizo que el resultado de explotación fuera de 2,5 millones de euros, lo que supone un descenso de casi 4,5 millones si se compara con el periodo enero-junio de 2019.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un aumento sustancial durante el primer semestre del año, al pasar del 9,2 % al 25,5 %, como consecuencia del comportamiento favorable de los resultados. Este incremento se produjo, como en el caso de los beneficios, solamente en las sociedades de valores, cuyo ROE aumentó casi 20 p.p. hasta situarse en el 27,9 %. En el caso de las agencias de valores, la ratio descendió del 12,1 % al 9,8 %⁴⁵ (véase panel izquierdo del gráfico 22).

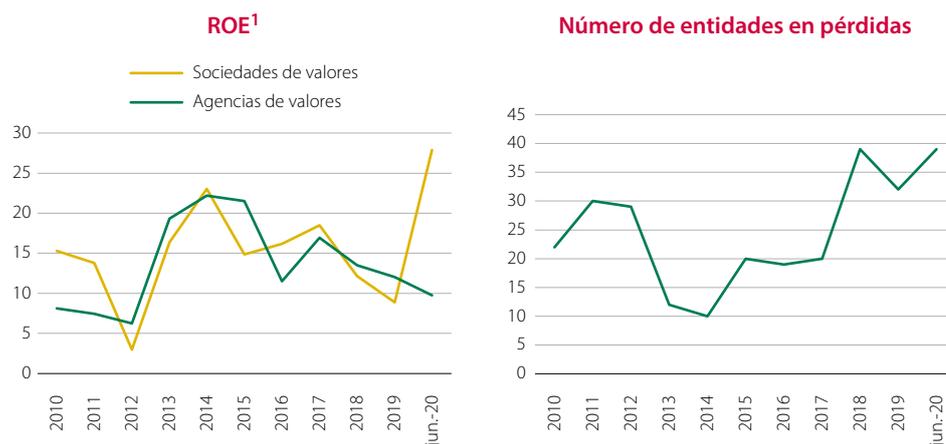
... experimentaron unos beneficios antes de impuestos de 5,9 millones de euros, un 21 % menos que en el primer semestre de 2019 (excluyendo una entidad en proceso de liquidación).

Los ingresos percibidos por comisiones se incrementaron en su conjunto un 14,2 %, hasta los 75 millones de euros.

Un aumento de los gastos de explotación superior al de los ingresos por comisiones hizo que el resultado neto de explotación descendiera hasta los 2,5 millones de euros.

El crecimiento de los beneficios de las ESI dio lugar a un avance notable de su rentabilidad sobre fondos propios.

45 No se tiene en cuenta la entidad en proceso de liquidación.



Fuente: CNMV.

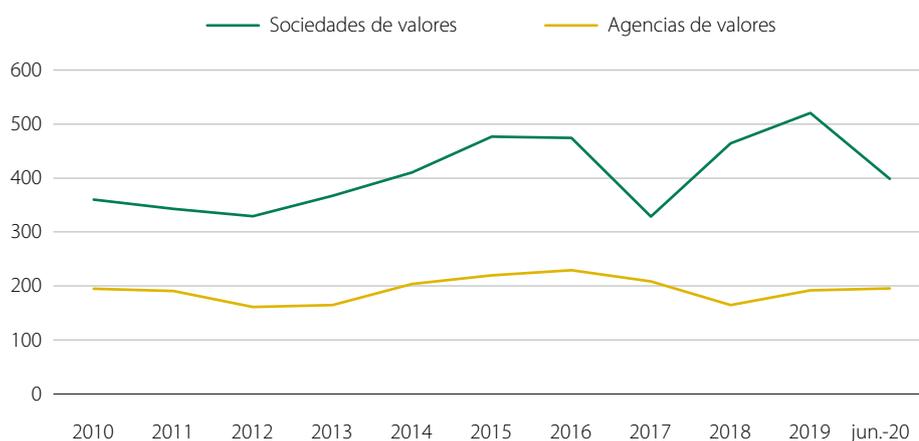
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El avance de los beneficios del sector fue compatible con un aumento en el número de entidades en pérdidas, si bien en el caso de las sociedades de valores el volumen de las pérdidas se redujo a la mitad.

El incremento de los beneficios del sector no impidió que se produjera un aumento del número de entidades en pérdidas. Así, en junio de 2020, 15 sociedades de valores y 24 agencias de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 2 y 5 entidades más, respectivamente, que al cierre de 2019. No obstante, el importe acumulado de las pérdidas para las sociedades de valores se redujo prácticamente a la mitad, hasta los 12,8 millones de euros, mientras que en el caso de las agencias de valores esta cifra se triplicó hasta los 14,2 millones. Cabe recordar que una sola agencia había reportado unas pérdidas de 6 millones de euros.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Los niveles de solvencia del sector siguieron siendo elevados en la primera mitad de 2020 y mayores en las sociedades de valores respecto a las agencias.

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles relativos de solvencia elevados durante la primera mitad de 2020, a pesar de haberse reducido de forma sustancial desde finales del ejercicio anterior: al cierre de junio el margen de recursos propios era 3,8 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2019 esa cifra era de 4,9. En términos absolutos esta holgura es poco relevante, por tratarse de importes absolutos reducidos. Este margen fue mayor en las

sociedades de valores que en las agencias de valores, ya que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,0 (5,2 en 2019), mientras que en las segundas se mantuvo en 1,9, valor similar al de 6 meses antes (véase gráfico 23).

Perspectivas

Las perspectivas para los intermediarios financieros no bancarios son inciertas desde hace años debido a dos factores principales. Por una parte, se ha observado un aumento de la competencia en la prestación de servicios de inversión, lo que ha dado lugar a un cierto cambio en el modelo de negocio de las sociedades y agencias de valores, reduciéndose el peso del que era su principal negocio, la intermediación en los mercados de valores, mientras que ha aumentado la importancia de las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros. Por otra parte, la negociación de los valores españoles se ha ido trasladando, parcialmente, hacia centros de negociación distintos a los tradicionales, lo que también ha podido influir en esta reducción de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes. A estos factores se ha unido, en los últimos meses, la crisis desencadenada por el coronavirus, que plantea todavía una mayor incertidumbre para este sector. Aunque por el momento, con los resultados del primer semestre, no parece que la situación de estas entidades haya empeorado e, incluso, en algunos casos o segmentos del negocio parece haber tenido un impacto favorable, habrá que esperar para ver si se desencadena un nuevo proceso de reorganización semejante al que aconteció tras la última crisis financiera y que dio lugar a un descenso notable del número de entidades.

Las perspectivas a medio plazo para los intermediarios financieros son más inciertas en el contexto de crisis desencadenado como consecuencia del coronavirus, que podría dar lugar a un nuevo proceso de reestructuración en el sector.

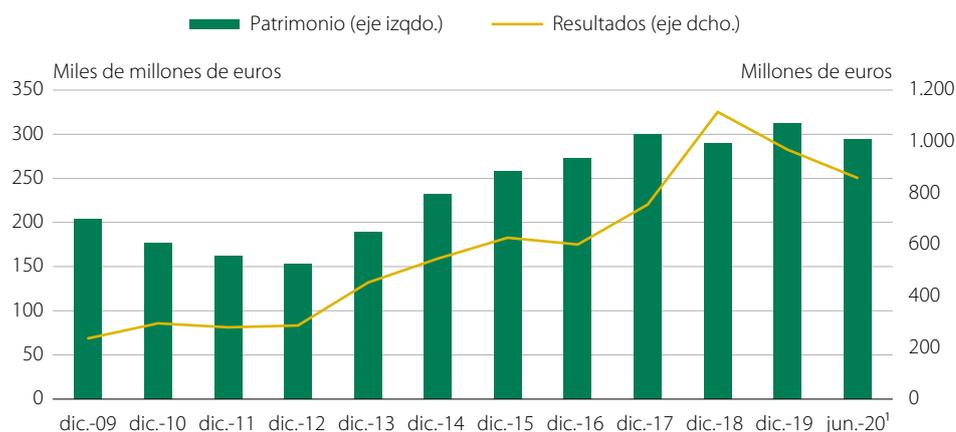
4.3 Sociedades gestoras de IIC

Al cierre del primer semestre de 2020 había un total de 124 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 1 más que al cierre de 2019, después de haberse producido 1 alta y no haberse dado ninguna entidad de baja. Con esta expansión, que se prolonga desde hace 3 años, el sector recupera las cifras anteriores al proceso de reestructuración que vivió durante varios ejercicios. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró junio con una contracción del 5,9 %, hasta situarse ligeramente por debajo de los 294.000 millones de euros, después de un año en el que se había producido un avance sustancial (véase gráfico 24). Alrededor del 85 % de este descenso tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, cuyo patrimonio, como se ha mencionado previamente, se vio lastrado por los reembolsos producidos en marzo y la depreciación de su cartera de inversiones.

El número de SGIIC se mantuvo prácticamente constante durante los 6 primeros meses del año, tras producirse solo 1 alta, mientras que el patrimonio gestionado se contrajo un 5,9 %, hasta los 294.000 millones de euros.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

1 Datos anualizados.

El resultado de estas entidades se redujo un 7,2 % en el primer semestre de 2020 en relación con el mismo periodo del año anterior, con un descenso de las comisiones de gestión de IIC —las más importantes— hasta los 2.441 millones de euros.

En línea con la contracción patrimonial de estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se redujeron en el primer semestre del año un 7,2 % con respecto al mismo periodo de 2019, hasta los 434,9 millones de euros (véase gráfico 24). Este retroceso se explica, sobre todo, por la disminución de la principal fuente de ingresos de las SGIIC, que son las comisiones de gestión de IIC, que representaban en junio el 87 % del total de las comisiones percibidas por estas entidades. De hecho, los ingresos derivados de estas comisiones disminuyeron de 2.547 millones de euros en el primer semestre de 2019 a 2.441 millones en el mismo periodo de 2020 (en términos anualizados), un descenso que se explica básicamente por la caída del patrimonio gestionado, ya que la comisión media de gestión de IIC apenas experimentó cambios, al pasar del 0,84 % al 0,83 % (véase cuadro 15).

La gestión de carteras y de entidades de capital riesgo, que son las siguientes actividades en la generación de ingresos para las SGIIC, crecieron con fuerza.

La gestión discrecional de carteras y la gestión de entidades de capital riesgo son las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para las SGIIC. En ambos casos, la cifra de comisiones obtenidas por estas actividades experimentó un avance sustancial, aunque continúan siendo valores no muy significativos con relación al total de comisiones percibidas por este tipo de entidades (6,9 % y 2,2 %, respectivamente). Así, las comisiones de gestión de carteras durante el primer semestre de 2020 aumentaron un 7,4 %, hasta los 97,8 millones de euros, mientras que las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo lo hicieron un 29,5 %, hasta los 32,2 millones.

El porcentaje de la comisión de gestión de IIC retrocedido a los comercializadores se mantuvo estable en el primer semestre, después de una importante reducción en los últimos años, tendencia que se vio acentuada tras la entrada en vigor de la normativa MiFID II.

Como se observa en el cuadro 15, el cociente entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC se ha mantenido estable en los dos últimos años, después de haber mostrado una ligera tendencia a la baja durante varios ejercicios hasta 2017 y un descenso muy acusado en 2018. Este último hecho coincidió con la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que impone condiciones estrictas a las retrocesiones de comisiones de la gestora a los comercializadores, que deben estar sujetas adicionalmente a requisitos estrictos de transparencia a los inversores. Así, el porcentaje de comisiones cedidas a los comercializadores pasó de representar el 64,6 % de las comisiones percibidas por la gestión de las IIC en 2012 al 50,9 % en junio de 2020.

Por otra parte, el descenso de los beneficios agregados tuvo su reflejo en el comportamiento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE), que se redujo desde el 88,0 % en junio de 2019 hasta el 79,4 % en el mismo mes de 2020. A su vez, el número de sociedades en pérdidas se incrementó de 26 a 37 y el volumen de dichas pérdidas pasó de 4,4 a 5,6 millones de euros.

En consonancia con la reducción de beneficios, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) disminuyó hasta el 79,4 % y el número de entidades en pérdidas aumentó hasta 37.

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

CUADRO 15

Millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2012	152.959	1.416	0,93	64,62
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	2.638	0,84	49,75
jun.-20 ²	293.968	2.441	0,83	50,95

Fuente: CNMV.

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

2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

A lo largo de los ocho primeros meses de 2020 continuó la expansión que se está produciendo en el sector del capital riesgo durante los últimos años, con una elevada y continua inscripción de nuevos vehículos en la CNMV. Así, el número de entidades registradas pertenecientes a esta categoría se incrementó en 63 (55 vehículos de inversión y 8 gestoras), después de producirse 80 altas y 17 bajas.

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

En relación con las entidades de capital riesgo tradicionales⁴⁶, que continúan siendo con diferencia las más numerosas, se produjeron 50 altas y 9 bajas, por lo que a finales de agosto había un total de 226 fondos de capital riesgo (FCR) y 173 sociedades de capital riesgo (SCR). En cuanto a las entidades de capital riesgo pyme, no hubo apenas movimientos desde enero hasta agosto, con tan solo 1 alta y 1 baja, por lo que continuaba habiendo los mismos vehículos que a 31 de diciembre de 2019: 10 fondos y 19 sociedades. Por otra parte, se inscribieron 5 fondos de capital riesgo

... que afectó especialmente a las entidades de capital riesgo tradicionales, tanto fondos como sociedades.

46 Se entienden como entidades tradicionales aquellas tipologías existentes antes de la entrada en vigor 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.

Europeos (FCRE), hasta un total de 25, y se dieron de baja 2 de los 5 fondos de emprendimiento social europeo (FESE) existentes en 2019, después de que se registrara el primero en 2018⁴⁷.

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

Las entidades de inversión colectiva cerradas también observaron, como en los 2 años anteriores, un importante dinamismo en los 8 primeros meses de 2020, con 13 altas y solamente 2 bajas producidas a lo largo del periodo. De esta forma, a 31 de agosto había un total de 57 vehículos de esta tipología, de los cuales 29 eran fondos (FICC) y 28 eran sociedades (SICC). Cabe mencionar que esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2020

CUADRO 16

Entidades	Situación a 31/12/2019		Situación a 31/08/2020	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas
Fondos de capital riesgo	210	21	5	226
Fondos de capital riesgo pyme	10	1	1	10
Fondos de capital riesgo europeos	20	5	0	25
Fondos de emprendimiento social europeo	5	0	2	3
Sociedades de capital riesgo	148	29	4	173
Sociedades de capital riesgo pyme	19	0	0	19
Total entidades de capital riesgo	412	56	12	456
Fondos de inversión colectiva cerrados	20	10	1	29
Sociedades de inversión colectiva cerradas	26	3	1	28
Total entidades de inversión colectiva cerradas	46	13	2	57
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC¹)	106	11	3	114

Fuente: CNMV.

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

En 2019 el patrimonio de las ECR registró un aumento del 24,2 %, hasta los 13.000 millones de euros (el 66 % de fondos y el 34 % de sociedades).

A lo largo de 2019 el patrimonio de las ECR se incrementó un 24,2 %, hasta superar los 13.000 millones de euros. El avance se produjo tanto en los fondos de capital riesgo, cuyo patrimonio aumentó un 27,4 % hasta los 8.633 millones de euros, como en las sociedades, cuyo patrimonio creció un 18,6 % hasta los 4.407 millones (véase cuadro 16).

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

En los FCR —entre los que se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, es decir, los fondos pyme, los europeos y los de emprendimiento social europeo—, se produjo una ligera recomposición de la importancia relativa de sus

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

inversores a lo largo de 2019 a favor de las personas físicas, hecho que ya se había observado en 2018. No obstante, los inversores con mayor tenencia de participaciones continuaron siendo las entidades extranjeras y las Administraciones públicas, con 1.302 y 1.291 millones de euros, respectivamente. El tercer puesto lo ocuparon las personas físicas, que, como se ha mencionado, incrementaron su inversión hasta los 1.128 millones de euros (un 31,9 % más que en 2018). A pesar de este aumento, las personas físicas siguen teniendo una participación minoritaria en el patrimonio de los fondos de capital riesgo: un 13,1 % frente a un 86,9 % de las personas jurídicas. Por último, también es importante mencionar la inversión realizada por las empresas no financieras, que creció un 44,2 % hasta alcanzar los 1.092 millones de euros.

En el caso de las SCR —donde, como en el caso de los fondos, se incluyen las SCR pyme—, también se produjo un aumento en la importancia relativa de las personas físicas (66,5 %, hasta los 744 millones de euros), aunque su participación en el capital, al igual que en los fondos, siguió siendo minoritaria: un 16,9 % frente al 83,1 % de las personas jurídicas. Por su parte, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes, con una participación conjunta del 65,3 % en el capital del total de las SCR (58,7 % en 2018), después de haber incrementado su inversión un 26,1 % y un 38,6 %, respectivamente.

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

Entidades de capital riesgo: patrimonio por tipo de inversor

CUADRO 17

Millones de euros

	FCR		SCR	
	2018 ¹	2019 ¹	2018 ²	2019 ²
Personas físicas				
Residentes	813,26	1.074,54	399,51	738,79
No residentes	41,81	53,56	47,57	5,45
Personas jurídicas				
Bancos	174,82	175,55	136,35	112,35
Cajas de ahorros	35,18	90,48	13,88	11,56
Fondos de pensiones	588,07	729,17	20,18	11,69
Compañías de seguros	437,11	613,43	87,20	85,15
Sociedades y agencias de valores	7,34	0,63	0,06	0,00
Instituciones de inversión colectiva	431,79	484,18	5,46	7,77
Entidades de capital riesgo nacionales	289,58	301,20	29,81	42,45
Entidades de capital riesgo extranjeras	338,26	406,98	161,61	165,09
Administraciones públicas	989,64	1.290,91	412,98	176,99
Fondos soberanos	12,47	3,42	6,08	4,90
Otras empresas financieras	414,36	770,17	1.030,57	1.428,52
Empresas no financieras	757,05	1.091,52	1.149,79	1.450,13
Entidades extranjeras	1.138,30	1.302,00	62,41	56,08
Otros	306,64	245,01	154,12	110,34
Total	6.777,93	8.632,75	3.717,58	4.407,26

Fuente: CNMV.

1 Incluye FCR pyme, FCRE y FESE.

2 Incluye SCR pyme.

Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo se contrajo un 67 % en el primer semestre del año, a causa de la inexistencia de grandes operaciones. El número de operaciones, no obstante, se mantuvo en cifras similares a las de 2019.

Según el tipo de inversor destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que invirtieron el 69,3 % del volumen total, y según la fase de desarrollo del proyecto, el *venture capital* protagonizó 297 de las 344 operaciones del periodo.

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2020 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) muestran una contracción del volumen de inversión del 67 %, hasta los 1.434 millones de euros. La actividad, no obstante, se mantuvo elevada a pesar de la situación actual, ya que el número de operaciones fue de 344, una cifra similar a la de la primera mitad de 2019. Este abrupto descenso del volumen invertido fue consecuencia, por tanto, de la ausencia de operaciones de gran tamaño o *megadeals* (operaciones superiores a 100 millones de euros). Por el contrario, la mayoría de operaciones, concretamente 309, se correspondieron con inversiones inferiores a los 5 millones de euros.

Los fondos internacionales continuaron mostrando un elevado interés por el mercado español, siendo responsables de 79 operaciones que ascendieron a 993,4 millones de euros, lo que supone el 69,3 % del volumen total de inversión. Por su parte, los inversores nacionales privados realizaron 208 operaciones, mientras que los fondos nacionales públicos cerraron las 57 operaciones restantes. Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, destacó la inversión en *buy-outs*⁴⁸, que supuso poco más del 26 % del volumen total invertido, con 375,4 millones de euros repartidos en 13 operaciones. El *venture capital* (fases semilla y arranque), por su parte, se mantuvo muy activo a lo largo de los 6 primeros meses del año y protagonizó 297 operaciones, con un volumen de inversión de 307,2 millones de euros. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, se produjo un aumento del 36,4 %, hasta los 990 millones de euros, en el volumen invertido en relación con el mismo periodo de 2019, en la mayoría de casos cerrándose procesos que ya se habían iniciado en ese año.

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

II Informes y análisis

Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda española desde el inicio de la crisis del COVID-19

María Isabel Cambón Murcia (*)

Juan Ángel Gordillo Santos (*)

(*) María Isabel Cambón y Juan Ángel Gordillo trabajan en el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

Resumen

- La crisis del coronavirus originada a principios de este año ha deteriorado de forma abrupta el desarrollo de la actividad económica y, en consecuencia, de muchas empresas y sectores. Existen múltiples medidas de soporte adoptadas por los Gobiernos y bancos centrales que tratan de mitigar los problemas de liquidez y de solvencia de las compañías derivados de esta. Sin embargo, la magnitud del deterioro económico ha suscitado ciertas dudas en torno a la evolución de la solvencia de las compañías más afectadas por la crisis y, por tanto, de su riesgo de crédito. En función de la duración y la dureza de la crisis, es posible que, con el tiempo, se asista a un proceso de rebajas en las calificaciones crediticias de las compañías, que reflejaría el incremento de su riesgo de crédito. Si las rebajas en las calificaciones fueran cuantiosas, las consecuencias para otras compañías y para el sistema financiero en su conjunto podrían ser especialmente perjudiciales. Entre otras, podrían producirse ventas significativas de activos, espirales bajistas de precios, diferentes fenómenos de contagio entre entidades, encarecimiento de la financiación, etc.
- Este artículo estudia las calificaciones crediticias de los activos de deuda españoles al principio de la crisis y su evolución durante los meses posteriores, con el fin de conocer si se está produciendo un deterioro relevante. Para el estudio se ha considerado como deuda española toda aquella emitida por un emisor de esta nacionalidad (público o privado), con independencia de que la emisión se haya realizado en España o en el exterior. El análisis se complementa, a modo comparativo, con la evolución de las calificaciones de emisores privados de una muestra de países europeos.
- Del análisis efectuado se deduce que una proporción mayoritaria de los activos de deuda españoles tienen una calidad crediticia alta (incluso excluyendo las emisiones de las Administraciones públicas), al tener la consideración de grado de inversión (*investment grade*). En promedio, un 96,6 % del saldo vivo de estos activos pertenece a este grupo, habiendo experimentado esta proporción pocos cambios en los últimos meses. Sin embargo, suscita una cierta preocupación el aumento del importe y de la importancia relativa de la deuda con calificación BBB, que es el nivel más bajo dentro del grupo *investment grade* y previo al grupo de activos *high yield*, que se considera de alto riesgo. El saldo vivo de estos instrumentos se ha incrementado desde los 149.000 millones en marzo hasta los 165.000 millones en junio.
- Además, el importe de los activos con calificación BBB-, a un solo escalón del grupo de deuda de alto riesgo, pasó de 55.000 millones a 79.000 millones en los mismos periodos. El aumento del saldo vivo de los activos BBB se ha producido por las rebajas de las calificaciones de emisores que pertenecen a todos los sectores considerados (público, financiero y no financiero), y no se ha observado un proceso de revisión generalizado entre las compañías de un determinado sector. Únicamente se percibe, dentro del sector no financiero, que las relativamente pocas rebajas en las calificaciones crediticias tienden a concentrarse en compañías vinculadas al transporte y el turismo, sectores especialmente afectados por la crisis.

- En el ámbito europeo, el ejercicio realizado, que se basa exclusivamente en deuda corporativa privada de emisores financieros y no financieros, arroja resultados similares. Se observa, en un contexto de saldo de deuda creciente, i) una gran estabilidad en la proporción de activos de alta calidad respecto al total; una proporción que, en general, es muy alta (88 % de media), aunque se aprecian diferencias relevantes entre países, y ii) un deterioro de la calidad crediticia dentro del grupo de alta calidad, que se traduce en un aumento significativo del saldo vivo de la deuda BBB (191.000 millones de euros entre marzo y junio) y BBB- (42.300 millones en el mismo periodo). Por países, Francia, Alemania y el Reino Unido muestran una deuda privada de una calidad crediticia media superior a la de Italia, España y otras economías de menor tamaño como Irlanda, Bélgica o Luxemburgo. Por sectores, se observan rebajas en las calificaciones crediticias tanto en las entidades financieras como en las no financieras, pero tampoco se producen, por el momento, rebajas generalizadas. El valor de la deuda considerada como *fallen angels* (deuda que pierde la consideración de grado de inversión y pasa a ser de alto riesgo) asciende a 35.500 millones y se distribuye entre entidades financieras, sobre todo italianas, y compañías no financieras de diferentes sectores (entre otras, acero, inmobiliarias, hoteles y líneas aéreas).

1 Motivación del análisis

Las calificaciones crediticias representan, posiblemente, el indicador más relevante sobre el riesgo de crédito de un instrumento financiero o de su emisor y son utilizadas ampliamente por los participantes en los mercados financieros. A pesar de su relevancia, el análisis generalizado llevado a cabo por las instituciones y organizaciones financieras internacionales sobre las causas de la última crisis financiera global puso de manifiesto una excesiva dependencia (*over reliance*) de estas calificaciones por parte de entidades financieras, organismos de regulación y supervisión y el público en general y se decidió tratar de disminuir el exceso de uso o dependencia de ellas. Este camino ha mostrado un cierto avance en los últimos años, aunque parece que el uso de las calificaciones crediticias en la regulación sigue siendo elevado¹.

La crisis originada por el COVID-19 ha vuelto a poner en el punto de mira las calificaciones crediticias de las compañías y su evolución en el tiempo, pues el fuerte deterioro de la actividad económica a escala internacional que ha originado dicha crisis necesariamente irá acompañado de un deterioro sustancial del riesgo de crédito de muchas de ellas y, en consecuencia, de sus *ratings*. Las rebajas masivas de las calificaciones crediticias de los activos o de sus emisores pueden tener efectos muy desfavorables en muchos de los agentes que participan en los mercados y, en último término, implicaciones negativas para la estabilidad financiera si las espirales de contagio entre los agentes son suficientemente importantes.

1 Véase, por ejemplo, el informe de la Comisión Europea *Report from the Commission to the European Parliament and the Council on alternative tools to external credit ratings, the state of the credit rating market, competition and governance in the credit rating industry, the state of the structured finance instruments rating market and on the feasibility of a European Credit Rating Agency*, publicado en octubre de 2016. Disponible en: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0664&from=en>

Las implicaciones de un posible escenario de rebajas significativas de las calificaciones crediticias son diversas y con diferente origen:

- Estas rebajas darían lugar, en primera instancia, a un descenso importante en el precio de los activos afectados por la modificación del *rating*, que afectaría a los tenedores directos de dichos instrumentos. Algunos de ellos podrían decidir vender los activos en los mercados financieros, lo que daría lugar a nuevos descensos de precios.
- También afectaría a aquellas operaciones realizadas con garantía, si esta última pierde valor, pues haría necesario un aumento de las garantías o de los márgenes (*margin calls*). En un caso extremo, este hecho requeriría las ventas de otros activos y daría lugar a una segunda ronda de caídas de precios (*spillover effect*).
- Una fuente adicional de contagio, indirecto, se podría producir entre aquellos agentes con exposiciones comunes a los activos afectados por la rebaja en la calificación crediticia o también con exposiciones a activos que presenten ciertas características comunes con los afectados (por ejemplo, que pertenezcan a un mismo sector).
- También cabe señalar que algunos tenedores de activos, por ejemplo, los fondos de inversión o incluso el Eurosistema, pueden estar sometidos a un mandato de inversión en determinadas tipologías de activos que consideren la calificación crediticia de estos. Si un fondo de inversión está obligado a tener en su cartera activos de deuda de elevada calificación crediticia (*investment grade*) y una parte de sus activos experimenta una rebaja de su calificación hasta el grupo de alto riesgo (*high yield*), el fondo de inversión deberá vender esos activos, hecho que exacerbaría los efectos mencionados derivados de la venta de activos (y sus caídas de precios). Este último caso, el de los activos que pasan de tener consideración de grado de inversión a la de alto riesgo, se conoce como el de los *ángeles caídos* o *fallen angels*.
- La rebaja en la calificación crediticia de un emisor dará lugar, en términos generales, a un encarecimiento significativo de sus fuentes de financiación, especialmente por la vía de los mercados financieros, y puede propiciar un aumento relativo del recurso a la financiación bancaria.
- Finalmente, si las rebajas en las calificaciones son demasiado cuantiosas, existe la posibilidad de que el mercado *high yield* no sea capaz de absorber un volumen tan alto de deuda.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico ha identificado, en el contexto de la crisis del COVID-19, cinco áreas prioritarias de atención que pueden ser importantes para salvaguardar la estabilidad financiera de la Unión Europea². Una de estas cinco áreas prioritarias está relacionada con el posible impacto procíclico derivado del proceso de rebajas en las calificaciones crediticias sobre los mercados y las entidades del

2 <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2020/html/esrb.pr200409~a26cc93c59.en.html>

sistema financiero. Dentro de las acciones que se han emprendido en este ámbito, destaca un primer estudio descendente (*top-down*) que trata de cuantificar las repercusiones de una rebaja masiva de las calificaciones crediticias de las compañías del sector privado (el ejercicio excluye la deuda pública) en el sistema financiero. Bajo diferentes escenarios de rebajas en las calificaciones y en las ventas de los agentes, el análisis revela que las pérdidas iniciales derivadas de dicha rebaja podrían oscilar entre los 150.000 millones y los 200.000 millones de euros, a las que se podría añadir entre un 20 % y un 30 % adicional derivado de las ventas consecutivas de activos. También se indica que los fondos de inversión y las aseguradoras tienen una cantidad de exposiciones comunes considerable, lo que acrecienta las espirales negativas entre ambos tipos de entidades³.

En el ámbito regulatorio los temas de debate continúan estando relacionados con el posible exceso de dependencia en la regulación de las calificaciones crediticias, con la idoneidad de las metodologías empleadas por las agencias en el contexto de la crisis y con la prociclicidad de los *ratings* y sus efectos. Es demasiado prematuro pronosticar ninguna conclusión en estas materias, aunque cabe señalar que ciertos supervisores y bancos centrales han tomado algunas medidas concebidas para mitigar los efectos procíclicos de las rebajas de *rating*⁴.

En este contexto resulta pertinente realizar un primer análisis de la evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda españoles⁵ en los primeros meses de la crisis. No se trata en este momento de evaluar la repercusión de esta evolución en los emisores o en los tenedores de estos activos ni tampoco en los mercados, sino de comprobar si se está produciendo un deterioro significativo del riesgo de crédito de estos instrumentos. Para ello, en este artículo se describe la evolución de los *ratings* de estos activos entre marzo y junio de este año, dentro de una línea de trabajo que repetirá este ejercicio con cierta frecuencia, habida cuenta de la relevancia de esta cuestión. En particular, se cuantifica la importancia absoluta y relativa de los activos que pertenecen a las distintas calificaciones crediticias, prestando una atención especial al conjunto de activos que se encuentra en el escalón más bajo de los activos considerados de mayor calidad (*investment grade*) y que, por tanto, tendrían riesgo de trasladarse al grupo de activos *high yield* si se diera el caso de una rebaja intensiva de calificaciones. Este análisis permite también identificar a las entidades, los tipos de activos y los sectores más afectados por las rebajas en las calificaciones durante los últimos meses. Además se incluye una primera cuantificación de la evolución de las calificaciones crediticias de la deuda corporativa privada europea, con el fin de contextualizar el análisis en el marco europeo.

3 https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/system_wide_scenario_analysis_large_scale_corporate_bond_downgrades.en.pdf

4 En el ámbito europeo muchas autoridades supervisoras han instado a las entidades financieras a preservar sus posiciones de capital y a retrasar el reparto de dividendos, lo que fortalece su capacidad de afrontar posibles rebajas en las calificaciones a gran escala. El Banco Central Europeo (BCE) también ha mostrado mayor flexibilidad respecto a los *ratings* en temas relacionados con los colaterales y en su programa de compras de deuda corporativa.

5 A los efectos de este estudio se considera deuda española aquella emitida por un emisor de nacionalidad española o una entidad que pertenezca a un grupo cuya matriz sea española, aunque las emisiones se hayan realizado en el exterior.

2 Evaluación de las calificaciones crediticias de la deuda española

2.1 Metodología y cobertura de datos

Se ha realizado un análisis de todos los valores vivos de deuda emitidos por entidades españolas tanto en el mercado nacional como en mercados internacionales⁶. Se dispone de información sobre el emisor, el sector institucional al que corresponde dicho emisor y el tipo de instrumento del que se trata. El proceso de asignación de *ratings* combina el listado de dichas emisiones de renta fija en circulación que tienen un código ISIN con la información que se obtiene de la base de datos de un proveedor comercial⁷ sobre la calificación que otorgan a cada activo las agencias de calificación crediticia internacionales Fitch, Moody's y Standard & Poor's. A los efectos de otorgar un único *rating* a cada emisión, se ha definido una escala homogénea que relaciona las utilizadas por cada agencia (véase cuadro 1), con una serie de criterios⁸.

El análisis se ha efectuado con las emisiones vivas de renta fija al cierre de los meses de referencia (de marzo a junio de este año). El número de emisiones para las que se dispone de información en el periodo inicial de estudio, el 31 de marzo, era de 3.434, aunque se reduce hasta 3.325 el 30 de junio. La mayor parte de las emisiones disponen de un código ISIN asociado: 3.388 en marzo (un 99,8 % del saldo total en circulación) y 3.314 en junio (un 99,5 % del saldo total en circulación).

El descenso del número de emisiones vivas registrado entre marzo y junio fue compatible con un aumento considerable del saldo vivo de deuda con calificación crediticia, que pasó de 1.685.262 millones de euros en marzo (un 94,8 % del total con ISIN) a 1.777.151 millones de euros (un 95,0 % del total con ISIN) en junio. El aumento de las emisiones netas en este trimestre, que no ha sido igual en todos los sectores (destacan las emisiones de las Administraciones públicas), responde a las fuertes necesidades de liquidez en el contexto de la crisis y al aprovechamiento de los bajos tipos de interés. En los primeros momentos de la crisis estas necesidades se plasmaron en mayor medida en activos de corto plazo —pagarés—, para aumentar posteriormente los plazos medios de las emisiones de forma considerable. Además, este aumento de la deuda se ha producido en paralelo a un recurso mucho

6 Datos cedidos por la Unidad de Mercado de Valores perteneciente al Departamento de Estadística del Banco de España.

7 Bloomberg.

8 i) Si el *rating* otorgado por las agencias de calificación crediticia de referencia coincide, se toma dicha calificación.

ii) Si el *rating* otorgado por las agencias de calificación crediticia de referencia no coincide, se toma la calificación con fecha más reciente.

iii) Si el *rating* otorgado por las agencias de calificación crediticia de referencia no coincide y las fechas de calificación son iguales, se establece una jerarquía entre agencias (1.º Standard & Poor's, 2.º Moody's y 3.º Fitch).

iv) Si una emisión determinada no dispone de *rating* en Bloomberg, pero existe otra del mismo tipo de activo del mismo emisor, se tomará la calificación de esta última.

v) De no existir *rating* en la base de datos de Bloomberg o en caso de no estar la emisión calificada por ninguna de las tres agencias, se asigna «Sin dato».

mayor al crédito bancario, incentivado por las diferentes medidas de soporte de las autoridades, que es además la vía principal de financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Escala de ratings y correspondencia con rating CNMV

CUADRO 1

Fitch	Moody's	Standard & Poor's	Rating CNMV
AAA	Aaa	AAA	AAA
AA+	Aa1	AA+	AA
AA	Aa2	AA	AA
AA-	Aa3	AA-	AA
A+	A1	A+	A
A	A2	A	A
A-	A3	A-	A
BBB+	Baa1	BBB+	BBB
BBB	Baa2	BBB	BBB
BBB-	Baa3	BBB-	BBB
BB+	Ba1	BB+	BB
BB	Ba2	BB	BB
BB-	Ba3	BB-	BB
B+	B1	B+	B
B	B2	B	B
B-	B3	B-	B
CCC	Caa1	CCC+	CCC
CC	Caa2	CCC	CC
C	Caa3	CCC-	C
DDD	Ca	R	D
DD	C	SD	D
	D	D	D
NR	NR	NR	Sin dato

Fuente: CNMV.

Como puede observarse en el cuadro 2, las emisiones de renta fija española analizadas tienen en su mayoría consideración de grado de inversión —*investment grade*— (con calificación BBB o superior), pues suponen en promedio del periodo de análisis un 96,6 % del total de emisiones para las que se ha obtenido *rating*. Este porcentaje se ha mantenido bastante estable durante el periodo analizado. Cabe destacar que la calificación con un mayor volumen de saldo en circulación es el *rating* A (70,4 % de media del periodo sobre el total en circulación con *rating*), puesto que engloba las emisiones de deuda del Estado⁹, tanto a corto como a largo plazo (1.020.561 y 1.084.614 millones de euros en marzo y junio respectivamente¹⁰).

9 El *rating* de las emisiones del Estado puede encontrarse en <https://www.tesoro.es/deuda-publica/calificacion-credicia>.

10 Estas emisiones suponen un 86 % del saldo de este *rating* como media del periodo.

Saldo en circulación de valores de renta fija española con *rating* obtenido CUADRO 2

	31-mar.	30-abr.	31-may.	30-jun.
Rating	1.685.262	1.704.265	1.733.536	1.777.151
AAA	12.179	11.976	11.791	11.685
AA	276.236	286.334	285.846	292.270
A	1.189.536	1.199.218	1.222.644	1.248.205
BBB	148.936	148.064	153.281	164.487
BB	35.107	35.192	36.377	36.240
B	11.383	11.051	10.766	11.691
CCC	4.897	4.894	5.329	4.988
CC	3.011	3.563	3.313	3.129
C	2.338	2.337	2.560	2.229
D	1.637	1.637	1.630	2.227
Pro memoria				
BBB	148.936	148.064	153.281	164.487
BBB+	28.245	28.385	31.909	40.088
BBB	65.942	65.023	68.285	45.720
BBB-	54.749	54.656	53.087	78.679
Sin dato de <i>rating</i>	92.994	91.133	91.458	93.148

Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

Aunque la importancia relativa de las emisiones de alta calidad (*investment grade*) se ha mantenido estable, en valor absoluto se ha producido un aumento de los importes cuya evolución resulta interesante. El aumento del saldo vivo de los valores *investment grade* (casi 92.000 millones) se ha originado por el incremento de los valores con calificación A, con cerca de 59.000 millones (y que se explica sobre todo por las emisiones del sector público ya comentadas), AA (por la actividad emisora de distintas entidades de crédito como Banco Santander o Bankinter), con algo más de 16.000 millones, y BBB, con otros 15.500 millones.

El análisis más detallado de las emisiones BBB es pertinente por las posibles repercusiones que su eventual movimiento al grupo de deuda *high yield* podrían tener en el sistema financiero descrito en la motivación de este análisis. El saldo vivo de estas emisiones aumentó desde los 148.900 millones en marzo hasta los 165.000 millones en junio, por lo que su importancia en el total se incrementó levemente hasta el 9,3 % (véase gráfico 1). Dentro de este grupo, las emisiones que ocupan el escalón más bajo de la calificación BBB (BBB- para Fitch y Standard & Poor's, Baa3 para Moody's) —escalón previo a ser considerada como *high yield*— experimentaron un aumento del saldo vivo del 43,7 % entre marzo y junio, al pasar de 54.748 millones de euros (un 3,2 % del total con *rating* y un 36,8 % del saldo vivo con *rating* BBB) a 78.679 millones de euros (un 4,4 % del total con *rating* y un 47,8 % del saldo vivo con *rating* BBB). El aumento del saldo vivo de las emisiones BBB- en estos meses (cercano a los 24.000 millones de euros, véase gráfico 2) se explica por la rebaja de la calificación crediticia de distintos activos emitidos por algunas comunidades autónomas como Madrid y La Rioja, por entidades del sector financiero (BBVA) y por empresas del sector no financiero (Amadeus y Autopista del Sol Concesionaria Española), así como por las nuevas emisiones a las que se les ha asignado esta calificación.

Rating valores de renta fija española (% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO 1

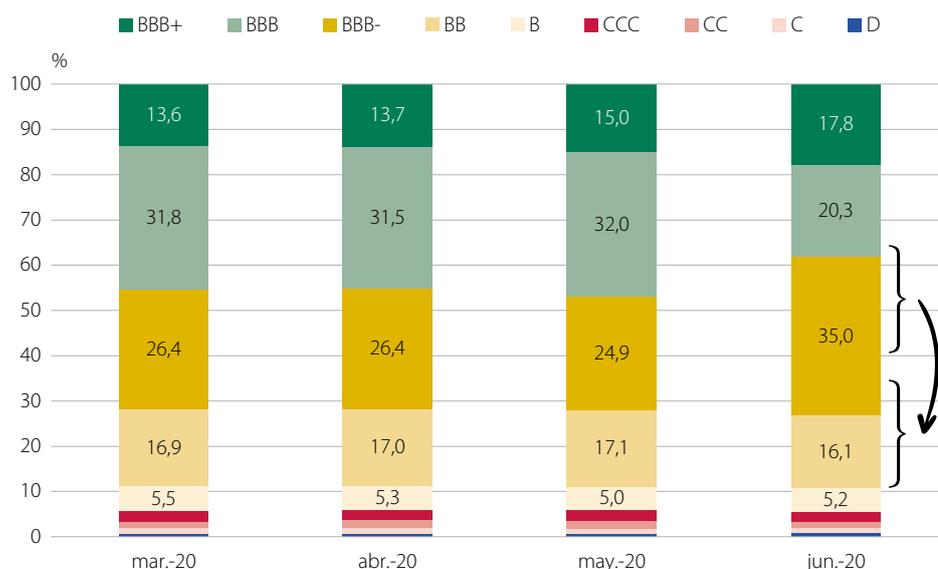


Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

Como consecuencia de esta evolución es importante mencionar que el tamaño del saldo vivo de las emisiones BBB- ha superado el del conjunto de emisiones *high yield* (78.679 millones de euros frente a 60.504 millones). Este hecho es importante pues, en el caso de producirse una rebaja masiva de calificaciones crediticias, es posible que el mercado de deuda *high yield* no pueda absorber sin dificultades el importe de deuda BBB- rebajado. En cualquier caso, esta cuestión podría tener menos relevancia si se concibe el mercado de deuda de referencia a escala europea y no estrictamente doméstica.

Rating valores de renta fija española con rating BBB o inferior (% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO 2



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

2.2 Análisis por sector

Como se observa en el cuadro 3, las Administraciones públicas concentran el mayor volumen de emisiones vivas. En particular, algo más del 63 % del total, un porcentaje que se ha incrementado levemente en el periodo de estudio debido a un proceso emisor más intenso por parte del sector público en el contexto de la crisis. Por su parte, el saldo vivo de las emisiones de las sociedades financieras representa algo menos de un tercio del total, habiendo disminuido levemente entre marzo y junio, y el de las sociedades no financieras se habría mantenido en torno al 5,7 % del saldo vivo total.

Saldo en circulación de valores de renta fija española con *rating* por sectores

CUADRO 3

	mar.-20	abr.-20	may.-20	jun.-20
Sectores	1.685.262	1.704.265	1.733.536	1.777.151
Administraciones públicas	1.072.116	1.082.383	1.105.293	1.136.100
Administración central	1.035.299	1.045.100	1.067.422	1.098.232
Comunidades autónomas	36.732	37.198	37.786	37.784
Corporaciones locales	85	85	85	85
Sociedades financieras	519.319	527.098	530.224	540.266
Instituciones monetarias ¹	354.437	361.874	365.557	373.605
Instituciones no monetarias ²	164.882	165.224	164.667	166.661
Sociedades no financieras	93.827	94.785	98.019	100.785
Pro memoria				
Sin dato de <i>rating</i>	92.994	91.133	91.458	93.148
Administraciones públicas	3.155	3.168	3.253	3.447
Administración central	0	0	0	0
Comunidades autónomas	2.433	2.447	2.532	2.726
Corporaciones locales	721	721	721	721
Sociedades financieras	67.841	68.202	67.202	68.477
Instituciones monetarias	26.144	26.664	25.669	27.008
Instituciones no monetarias	41.697	41.538	41.532	41.470
Sociedades no financieras	21.998	19.764	21.004	21.224

Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

1 Las instituciones financieras monetarias son las sociedades de depósito (excepto el banco central).

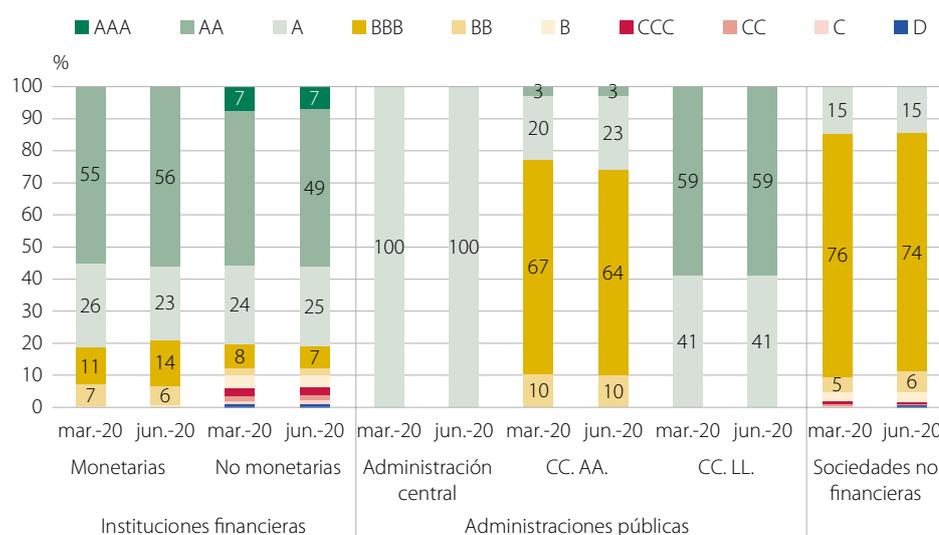
2 Las instituciones financieras no monetarias engloban fundamentalmente a las ESI, los fondos de titulización, las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

El análisis de los *ratings* de los activos de deuda soberana revela que la proporción de emisiones con calificación BBB o superior es mayoritaria, habiendo aumentado desde el 99,6 % en marzo al 99,7 % en junio. El resto corresponde a emisiones de bonos y obligaciones de algunas comunidades autónomas. Dentro de estas últimas, lo más reseñable durante los últimos meses es el significativo incremento del saldo vivo de deuda BBB-, desde un importe de 1.571 millones de euros en marzo hasta 16.700 millones de euros en junio. Esta evolución se explica por la revisión efectuada en dicho mes por Standard & Poor's a la Comunidad de Madrid (bonos por

importe de 15.037 millones de euros). En el caso de la deuda del Estado, la última revisión del *rating* efectuada por las grandes agencias de calificación se produjo en septiembre de 2019 por parte de Standard & Poor's (Moody's y Fitch lo hicieron en el primer trimestre de 2018). En el contexto de la crisis, su intensidad y los retos que supone para las finanzas públicas ya han dado lugar a las primeras comunicaciones por parte de varias agencias de calificación. Dos de ellas (Scope Ratings¹¹ y Standard & Poor's¹²) han situado la deuda del Estado en perspectiva negativa y una agencia española, Axesor¹³, ha revisado a la baja el *rating* desde A hasta A-. En Europa, cabe destacar la revisión a la baja en abril del *rating* de la deuda pública italiana, acontecida en el contexto de la crisis¹⁴.

Rating por sector emisor (% sobre el saldo vivo de deuda)

GRÁFICO 3



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

En las instituciones financieras, la deuda con calificación BBB o superior también es mayoritaria, pero muestra un porcentaje inferior al de la deuda pública, con una media del 93,1 % en el periodo de análisis. Por tipo de institución, se observa que la proporción de estos activos ha pasado del 92,8 % al 93,3 % en las instituciones financieras monetarias (entidades de depósito fundamentalmente) y del 87,9 % al 87,8 % en las no monetarias (ESI, fondos de titulización de activos y empresas de seguros, entre otros).

En el caso particular de la renta fija calificada como BBB- del conjunto del sector financiero con *rating*, se ha observado un aumento de su importe desde los 14.000 millones (un 2,7 % sobre el saldo vivo total con *rating*) hasta los 17.800 millones, lo que

11 El anuncio se produjo el 21 de agosto (<https://www.scoperatings.com>).

12 El anuncio se produjo el 18 de septiembre (<https://www.standardandpoors.com>).

13 El anuncio se produjo el 28 de septiembre (<https://www.axesor-rating.com>).

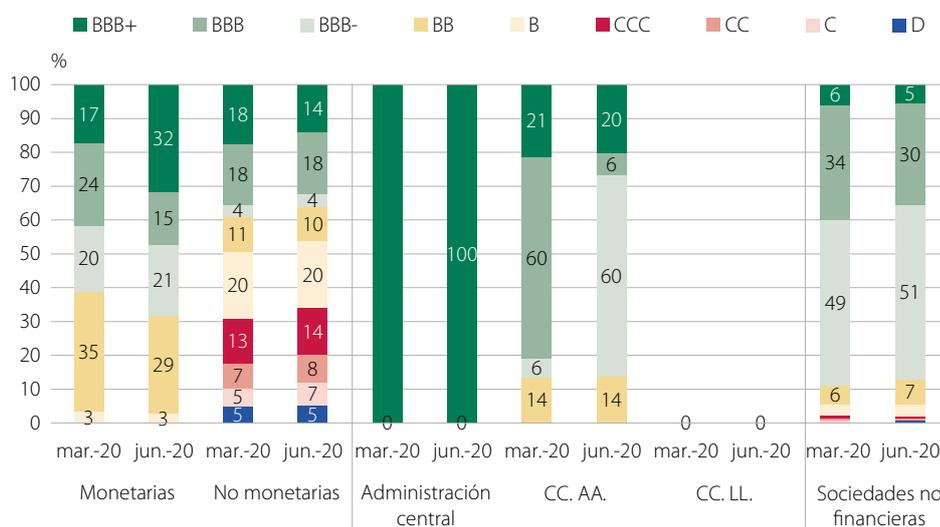
14 Fitch rebajó en abril el *rating* de Italia de BBB a BBB- con perspectiva estable, S&P lo mantiene en BBB con perspectiva negativa a la espera de ver cómo evoluciona la crisis del coronavirus y Moody's ha avisado de que podría rebajar el *rating* por debajo del Baa3 actual, por lo que situaría el bono soberano italiano en el grado de especulación (*high yield*).

supone un 3,3 % del saldo total con *rating* obtenido de esta deuda en el mercado. Las variaciones de calificaciones que han afectado a la deuda del grupo BBB se explican, en su mayoría, por las instituciones financieras monetarias y, dentro de ellas, por la revisión en junio por parte de Fitch de distintas emisiones de BBVA. Tras esta revisión, distintas series de bonos veían recortado su calificación de A a BBB+ (por valor de 8.690 millones de euros, lo que supone un 2,3 % del total con *rating* de este sector) y de BBB a BBB- (por valor de 1.268 millones de euros, un 0,3 % del total del sector). Del mismo modo, el *rating* de un conjunto de obligaciones subordinadas de la entidad bancaria han recibido una rebaja del *rating* de BBB a BBB- por valor de 2.587 millones de euros (un 0,7 % del total con *rating* de este sector) y una emisión con un nominal en circulación de 75 millones ha pasado a considerarse *high yield*, al obtener una rebaja de la calificación a BB desde BBB-.

Por su parte, las emisiones de empresas no financieras calificadas con *rating* igual o superior a BBB han pasado de representar un 90,4 % del saldo en circulación para el que se ha obtenido *rating* en marzo a un 88,9 % en junio, siendo el porcentaje de emisiones con el *rating* original BBB- del 41,7 % y el 43,8 %, respectivamente. A pesar de que la mayoría de la deuda de estas compañías es de alta calidad, es preciso señalar que una parte muy relevante tiene la peor calificación dentro de este grupo (véase gráfico 4). En particular, la deuda calificada como BBB representa casi tres cuartas partes de la deuda total de este sector (74.857.000 millones de euros). Por tanto, un episodio de rebajas generalizadas en las calificaciones crediticias podría ser importante para las compañías no financieras, dado el elevado volumen de la deuda que está en el escalón previo a la consideración *high yield* (39.083 millones de euros en marzo y 44.122 millones de euros en junio).

Emisiones con *rating* BBB o inferior por sector emisor (% sobre el saldo vivo de deuda)

GRÁFICO 4



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

El incremento del volumen de renta fija en circulación en este *rating* BBB- no se explica por las emisiones nuevas, sino que se debe en su totalidad a la rebaja de la calificación de los bonos y obligaciones de la compañía Amadeus, con un nominal en circulación de 3.250 millones de euros (un 3,2 % del saldo en circulación del sector).

no financiero con *rating* en junio) y de unas participaciones preferentes de la sociedad emisora de dicha compañía por valor de 1.000 millones de euros (un 0,9 %). Por su parte, la rebaja del *rating* desde BBB- a BB que tanto Moody's como Standard & Poor's realizaron a distintos bonos de IAG en mayo ha supuesto que la consideración de dichos activos de renta fija emitidos por la compañía pasen a situarse en el grado especulativo, dentro de un sector turístico gravemente afectado por la crisis del COVID-19 (1.500 millones de euros, un 1,5 % del saldo en circulación con *rating* del sector). Otras compañías que han experimentado recortes en la calificación dentro del *high yield* de varias de sus emisiones son NH Hoteles (bonos por importe de 357 millones de euros de *rating* BB a B) y DIA (bonos por importe de 600 millones de euros de *rating* C a D).

2.3 Análisis por tipo de instrumento

El análisis por tipo de instrumento revela que las obligaciones del Estado son las que representan el grupo más importante, con una proporción cercana al 45 % del total con *rating* durante todo el periodo de estudio, aunque ha sufrido una leve disminución en el tiempo. Otras emisiones efectuadas por las Administraciones públicas, como los bonos del Estado o las Letras del Tesoro, muestran una importancia relativa mucho menor (del 11,1 % y el 4,4 % en promedio respectivamente), pero con una tendencia ligeramente creciente. Dentro del resto de los tipos de deuda cabe señalar el aumento del saldo vivo de los bonos (cerca de 12.000 millones de euros) y de las cédulas hipotecarias (algo más de 13.000 millones), si bien sus pesos relativos permanecieron estables en torno al 13 % y el 12 %, respectivamente, del total con *rating*. El saldo vivo de los bonos de titulización apenas aumentó en 1.400 millones, por lo que su relevancia en el total descendió levemente (del 9,1 % al 8,7 %).

El análisis de los *ratings* por tipo de activo de este epígrafe¹⁵ se centra en aquellos instrumentos no emitidos por el Estado, ya que estos últimos, como se observa en el gráfico 5, no han experimentado revisiones en los últimos meses, manteniéndose en la calificación crediticia A.

En el caso de las obligaciones y bonos a largo plazo (excluidos aquellos emitidos por el Estado y considerados de forma independiente, según se ha mencionado), que suponen en conjunto cerca de un 15 % del saldo total de la deuda, se observa un aumento de la proporción de activos con *rating* igual o superior a BBB (*investment grade*) para las obligaciones, que fue desde el 97,1 % hasta el 97,7 % y un ligero descenso desde el 93,0 % hasta el 92,4 % para los bonos. En conjunto se produjo un aumento del importe de la deuda de alta calidad, pero este se concentró en el escalón más desfavorable (BBB) (véase gráfico 5). En particular, el saldo vivo de este tipo de activo con *rating* original BBB- se incrementó significativamente de marzo a junio, al pasar de 49.719 a 70.057 millones de euros (véase gráfico 6), lo que supone un aumento del porcentaje de esta deuda del 21 % al 28 % del total de estos instrumentos¹⁶.

15 El análisis no incluye a los pagarés, que suponen un 1,8 % del nominal total en circulación.

16 El aumento del saldo en circulación por rebajas del *rating* a BBB- se debe al recorte descrito anteriormente experimentado por las emisiones de la Comunidad de Madrid (15.000 millones de euros), Amadeus (4.000 millones de euros) y BBVA (4.000 millones de euros),

Saldo en circulación de valores de renta fija española con *rating* por tipo de activo

CUADRO 4

	mar.-20	abr.-20	may.-20	jun.-20
Tipo de activo	1.685.262	1.704.265	1.733.536	1.777.151
Obligaciones	17.837	19.563	20.171	20.295
Bonos	222.390	222.147	229.528	234.298
Obligaciones del Estado	770.913	769.166	778.912	797.541
Bonos del Estado	180.509	188.069	195.259	205.409
Letras	68.889	72.877	78.263	81.414
Bonos de titulización	153.776	154.175	153.176	155.178
Cédulas hipotecarias	200.397	210.202	213.098	213.672
Cédulas territoriales	17.762	17.562	14.862	19.112
Obligaciones subordinadas	20.730	20.306	20.237	20.225
Participaciones preferentes	32.058	30.199	30.029	30.006
Pagarés	0	0	0	0
Pro memoria				
Sin dato de <i>rating</i>	92.994	91.133	91.458	93.148
Obligaciones	5.418	4.993	5.137	5.067
Bonos	47.193	46.706	46.666	46.502
Obligaciones del Estado	0	0	0	0
Bonos del Estado	0	0	0	0
Letras	0	0	0	0
Bonos de titulización	2.591	2.410	2.394	2.359
Cédulas hipotecarias	1.868	1.861	1.849	1.849
Cédulas territoriales	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	2.137	2.137	2.140	2.140
Participaciones preferentes	3.187	2.812	2.812	2.812
Pagarés	30.601	30.216	30.461	32.420

Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

Rating por tipo de activo (% sobre el saldo vivo de deuda)

GRÁFICO 5



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

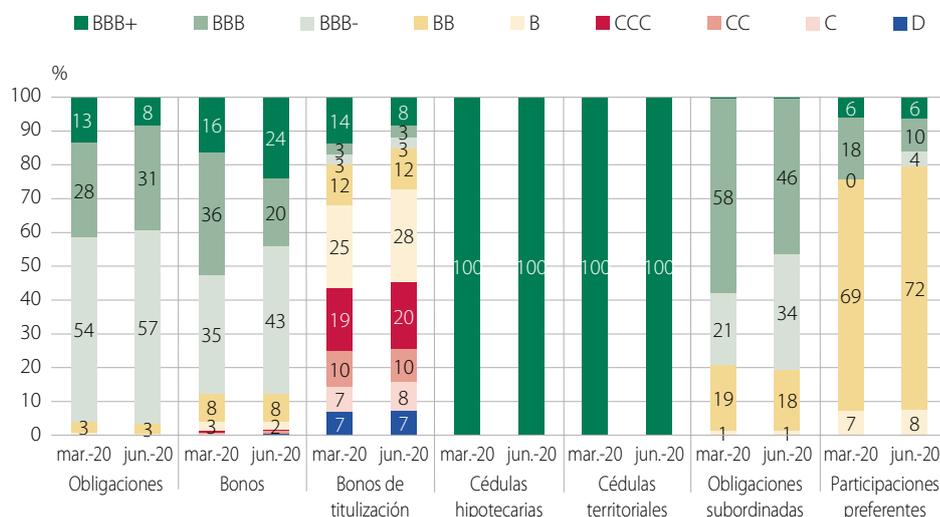
En lo que respecta a los distintos tipos de activos de titulización, el porcentaje del saldo en circulación con un *rating* igual o superior a BBB es considerablemente elevado. Sin embargo, cabe mencionar que, en el caso particular de los bonos de titulización, la proporción de activos *high yield* (por debajo de BBB) —en torno al 12 %— es la más elevada de toda la tipología de activos de deuda considerada¹⁷, lo cual es lógico teniendo en cuenta los distintos tramos de emisiones de bonos que están en concordancia con el riesgo de las carteras de activos objeto de titulización (véase gráfico 5). Dentro del grupo de bonos *high yield* se observa un aumento de la importancia de la deuda con calificación B y CCC. Dentro del grupo de bonos de titulización con calificación *investment grade* (el 88 % del total), el saldo de aquellos con una calificación original de BBB- (que pasó de 682 millones en marzo a 763 millones en junio) apenas representaba un 0,5 % del total de la categoría en todo el periodo. Por tanto, en este grupo de activos no se encuentra evidencia de revisiones en las calificaciones crediticias hacia activos de menor calidad dentro del grupo de grado de inversión. Por su parte, la totalidad de las cédulas hipotecarias y de las

17 Excepto las obligaciones subordinadas y las participaciones preferentes, que son menos relevantes en términos cuantitativos.

cédulas territoriales vivas en las fechas de referencia tienen un *rating* igual o superior a BBB y no hay emisiones calificadas originalmente como BBB- en ninguno de los dos casos.

Emisiones con *rating* BBB o inferior por tipo de activo
(% sobre el saldo vivo de deuda)

GRÁFICO 6



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV

En otros tipos de activos de renta fija menos relevantes en términos cuantitativos, como las obligaciones subordinadas o las participaciones preferentes (que representaban en marzo un 1,2 % y un 1,9 % del saldo vivo total respectivamente), se ha observado un comportamiento diferente. En el caso de las obligaciones subordinadas, el volumen de deuda en circulación con un *rating* igual o superior a BBB se mantuvo relativamente estable en el periodo de análisis, ligeramente por encima de los 16.000 millones, registrando un aumento aquella deuda con calificación BBB- (de 4.347 millones de euros en marzo a 6.859 millones de euros en junio). En estos activos, se observa, por tanto, una cierta estabilidad en las calificaciones crediticias de los activos de los grandes grupos (*investment grade* versus *high yield*), si bien cabe señalar que en el grupo de activos *investment grade* en el mejor de los casos esta calificación es de BBB, aumentando además la relevancia de los peores (BBB-).

En el caso de las participaciones preferentes, el saldo con *rating* igual o superior a BBB pasó de 12.680 millones de euros en marzo a 10.707 millones de euros en junio, es decir, la proporción de deuda *investment grade* decreció aún más dentro de la importancia reducida que ya tenía, al pasar desde el 39,6 % del saldo de estos instrumentos hasta el 35,7 %. No existían emisiones de preferentes en circulación con *rating* BBB- en marzo, y tan solo 2 de la compañía Amadeus por importe total de 1.000 millones en junio. El saldo vivo de la deuda *high yield* de estos instrumentos se mantuvo estable, pero registró un aumento considerable en términos relativos (del 60,4 % al 64,3 %), originado por la deuda con calificación BB (véanse gráficos 5 y 6).

3 Evaluación de las calificaciones crediticias de la deuda europea

3.1 Metodología y datos obtenidos

Tal y como se comentó al principio de este artículo, la Junta Europea de Riesgo Sistémico ha identificado como área prioritaria en el contexto de la crisis del COVID-19 el posible impacto procíclico derivado del proceso de rebajas en las calificaciones crediticias sobre los mercados y las entidades del sistema financiero de la Unión Europea. En línea con las acciones que se han emprendido en este ámbito, la CNMV va a actualizar con cierta frecuencia un análisis específico para activos de deuda europeos¹⁸ que, por sus características, no se clasifiquen como activos de titulización y sean emitidos por compañías del sector privado (el ejercicio excluye la deuda emitida por instituciones públicas).

Para la elaboración de este análisis, se ha obtenido del proveedor comercial de datos Dealogic la información relativa al saldo en circulación, así como el país y el sector del emisor de los activos de renta fija a nivel de ISIN y, al igual que se hizo anteriormente en la evaluación de las calificaciones crediticias de la deuda española, se combina dicho listado de emisiones en circulación con la información de la base de datos del mismo proveedor comercial sobre la calificación que otorgan a cada activo las agencias de calificación crediticia internacionales Fitch, Moody's y Standard & Poor's siguiendo el criterio establecido en el epígrafe 2.1, «Metodología y cobertura de datos» de este artículo.

El saldo vivo de la renta fija europea analizada para la que se ha obtenido *rating*¹⁹ alcanzaba en junio un volumen en circulación de 3,90 billones de euros, un 4,6 % más que en el mes de marzo (3,73 billones de euros), lo que refleja en parte la necesidad de captar financiación para hacer frente a la crisis del COVID-19. De los 9 países estudiados, los bonos y obligaciones emitidos por empresas del Reino Unido suponen un 28,8 % de media sobre el total, seguidos de los emitidos por compañías radicadas en Francia y Alemania (un 23,0 % y un 17,7 % de media respectivamente). En el caso de España, las emisiones analizadas representan un 7,9 % de media sobre el total en circulación, la misma cifra que en Italia.

Como puede observarse en el cuadro 5, las emisiones de renta fija europea analizadas tienen en su mayoría consideración de grado de inversión —*investment grade*— (con calificación BBB o superior), pues suponen en promedio del periodo de análisis un 88,0 % del total de emisiones para el que se ha obtenido *rating*. Este porcentaje se ha mantenido estable en el trimestre del estudio, pero conviene resaltar la recomposición que se observa dentro de este grupo hacia las categorías de peor calidad

18 El análisis incluye los siguientes países: España, Francia, Reino Unido, Alemania, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Bélgica e Irlanda.

19 El número de ISIN para el que se ha obtenido dato de *rating* en Bloomberg ha sido de 9.070, con un incremento de hasta 9.144 emisiones en circulación el 30 de junio. No se ha obtenido dato de *rating* para 4.508 ISIN en marzo y de 4.470 en junio con un saldo en circulación de 429.000 millones y 443.000 millones respectivamente (un 11 % del saldo total en circulación obtenido de Dealogic).

(dentro del grado de inversión), una tendencia que, como ya se ha visto antes, también se ha observado en algunos tipos de deuda española. Así, el saldo de deuda con *rating* BBB aumentó desde 1,41 billones de euros en marzo hasta 1,61 billones en junio (casi 200.000 millones más), lo que ha dado lugar a un aumento de su importancia relativa dentro de la deuda de alta calidad del 37,8 % al 41,3 %. Además, el saldo en circulación con *rating* BBB- alcanzó los 346.000 millones en junio (300.000 millones en marzo), un 8,9 % del saldo en circulación con *rating* en junio (un 8,0 % en marzo). En el periodo se produjeron rebajas de *rating* hasta BBB- desde otros superiores por valor de 72.000 millones de euros²⁰.

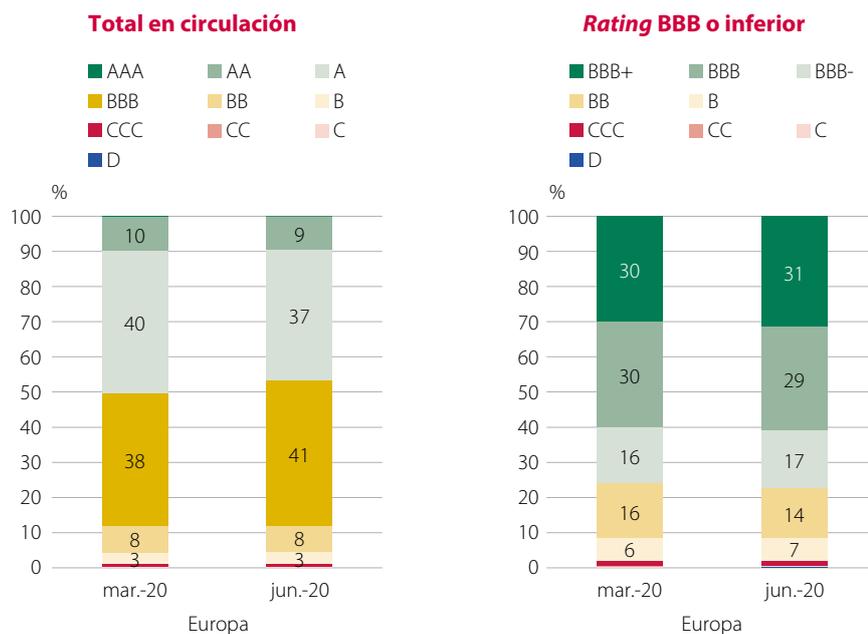
Por su parte, la deuda considerada como *high yield* también se incrementó de marzo a junio en valor absoluto (sobre todo por la deuda con calificación B), hasta alcanzar los 470.000 millones de euros, un 5,5 % más que en marzo. En términos relativos su importancia se ha mantenido en un 12 % sobre el total de la deuda en circulación analizada en el periodo. En el trimestre se han producido distintas rebajas de *rating* de diversos activos desde el grado de inversión hasta el grado especulativo por valor de 38.000 millones de euros, que serán analizadas más adelante.

Saldo en circulación de valores de renta fija europea con *rating* obtenido CUADRO 5

	31-mar.	30-jun.
Rating	3.726.229	3.898.221
AAA	7.214	7.099
AA	355.177	352.207
A	1.508.903	1.460.950
BBB	1.410.020	1.608.416
BB	289.114	292.383
B	117.005	136.331
CCC	27.784	25.696
CC	6.857	6.218
C	1.059	5.938
D	3.097	2.982
Pro memoria		
BBB	1.410.020	1.608.416
BBB+	557.088	650.641
BBB	553.118	611.765
BBB-	299.813	346.010
Sin dato de rating	429.109	443.464

Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

20 El resto de movimientos que completa el aumento total del importe de deuda BBB- (46.000 millones de euros) es el siguiente: i) entraron en este grupo los importes de las mejoras de *rating* desde el grupo BB por valor de 24.000 millones de euros y emisiones netas por valor de 28.000 millones de euros, ii) salieron los recortes desde BBB- a BB por 36.000 millones y las mejoras de *rating* desde BBB- a otros superiores por valor de 33.000 millones de euros. Finalmente, no se obtuvo *rating* de marzo a junio para un importe de deuda en circulación con *rating* BBB- por valor de 9.000 millones de euros.



Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV.

3.2 Análisis por país

Las necesidades de liquidez en el contexto marcado por la crisis del COVID-19 y la situación actual de bajos tipos de interés también impulsaron las emisiones de deuda en otros países europeos en el segundo trimestre del año. Esta situación, junto con las caídas generalizadas del PIB de los distintos países de la muestra, ha dado lugar a un incremento de la importancia relativa de la deuda privada en la economía. Así, el total de deuda en circulación con *rating* analizada pasó del 29,1 % del PIB conjunto de estas economías en marzo al 31,5 % en junio²¹. Por países, la ratio más alta se observó en el Reino Unido (51 %), los Países Bajos (47 %) y Francia (37 %), mientras que en países como Italia e Irlanda se situó en el 17 % y el 12 % respectivamente. En España, el porcentaje que representa esta deuda sobre el PIB estaba en un nivel intermedio, con un aumento desde el 24 % hasta el 26 %.

Como se mencionó en el epígrafe anterior, la renta fija europea analizada está calificada en su mayoría en el grado de inversión —*investment grade*—. En promedio del periodo de análisis, un 88,0 % del total de emisiones para el que se ha obtenido información tiene un *rating* BBB- o superior (3,28 y 3,43 billones en marzo y junio respectivamente). No obstante, este porcentaje es desigual entre países, ilustrando diferencias muy interesantes en la calidad crediticia de los emisores de deuda en Europa. Así, en algunos casos como Italia o Irlanda la importancia relativa de la deuda de alta calidad representa solo un 65,2 % y un 54,5 % respectivamente de la deuda corporativa total, mientras que en otros como Francia, Alemania, el Reino

21 El PIB a precios corrientes del conjunto de los 9 países (calculado mediante la suma del PIB de los últimos 4 trimestres) ascendió a 12,8 billones de euros en marzo y 12,4 billones en junio.

Unido o Bélgica este porcentaje supera el 90 %. En el caso de España, la proporción de deuda considerada de alta calidad crediticia también es elevada, pues alcanza de media el 85,5 % sobre un total próximo a los 300.000 millones de euros.

Un análisis más detallado de las calificaciones crediticias dentro del grupo de deuda de alta calidad permite introducir algunos matices respecto a las afirmaciones anteriores. Como se observa en los paneles del gráfico 8, hay países como España que tienen una proporción de activos de deuda de alta calidad muy elevada, pero esta se concentra en las calificaciones peores dentro de este grupo (BBB). De hecho, la proporción de deuda española con calificación crediticia BBB dentro del total de deuda corporativa es superior al 54 %, unos porcentajes similares a los de Italia o Irlanda.

Saldo en circulación de valores de renta fija europea con *rating* por países

CUADRO 6

	España		Francia		Alemania		Reino Unido		Italia	
	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20
Rating	294.281	309.942	857.968	898.816	655.198	689.028	1.070.365	1.125.107	291.010	299.077
AAA	0	0	1.464	1.439	1.413	1.323	3.302	3.302	30	30
AA	3.174	2.424	163.711	170.258	15.947	16.500	46.564	33.923	0	0
A	96.741	83.491	368.658	380.021	335.798	343.724	494.133	492.485	48.013	45.390
BBB	151.291	179.561	270.530	292.573	246.723	260.224	406.667	482.350	148.363	142.719
BB	34.689	36.079	27.656	28.626	37.629	44.232	70.968	58.741	81.110	84.570
B	5.978	5.978	17.984	18.208	14.735	18.275	37.867	40.827	8.689	22.065
CCC	1.826	1.053	7.765	5.815	1.055	2.852	7.477	7.664	3.554	3.804
CC	582	582	200	825	600	600	1.928	3.583	0	0
C	0	774	0	1.050	0	0	759	1.496	300	0
D	0	0	0	0	1.298	1.298	700	735	950	500
Pro memoria										
BBB	151.291	179.561	270.530	292.573	246.723	260.224	406.667	482.350	148.363	142.719
BBB+	46.336	66.933	143.387	122.592	119.903	115.736	141.889	178.146	25.079	26.117
BBB	56.831	55.489	88.089	124.405	78.095	92.955	198.469	231.154	81.821	44.982
BBB-	48.123	57.139	39.054	45.576	48.724	51.533	66.309	73.049	41.462	71.620
Sin dato de rating	38.365	38.211	118.135	124.138	60.220	52.807	125.438	125.146	36.803	40.143

Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

Saldo en circulación de valores de renta fija europea con *rating* por países CUADRO 6
(continuación)

	Luxemburgo		Países Bajos		Bélgica		Irlanda	
	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20
Rating	20.362	20.664	375.746	383.833	117.947	125.310	43.355	46.444
AAA	0	0	905	905	75	75	25	25
AA	0	0	121.278	124.361	4.241	4.741	263	0
A	1.345	1.345	97.784	102.121	65.673	11.863	759	509
BBB	12.921	4.827	106.966	116.783	43.941	104.614	22.619	24.766
BB	5.496	13.892	16.349	12.375	3.450	3.450	11.765	10.417
B	0	0	25.607	24.806	567	567	5.578	5.605
CCC	0	0	6.106	1.733	0	0	0	2.776
CC	600	300	600	0	0	0	2.346	328
C	0	0	0	600	0	0	0	2.018
D	0	300	150	150	0	0	0	0
Pro memoria								
BBB	12.921	4.827	106.966	116.783	43.941	104.614	22.619	24.766
BBB+	1.500	1.500	39.967	41.655	26.494	83.283	12.531	14.679
BBB	1.233	2.133	24.846	35.328	14.895	16.479	8.838	8.838
BBB-	10.188	1.194	42.153	39.800	2.551	4.851	1.249	1.249
Sin dato de <i>rating</i>	4.790	5.488	22.608	31.899	17.599	17.820	5.152	7.813

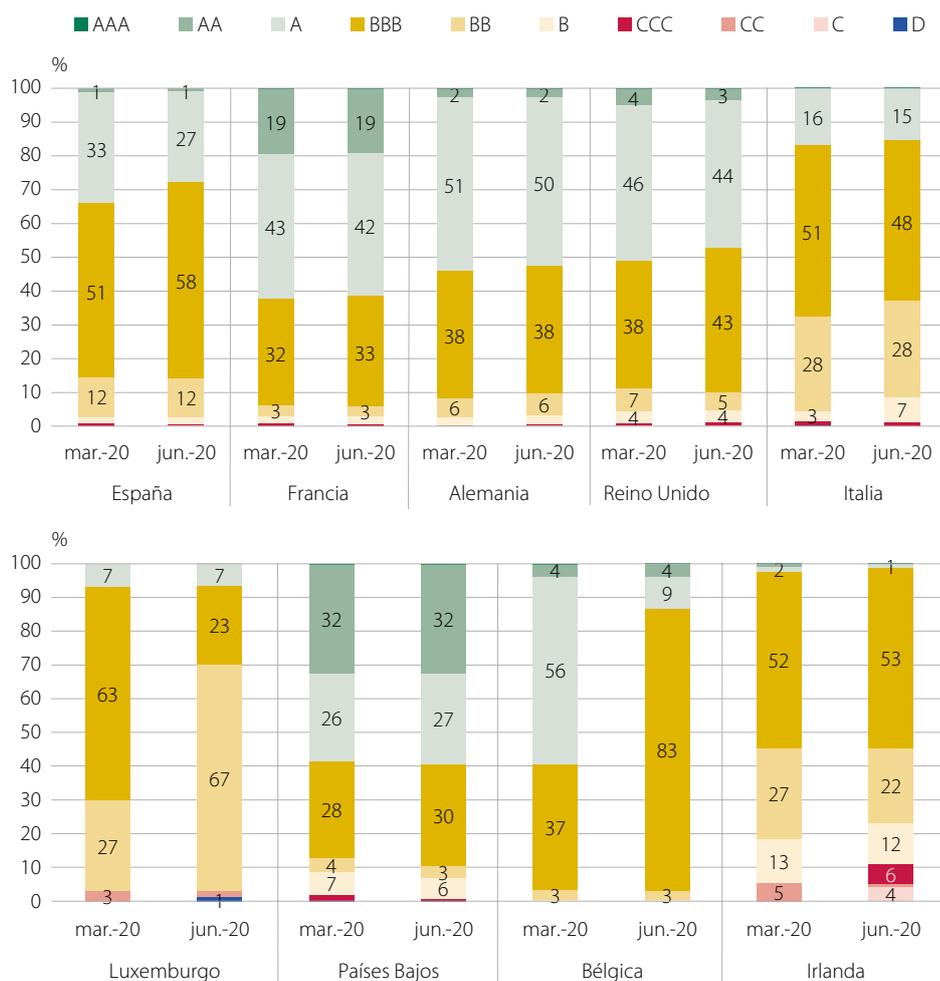
Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

La evolución del importe de este tipo de deuda también ha sido dispar entre territorios en el trimestre analizado. En Italia, donde, como se analizará más adelante, numerosas entidades financieras han visto rebajados sus *ratings* y en Luxemburgo, por el caso de ArcelorMittal²², el saldo vivo de deuda de alta calidad se redujo entre marzo y junio. Por el contrario, en el Reino Unido y en Francia aumentó. En el Reino Unido experimentó un incremento del 6,5 % (por un importe de 61.400 millones de euros), hasta sobrepasar el billón de euros, de manera que su relevancia pasó del 88,8 % al 90,0 %; en Francia el aumento fue del 5,0 % (39.900 millones de euros) hasta los 844.000 millones de euros (un 93,8 % y un 93,9 % sobre el total vivo en circulación en marzo y junio respectivamente). Los activos de renta fija españoles dentro de esta categoría también experimentaron un aumento en su importe, desde los 251.000 millones de marzo hasta los 265.000 millones en junio (un 85,4 % y un 85,7 % del saldo vivo en circulación con *rating*).

22 En el caso de Luxemburgo, la deuda emitida por entidades de ese país con consideración de *investment grade* suponía en marzo un 70,1 %, reduciéndose hasta tan solo el 29,9 % por la rebaja del *rating* de la compañía siderúrgica ArcelorMittal desde BBB- a BB. El importe de las emisiones de esta compañía afectadas por el recorte de la calificación alcanzó los 8.000 millones de euros en junio (un 40 % de la deuda con *rating* analizada de este país).

Rating por país europeo emisor (% sobre el saldo vivo de deuda)

GRÁFICO 8



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

Dentro de la deuda considerada grado de inversión, el saldo de los activos BBB fue el único en incrementarse²³, a un ritmo del 14,1 %, lo que supone cerca de 200.000 millones más y confirma la tendencia de aumento de este tipo de deuda ya comentado. Por países, el mayor aumento se produjo en España, el Reino Unido y Bélgica. El caso belga es especialmente significativo, puesto que el incremento fue del 138 %, al pasar el saldo vivo de 44.000 millones en marzo a casi 105.000 millones en junio. Esta tendencia se explica, fundamentalmente, por la rebaja del *rating* de A a BBB+ de la compañía multinacional cervecera AB InBev (rebaja en bonos y obligaciones en circulación por valor de 53.500 millones de euros). En el Reino Unido y España el incremento fue del 19 % en ambos casos y pasó de 407.000 millones de euros a 482.000 millones en el primer caso y de 151.000 millones a 180.000 millones en el caso español²⁴.

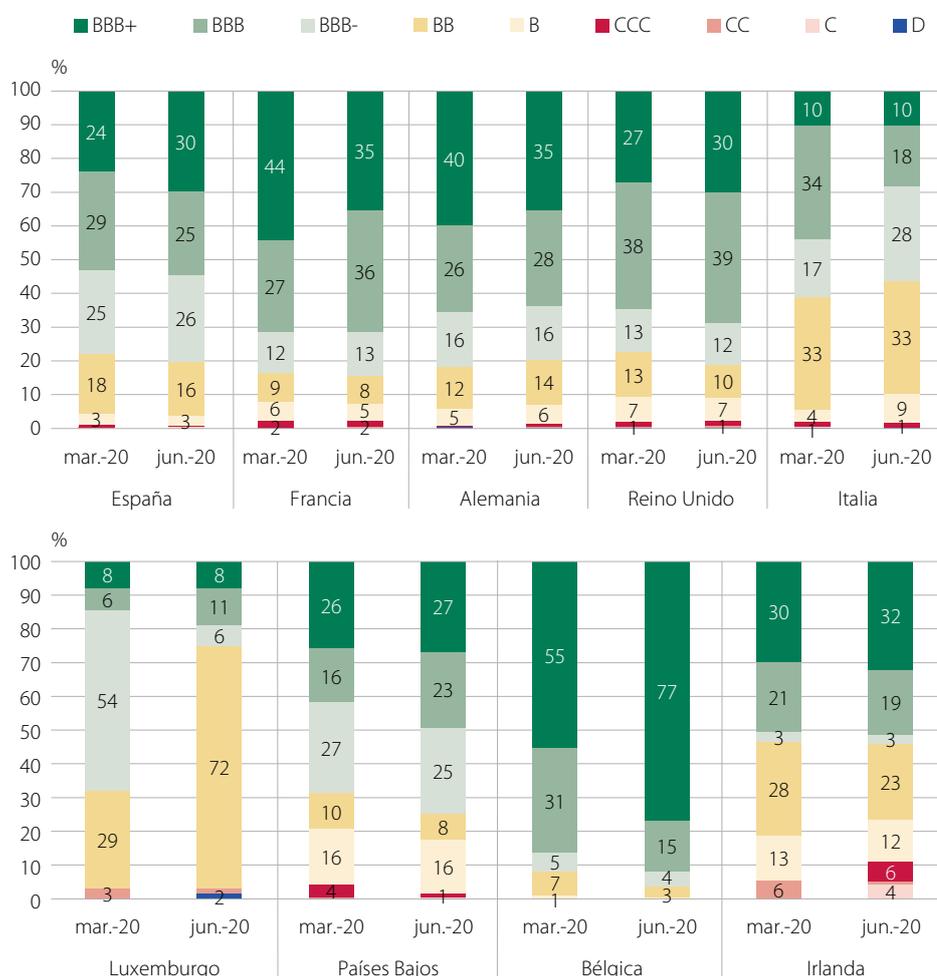
23 El saldo en circulación de los *ratings* AAA, AA y A se redujo conjuntamente un 2,7 % (1,87 billones de euros en marzo y 1,82 billones de euros en junio).

24 Existieron rebajas de *ratings* desde A para distintas emisiones del banco BBVA y el Banco Santander por importe de 16.000 millones de euros.

Especialmente relevante es el seguimiento de los activos de renta fija europeos calificados con el *rating* BBB-, cuyo saldo en circulación se incrementó en 46.000 millones de euros de marzo a junio (del 8,0 % sobre el total vivo con *rating* a un 8,9 %). La deuda de compañías italianas con *rating* BBB- es la que experimentó un aumento más intenso, desde los 41.000 millones de euros en marzo a los casi 72.000 millones en junio (desde el 14,2 % sobre la deuda total en circulación con *rating* en marzo al 23,9 % en junio), debido mayoritariamente a la rebaja desde BBB de algunas entidades financieras como Unicredit, Intesa San Paolo o la aseguradora Generali. Otros países que han visto cómo se incrementaba el volumen en circulación de la deuda con *rating* BBB- son Francia, el Reino Unido, Bélgica o España. El caso español es el más relevante en términos relativos, pues esta deuda pasó del 16,4 % del total en marzo al 18,4 % en junio²⁵, resultado de la actividad emisora reciente de numerosas compañías y la rebaja del *rating* a otras como BBVA o Amadeus.

Rating BBB o inferior por país europeo emisor
(% sobre el saldo vivo de deuda)

GRÁFICO 9



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

25 En Francia el porcentaje respecto al total es aproximadamente del 5 % de media en el periodo, en el Reino Unido del 6,5 % y en Bélgica se sitúa en torno al 3 %.

Con respecto a la deuda en grado especulativo, el mayor aumento del saldo en circulación se observó en Luxemburgo, por el caso ya comentado de ArcelorMittal, y en Italia, especialmente relevante en el sector financiero, con un aumento del saldo vivo desde los 95.000 millones hasta los 111.000 millones (del 32,5 % al 37,1 % entre marzo y junio) (véase gráfico 9). En el Reino Unido y los Países Bajos sucedió lo contrario, el volumen en circulación de activos de renta fija *high yield* descendió en el periodo de marzo a junio y pasó del 11,2 % al 10,0 % en el primer caso (de 120.000 millones de euros a 113.000 millones) y del 11,2 % al 10,4 % en el segundo (de 49.000 millones de euros a 40.000 millones). En España, esta cifra se incrementó ligeramente de 43.000 millones a 44.500 millones, manteniéndose en un porcentaje cercano al 14,5 % sobre el total en ambos periodos.

3.3 Análisis por sector

Este epígrafe presenta la evolución del saldo vivo de deuda en Europa y de sus calificaciones crediticias, distinguiendo el sector financiero del no financiero. Como puede observarse en el cuadro 7, el saldo de la deuda en circulación de los activos de renta fija de ambos sectores se incrementó en el periodo de análisis como consecuencia del aumento de las necesidades de financiación de las compañías en el contexto de la crisis y del aprovechamiento de las buenas condiciones en el mercado (bajos tipos de interés). El saldo vivo total de la deuda europea con *rating* analizada aumentó un 6,3 % en el caso de las compañías no financieras (de 2,03 billones de euros en junio a 2,16 billones en septiembre) y un 2,6 % en el de las entidades financieras (de 1,69 billones a 1,73).

En un primer análisis de la deuda europea por sectores, financiero y no financiero, se puede observar que, entre las fechas de referencia, la evolución del saldo en circulación de los activos clasificados en grado de inversión y en grado especulativo o *high yield* fue similar. En el sector financiero la deuda calificada como *investment grade* se mantuvo estable en el periodo de marzo a junio en un 87 % del total con *rating* (el resto, un 13 % es *high yield*) y en el sector no financiero también experimentaba pocos cambios, manteniéndose en un 89 % (un 11 % *high yield*). También se observa, como se ha comentado en epígrafes anteriores, que, a pesar de esta estabilidad, se está produciendo una recomposición de activos dentro del grupo de deuda de alta calidad hacia los activos de menor calificación crediticia (BBB). Esta evidencia se produce también sectorialmente, pues la proporción de deuda BBB de las entidades financieras pasó del 31 % al 35 % de la deuda total y del 44 % al 46 % en las no financieras entre marzo y junio (véase gráfico 10).

Saldo en circulación de valores de renta fija europea con *rating* por sectores

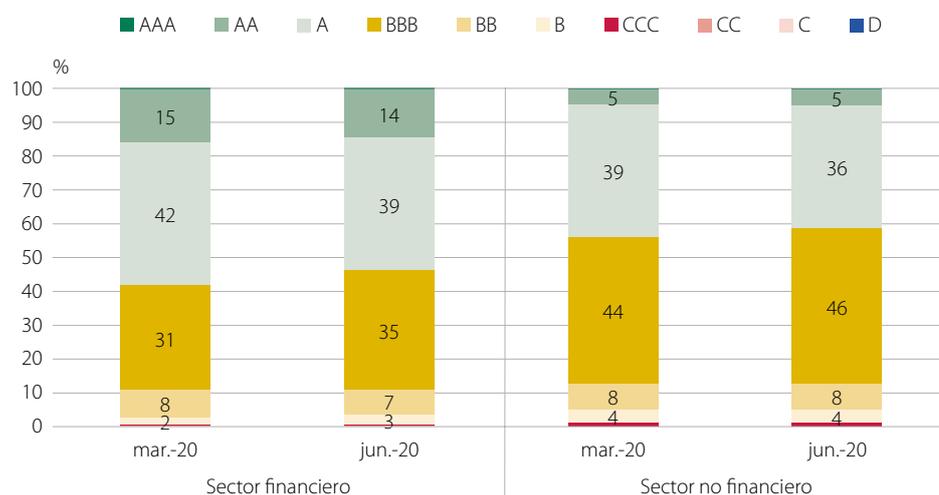
CUADRO 7

	Sector financiero		Sector no financiero	
	mar.-20	jun.-20	mar.-20	jun.-20
Rating	1.691.239	1.734.827	2.034.991	2.163.394
AAA	4.368	4.253	2.846	2.846
AA	261.782	245.358	93.395	106.849
A	717.062	682.285	791.841	778.665
BBB	522.817	609.837	887.202	998.579
BB	136.214	127.814	152.899	164.569
B	35.287	50.815	81.718	85.516
CCC	8.564	7.679	19.220	18.018
CC	3.310	3.424	3.547	2.795
C	386	1.329	673	4.609
D	1.448	2.033	1.650	950
Pro memoria				
BBB	522.817	609.837	887.202	998.579
BBB+	173.382	216.472	383.706	434.169
BBB	227.518	234.836	325.601	376.929
BBB-	121.918	158.529	177.895	187.481
Sin dato de <i>rating</i>	231.865	232.325	197.244	211.139

Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV. Datos de nominales en millones de euros.

Rating por sector emisor (% sobre el saldo vivo de deuda europea)

GRÁFICO 10



Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV.

El análisis específico de los activos de deuda BBB-, escalón previo al *high yield*, revela los siguientes patrones por sectores. En el sector financiero esta deuda se incrementó un 30,0 %, desde los 122.000 millones de euros hasta los 159.000 millones, con lo cual pasó de representar un 7,2 % del saldo en circulación con *rating* del

sector en marzo a un 9,1 % en junio. Se produjeron rebajas de calificación desde niveles superiores por valor de 57.600 millones de euros, que experimentaron fundamentalmente entidades financieras italianas como Banca Intesa San Paolo, Unicredit Banca o la aseguradora Generali (45.900 millones de euros en conjunto), el banco español BBVA (5.500 millones) y, en menor medida, otras entidades financieras del Reino Unido, Francia, Alemania, Bélgica y los Países Bajos (6.200 millones en total).

Por su parte, en el sector no financiero el incremento del saldo vivo con *rating* BBB fue menor (un 5,4 %), desde 178.000 millones a 187.000 millones de marzo a junio, manteniéndose su importancia relativa en el periodo en el 8,7 %. La deuda emitida por distintas empresas del sector no financiero vio cómo su calificación se reducía hasta este último escalón del *investment grade* por un importe conjunto de 14.400 millones de euros. Entre ellas destacan compañías francesas como Engie e Infra Foch (6.200 millones de euros), las británicas Rolls Royce, EasyJet o Intercontinental Hotels (4.300 millones de euros) y las españolas Amadeus y Telefónica (2.700 millones de euros). Tan solo una emisión de la compañía del Reino Unido IHS Markit experimentó un *upgrade* en la calificación (de BB a BBB-) en una de sus emisiones con un saldo en circulación de 587 millones de euros.

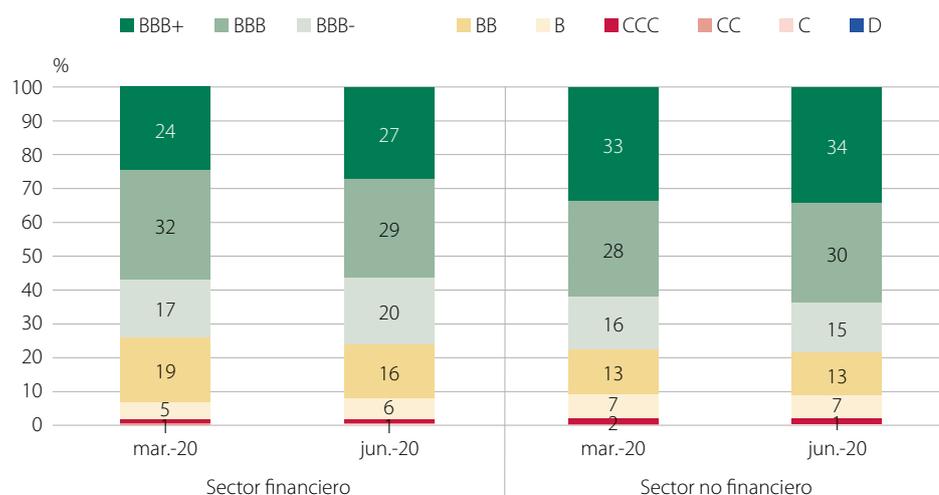
En lo que respecta a la deuda considerada *high yield*, el volumen en circulación de aquella emitida por entidades financieras creció un 4,3 %, hasta los 193.000 millones de euros. A lo largo del periodo de análisis se produjeron rebajas de calificación desde *investment grade* hasta *high yield* en activos de renta fija por valor de 22.800 millones, destacando las rebajas en emisiones de entidades italianas como Unicredit, Ubi Banca, Mediobanca o Unipol Gruppo (15.100 millones de euros), algunas emisiones del banco alemán Commerzbank (3.000 millones de euros), de activos emitidos por compañías francesas como Société Générale (2.300 millones de euros), británicas como bonos de la entidad Nationwide (1.500 millones de euros) y españolas con dos emisiones del banco BBVA (450 millones de euros).

Es interesante señalar también que distintas emisiones de entidades financieras europeas experimentaron una mejora del *rating* desde BB (consideración de deuda *high yield*) al escalón BBB- por valor de 23.700 millones de euros. Entre ellas destacan activos de bancos británicos como Barclays, Standard Chartered Bank y NatWest (20.000 millones de euros), el banco neerlandés ABN Amro (2.000 millones de euros) y, en el caso de España, dos emisiones del Banco Santander (1.600 millones de euros).

En el caso de las entidades no financieras el saldo vivo de deuda *high yield* alcanzó los 276.000 millones de euros en junio (un 6,4 % más que en marzo), un importe superior al de las entidades financieras. El importe de las rebajas de calificación desde *investment grade* fue de 15.400 millones de euros, siendo las más destacadas las emisiones ya comentadas de ArcelorMittal de Luxemburgo (8.000 millones de euros), las de la compa a de medios de comunicación alemana Bertelsmann, la empresa relacionada con el sector inmobiliario ADO Properties y la industrial Schaeffler (2.900 millones en conjunto). En España, dos emisiones del grupo Repsol pasaron de BBB- a BB (2.000 millones de euros) y en el Reino Unido, la empresa Intu Properties, también dedicada al sector inmobiliario, así como la aerolínea IAG vieron recortado su *rating* hasta BB (2.500 millones de euros).

**Rating BBB o inferior por sector emisor
(% sobre el saldo vivo de deuda europea)**

GRÁFICO 11



Fuente: Dealogic, Bloomberg y CNMV.

4 Conclusiones

Este artículo ha descrito la evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda españoles en su conjunto entre marzo —cuando se desencadenó la crisis— y junio de este año, así como la de los activos de deuda privada de un conjunto de países europeos con el fin de determinar semejanzas y diferencias entre ambas evoluciones.

El interés de este análisis radica en la necesidad de conocer hasta qué punto la caída de la actividad económica se está traduciendo en un deterioro de la calidad crediticia de los emisores y, por tanto, de sus calificaciones crediticias, que es su representación más directa. En los primeros momentos de cualquier crisis aparecen dificultades de liquidez en diversos grados que, de perpetuarse en el tiempo, pueden acabar dando lugar a problemas de solvencia y, en consecuencia, a la posibilidad de impagos. Aunque autoridades, gobiernos y bancos centrales a escala internacional están adoptando diferentes y ambiciosos conjuntos de medidas para reducir estos problemas de liquidez y de solvencia, lo cierto es que la severidad de la situación económica está haciendo que muchas compañías atraviesen dificultades y algunas de ellas muestren un aumento objetivo de su riesgo de impago.

Las consecuencias de este aumento de riesgo de crédito son diversas y afectan no solo a los tenedores de los activos objeto del propio impago sino a otros participantes en los mercados que se pueden ver afectados de forma directa o indirecta. En el caso potencial de que se acabe desencadenando un proceso de numerosas rebajas en las calificaciones crediticias (es decir, un fenómeno que no lleve necesariamente aparejado un impago), se producirían descensos de los precios de los activos que han sufrido dicha rebaja y que afectarían a sus tenedores directos. También se producirían efectos poco deseables por la pérdida de valor de las garantías y los márgenes. Determinados participantes de los mercados, como los fondos de inversión, podrían

verse forzados a vender una parte de su cartera de activos si estos dejan de tener los requisitos que establece el propio funcionamiento del fondo (por ejemplo, si los activos dejan de tener la consideración de grado de inversión). En última instancia, las rebajas en las calificaciones podrían acabar propiciando efectos negativos en términos de estabilidad financiera, como lo ha reconocido recientemente la Junta Europea de Riesgo Sistémico, que ha determinado esta posibilidad como una de las prioridades de seguimiento en el contexto de la crisis.

Pues bien, el análisis efectuado para los activos de deuda españoles y europeos muestra que se están empezando a producir rebajas en las calificaciones crediticias de determinadas emisiones y emisores que suscitan una cierta preocupación, aunque no se pueden considerar como significativas. Se observa que la proporción de deuda de alta calidad (*investment grade*) se mantiene en un nivel alto durante el periodo de estudio, pero sí se detecta una recomposición clara dentro de este grupo hacia activos de menor calidad (BBB y BBB-). Por el momento, las rebajas no son generalizadas en ningún sector en concreto, aunque sí se observa un número más elevado de compañías con *ratings* rebajados en sectores especialmente afectados por la crisis (hoteles, líneas aéreas, sector inmobiliario y bancos). Por tanto, se aprecia el inicio de una tendencia, que por el momento no supone todavía un riesgo relevante, pero que de mantenerse en el tiempo puede tener una repercusión importante en la economía. Así pues, es preciso continuar evaluando de forma periódica la calidad crediticia de los emisores de nuestro entorno.

Determinantes de la remuneración de los consejeros en España

María Gutiérrez Urtiaga (*)

Maribel Sáez Lacave (*)

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

Resumen ejecutivo

En este artículo se estudian los determinantes del nivel y estructura de la remuneración de los consejeros, distinguiendo el caso de los primeros ejecutivos del de otros ejecutivos, dominicales e independientes. Para ello se utiliza una muestra con 6.391 observaciones de consejeros de empresas cotizadas españolas durante el periodo 2014-2018.

El estudio tiene en cuenta tanto las variables propias de la empresa y del consejero (que serían las únicas relevantes para fijar la remuneración en un entorno de negociación libre de problemas de agencia), como las variables de estructura de propiedad y calidad de gobierno corporativo, que son relevantes cuando la información asimétrica y otros problemas contractuales permiten a los administradores ejercer una mayor influencia de la debida sobre su remuneración. Para poder identificar el efecto propio de cada una de estas variables se realiza un análisis econométrico que permite controlar en gran medida los problemas de endogeneidad y las correlaciones entre las variables de interés y posibles variables omitidas.

Los resultados muestran que las remuneraciones observadas responden fundamentalmente a las necesidades de contratación de las empresas, teniendo en cuenta las características propias de cada par empresa-consejero. Sin embargo, una vez tomadas en consideración todas estas características, hay una parte de la remuneración que no responde a criterios de eficiencia, sino que está reflejando conflictos de agencia entre los intereses de los administradores y los de los accionistas. Este conflicto de agencia reflejado en la remuneración responde a mecanismos de supervisión y control como son la estructura de propiedad y la calidad de su gobernanza, que se manifiesta en la estructura de los consejos de administración. Respecto a la estructura de propiedad, se encuentra que la concentración de la propiedad en manos del primer accionista reduce el montante de la remuneración y la proporción de remuneración basada en acciones y opciones cuando los primeros ejecutivos no son parte de la familia que ejerce el control. Respecto a la estructura de los consejos, de entre todos los resultados, el que más puede inducir al optimismo es que la presencia de independientes en consejos activos con reuniones frecuentes y en comisiones específicamente encargadas de fijar la remuneración tiene un impacto significativo en la reducción del conflicto de agencia y en la reconducción de las remuneraciones hacia niveles más reducidos y con mayor proporción de la remuneración en forma de acciones y opciones sobre acciones.

1 Introducción

La retribución de los administradores siempre ha sido un tema controvertido, tanto en los círculos corporativos y académicos como en el debate público, llegando a alcanzar gran repercusión en los medios de comunicación¹. La crisis financiera, al

1 A este respecto, entre los ejemplos recientes se encuentra «How CEO pay in America got out of whack», *The Economist*, 11 de julio de 2020. Disponible en: <https://www.economist.com/business/2020/07/11/how-ceo-pay-in-america-got-out-of-whack>; «Executive remuneration is really an embarrassment of riches»,

hacer más evidentes las desigualdades salariales, agudizó la percepción de que la retribución de los ejecutivos estaba fuera de control². Igualmente, cabe esperar que la polémica al respecto se recrudezca como consecuencia de la crisis económica asociada a la pandemia del COVID-19³. Y es que el debate está lejos de quedar zanjado, incluso entre los expertos. En el ámbito académico, en el que el tema ha sido ampliamente estudiado durante los últimos 30 años, hay dos visiones enfrentadas. Por un lado, las altas remuneraciones que se observan podrían ser eficientes y simplemente reflejar las necesidades contractuales de pagar por el talento escaso en un entorno globalizado y de alto riesgo (Fahlenbrach y Stulz, 2011; Giannetti, 2011). Pero, por otro lado, cabe sospechar de ineficiencias en la contratación de la remuneración, debido al poder que ejercen los directivos de las empresas, que les permite influir indebidamente en la fijación de su retribución de manera que se alcancen niveles salariales no justificados económicamente (Bebchuk y Fried, 2005; Jensen, Murphy y Wruck, 2004).

La abundante literatura empírica (resumida por Frydman y Jenter, 2010) se ha centrado fundamentalmente en el caso de EE. UU. y ha tratado de identificar qué factores determinan que la retribución sea eficiente —sirva como incentivo para mejorar el resultado de la sociedad en interés de los socios— o ineficiente —sirva para que los ejecutivos se beneficien económicamente sin que mejore su rendimiento⁴—. La idea básica de todos estos estudios es medir hasta qué punto la remuneración depende de factores que reflejan el conflicto de agencia y el poder de los ejecutivos dentro de la empresa, lo cual indicaría que las retribuciones observadas son ineficientes y no están justificadas.

En este trabajo se investigan los determinantes de la retribución de los miembros de los consejos de administración en España, distinguiendo según su categoría entre primeros ejecutivos (entre los que incluimos a los consejeros delegados y los presidentes ejecutivos), otros ejecutivos, dominicales e independientes.

Para llevar a cabo el estudio se toman como punto de partida las características económico-financieras que definen a cada par empresa-consejero. En un modelo de contratación óptimo o eficiente, con información simétrica e idéntico poder de negociación, la remuneración debería quedar totalmente fijada por estas características, tales como el tamaño de la empresa o la experiencia del directivo, que capturan la complejidad del trabajo al que se enfrenta el administrador y su capacidad para llevarlo a cabo. Sin embargo, si se acepta la existencia de problemas

The Times, 21 de agosto de 2019. Disponible en: <https://www.thetimes.co.uk/article/executive-pay-really-is-an-embarrassment-of-riches-7hndpc30s>.

2 Tal como explica el profesor Lucian Bebchuk en su *post* en el blog del Banco Mundial «Executive Pay and the Financial Crisis» del 31 de enero de 2012. Disponible en: <https://blogs.worldbank.org/allaboutfinance/executive-pay-and-the-financial-crisis>

3 Este debate parece que ya ha empezado. Véase por ejemplo «Los sueldos de los ejecutivos del Ibex se topan con la realidad del coronavirus», *El Correo*, 24 de mayo de 2020. Disponible en: <https://www.elcorreo.com/economia/empresas/sueldos-ibex-coronavirus-20200524110856-ntrc.html>; y «European companies were more keen to cut dividends than executive pay». *Financial Times*, 9 de septiembre de 2020. Disponible en: <https://www.ft.com/content/297edcaf-447b-4b89-b729-db8683699c44>.

4 Bebchuk, Fried y Walker (2002) afirman que: «[e]xecutive compensation has long attracted a great deal of attention from academics, the media, Congress, and the public at large» y añaden: «the rise of academic work on the subject [...] has outpaced even the growth rate of executive compensation».

de contratación, tales como la información asimétrica o el desigual poder que pueden ejercer las partes en el momento de fijar la retribución, se abre la puerta a la existencia de conflictos de agencia que vuelven la remuneración ineficiente. Por lo tanto, es importante considerar también como determinantes de la remuneración: i) la estructura de propiedad, que determina en gran medida el poder de negociación y la capacidad de supervisión dentro de la empresa y ii) la configuración del consejo de administración, que, además de influir en la capacidad de supervisión del consejo, es de gran importancia para reducir los problemas de información asimétrica y frenar el oportunismo de los administradores en relación con su retribución. La hipótesis de partida en este trabajo es que estos factores adicionales, que ya han sido identificados como importantes en estudios para otras jurisdicciones, serán relevantes también en el caso de España, sobre todo si se tiene en cuenta la estructura de propiedad significativamente concentrada de nuestras empresas. En este contexto interesa mucho identificar la contribución adicional que las normas de gobierno corporativo tienen cuando se descuenta el impacto de la estructura de propiedad.

Los resultados indican claramente que las remuneraciones observadas responden fundamentalmente a las necesidades de contratación de las empresas teniendo en cuenta las características propias de cada par empresa-consejero. Sin embargo, una vez tomadas en consideración todas estas características, hay una parte de la remuneración que no responde a criterios de eficiencia, sino que está reflejando conflictos de agencia entre los intereses de los administradores y los de los accionistas. Investigando en detalle los mecanismos que pueden contribuir a estos problemas de agencia o reducirlos se encuentra que la concentración de la propiedad y el aumento de la supervisión directa que esta conlleva puede, en cierta medida, sustituir la necesidad de incentivar a los directivos con el pago de altas remuneraciones con componentes variables significativos. Aunque los accionistas de control también pueden, en algunos casos, aprovechar su influencia para obtener sobresueldos cuando ejercen como administradores. Pero quizás, de entre todos los resultados, el que más puede inducir al optimismo es que la presencia de independientes en consejos activos con reuniones frecuentes y en comisiones específicamente encargadas de fijar la remuneración tiene un impacto significativo en la reducción del conflicto de agencia y en la reconducción de las remuneraciones hacia niveles más reducidos y con mayor proporción de la remuneración en forma de acciones y opciones sobre acciones.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 se revisará la literatura jurídica y financiera relevante para la construcción de hipótesis. Así, se presentará primero el modelo de contratación óptima, según el cual la remuneración viene determinada por las características económicas de la empresa y del capital humano de los consejeros. A continuación, se analizará la literatura que estudia en qué medida la estructura de la propiedad de la sociedad afecta al nivel de retribución y, por último, la literatura que investiga la influencia de las buenas prácticas de gobierno corporativo en la reducción de los problemas de agencia y las ineficiencias en la retribución de los administradores. La sección 3 presenta el estudio empírico llevado a cabo, explicando el procedimiento para la construcción de la muestra, la metodología empleada y la selección de las variables utilizadas. A continuación, en la sección 4 se discuten los resultados empíricos que indican cuáles son los principales determinantes de la remuneración de los consejeros en España. Por último, la sección 5 contiene unas breves conclusiones.

2 Revisión de la literatura y construcción de hipótesis

2.1 Remuneración y características económico-financieras de la empresa y los consejeros

Dada la complejidad del problema de la fijación óptima de la remuneración, es necesario comenzar analizándolo en un entorno de contratación simplificado, que —aunque resulte un tanto artificial— permita identificar los aspectos básicos que siempre deben influir en la remuneración. Así, después se podrán añadir a este entorno, paso a paso, los diferentes problemas que supone un modelo de contratación más realista. Por lo tanto, en la primera aproximación se comienza obviando los problemas contractuales que causan la información asimétrica, el desigual poder de negociación y los factores exógenos del entorno en el que se realiza la contratación (como los impuestos, entre otros). En este entorno de contratación ideal puede demostrarse que los conflictos de agencia pueden resolverse por completo determinando una remuneración que depende únicamente de las características económicas de la empresa y de la capacidad del ejecutivo para gestionarla (Hart, 1995).

Por lo tanto, se esperaría que el montante de la remuneración total dependiera positivamente de variables que capturasen la complejidad de la labor que debe realizar el administrador, tales como el tamaño y las oportunidades de crecimiento (Smith y Watts, 1992). Adicionalmente, la profesionalidad y reputación del ejecutivo, que llevarían a esperar unos mejores resultados, incidirían también en un aumento de su retribución (Acharya, Gabarro y Volpin, 2014; Graham, Li y Qiu, 2012).

Dejando de lado el nivel de la retribución, siempre que exista un conflicto de intereses entre ejecutivos y accionistas, se precisa el uso de remuneración variable (Jensen y Murphy, 2010). Incluso en este modelo de contratación simplificado, la determinación del porcentaje de compensación variable que debe incluir la remuneración es difícil. Los ejecutivos presentan aversión al riesgo y su inversión principal consiste en su capital humano, cuyo valor depende de los resultados de la empresa y, por lo tanto, exigirán una mayor compensación total cuando una parte de esta sea variable. Esto implica que el uso de la remuneración variable irá unido a mayores niveles de compensación total y dependerá negativamente de la volatilidad de los resultados de la empresa, tal como reflejan los modelos de principal-agente como el de Holmstrom y Milgrom (1987) y los resultados empíricos de Aggarwal y Samwick (1999), entre otros.

Así pues, la primera hipótesis de trabajo es que la remuneración de los consejeros, tanto en lo que respecta a su nivel como a la proporción de remuneración variable fijada, dependerá fundamentalmente de las características propias de la empresa y del directivo.

Pero es sabido que en la realidad los supuestos que aseguran la contratación óptima fallan. En un entorno caracterizado por información asimétrica, desiguales poderes de negociación e imperfecciones de mercado, la retribución ofrecida a los administradores nunca resolverá totalmente el problema de agencia entre administradores

y accionistas. Por lo tanto, en la práctica se observará una remuneración total más alta que la óptima y además los porcentajes de remuneración variable podrían ser menores o, en algunas circunstancias, incluso mayores que el óptimo (Jensen, Murphy y Wruck, 2004). Así, por ejemplo, es más probable que los ejecutivos con poder para influir en su remuneración acepten mayores proporciones de remuneración variable cuando esperan buenos resultados, por lo que una alta rentabilidad puede inducir a los ejecutivos a aceptar una mayor proporción de remuneración variable (Palia, 2001).

¿Cómo repercute esto en las hipótesis empíricas? En primer lugar, la existencia de estas imperfecciones y desviaciones de la remuneración respecto a la óptima implican que solo una parte de la remuneración podrá explicarse con las variables características de la empresa y el ejecutivo, quedando gran parte de la remuneración observada sin justificar, lo cual se puede tomar como la segunda hipótesis de trabajo. Además, se esperaría que, en la práctica, la remuneración dependa de variables adicionales que reflejen la existencia de mecanismos de control del problema de agencia, tales como la concentración de la propiedad o la eficiencia del gobierno corporativo, que se discutirán a continuación.

2.2 Remuneración y estructura de la propiedad

En entornos de contratación complejos, uno de los mecanismos más importantes para controlar el conflicto de agencia y, por lo tanto, para determinar la retribución de los ejecutivos es la estructura de propiedad de la empresa (Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990). Como se expondrá detalladamente, las predicciones teóricas respecto a la presencia de accionistas significativos en la propiedad de la empresa son claras, indicando una reducción del conflicto de agencia gracias a la supervisión que realiza el accionista sobre el ejecutivo, pudiendo reducirse el porcentaje de remuneración variable y el montante total (Pagano y Röell, 1998). No obstante, la mayoría de los estudios empíricos que analizan la retribución de los administradores utilizan datos de empresas de los EE. UU. que tienen, en su mayoría, una estructura de propiedad dispersa. Falta investigación empírica acerca del comportamiento de la retribución en sociedades controladas. Por lo tanto, es interesante aportar evidencia que aclare si la presencia de socios de control afecta a la remuneración de los ejecutivos y elimina o no los problemas de agencia e, incluso, si la presencia de estos socios genera problemas de gobierno corporativo nuevos y diferentes.

Los modelos teóricos que han estudiado este problema parten de la premisa de que los problemas de agencia de los administradores se agravan cuanto mayor es su poder de control dentro de la sociedad. La retribución excesiva se ha identificado desde antiguo como una manifestación de los conflictos de agencia entre administradores y accionistas en sociedades de capital disperso. Como el accionariado en estas sociedades es fragmentado y disperso, surgen problemas de acción colectiva para supervisar y disciplinar a los administradores. Este déficit de vigilancia por parte de los accionistas permite a los ejecutivos influir decisivamente en el diseño de su retribución y extraer valor de la sociedad en su beneficio a expensas de los socios. Desde esta perspectiva, la literatura ha señalado a los socios de control como instrumentos de vigilancia interna de los administradores, lo que contribuiría a contener el ascenso de la remuneración y a hacer menos necesaria la remuneración variable

(Gilson y Gordon, 2003; Shleifer y Vishny, 1997). El argumento sostiene que la presencia de socios con incentivos para supervisar a los administradores repercutiría en una reducción de los costes de agencia entre accionistas y administradores y, por consiguiente, en una moderación de la retribución al nivel y con la estructura que maximiza el valor de los accionistas.

Esta visión ha sido corroborada por parte de la literatura empírica. Así, por ejemplo, Core, Holthausen y Larcker (1999) hallan que la remuneración del *chief executive officer* (CEO) o primer ejecutivo de la empresa es menor cuando hay un socio significativo que posee al menos un 5 % de capital. Y, en la misma línea, Bertrand y Mullainathan (2000) señalan que en las sociedades en las que no hay un socio significativo con al menos una participación del 5 %, la retribución está más asociada a beneficios generados por factores externos que al empeño y al trabajo de los ejecutivos. El problema de estos estudios con datos de EE. UU. es que no necesariamente se refieren a sociedades con socios de control, sino a socios significativos que no tienen el control, y cuyos intereses están, en consecuencia, más alineados con los de los inversores externos o del mercado. Al considerar indistintamente socios de control y socios significativos pero externos al control, se puede correr el peligro de sobreestimar la supervisión de los socios de control sobre los ejecutivos. Como señalan Haid y Yurtoglu (2006), otros estudios realizados para países con propiedad concentrada —que llegan a conclusiones similares— tienen otros problemas, como no diferenciar entre los ejecutivos profesionales y los ejecutivos que también son socios de control.

En todo caso, los resultados empíricos apuntan a que no es solo la mera presencia de un accionista significativo, sino también su porcentaje de participación lo que importa para contener el problema de agencia entre accionistas y administradores. Es decir, cuanto mayor es la concentración de la propiedad, mayores son los incentivos de los accionistas a supervisar y menor es la capacidad de los ejecutivos de extraer rentas a través de la retribución (Cyert, Kang y Kumar, 2002; Elston y Goldberg, 2003; Li y Srinivasan, 2011, y para una muestra de empresas españolas, Crespi-Caldera y Pascual-Fuster, 2015).

En cualquier caso, estos estudios, aunque permiten aislar mejor el efecto de la verdadera influencia de los accionistas significativos, tienen el problema de que, como señalan Cronqvist y Fahlenbrach (2009), la propiedad concentrada es muy heterogénea. Dentro de los socios de control hay fundadores, segunda o tercera generación de sociedades familiares, bloques de control de individuos o de empresas, etc. Estos diferentes tipos de socios pueden diferir mucho en su capacidad de supervisar a los administradores o en su capacidad de administrar directamente la empresa. Esto es importante para determinar con precisión cuándo hay control y cuál es la facilidad para extraer beneficios privados.

Con todo, más allá de estos problemas existe una literatura incipiente que cuestiona directamente la premisa de que los socios de control tengan el interés y la capacidad de fijar la retribución de los ejecutivos en el nivel que maximiza el valor para los accionistas. Kastiel (2015) sugiere que las prácticas de retribución de las sociedades controladas pueden sufrir sus propias patologías, lo que indicaría que los socios minoritarios no siempre pueden confiar en los socios de control para que supervisen de manera eficiente la retribución de los administradores. Así, defiende que los socios de control pueden pagar en exceso a los ejecutivos para alinearlos con ellos y su

interés, que no siempre es coincidente con el interés de la sociedad. O que las empresas familiares pueden depender demasiado del criterio de los ejecutivos de la empresa y perder poder de disciplina frente a ellos, lo que se agravaría en las siguientes generaciones.

Esta hipótesis ha sido estudiada para diversos países con propiedad concentrada. Hamdani y Yafeh (2013), en un estudio con datos de Israel, encuentran que los inversores institucionales suelen oponerse a las propuestas de retribución de los ejecutivos en sociedades controladas, lo que evidencia, según los autores, que la retribución no está bien resuelta y claramente supone una preocupación para los inversores en sociedades controladas. En la misma línea, Barontini y Bozzi (2011), en un estudio con datos de sociedades italianas, concluyen que, para los ejecutivos que reciben mayores retribuciones en su muestra, el exceso de retribución respecto a la media está correlacionado negativamente con el rendimiento futuro de la sociedad. La explicación que ofrecen los autores es que el exceso de retribución sirve para comprar la lealtad de los ejecutivos hacia los socios de control y los lleva a apoyar operaciones que benefician a los socios de control pero perjudican a los minoritarios y se reflejan en menores rendimientos de la sociedad. En la misma línea argumental, Gallego y Larrain (2012), en un estudio con datos de Brasil y Chile, encuentran que los CEO profesionales que no son miembros de la familia en sociedades controladas ganan un 30 % más que en las sociedades no controladas. La prima no puede explicarse por las características estándar de la empresa, las habilidades ejecutivas observables (por ejemplo, educación o experiencia) o la compensación del CEO en su antiguo trabajo. De hecho, la prima proviene principalmente de empresas familiares con bajo nivel de vigilancia por parte de los socios de control (lo que agravaría el conflicto de agencia entre administradores y accionistas), en particular, en sociedades con fundadores ausentes y cuando hay generaciones subsiguientes involucradas. Es decir, cuando los socios de control no tienen realmente capacidad de supervisión, la remuneración de los ejecutivos puede reflejar mayores problemas de agencia que la observada en sociedades con propiedad dispersa.

Por último, otra rama de esta literatura estudia específicamente la retribución de los ejecutivos que son socios de control. Este caso supone un claro conflicto de intereses que los ordenamientos solucionan de distinta manera. Interesa señalar que en muchos ordenamientos este conflicto recibe el mismo trato que las operaciones vinculadas. Es decir, está sujeta a mecanismos de aprobación que se basan en la abstención del socio envuelto en el conflicto de intereses. En los ordenamientos más exigentes, la retribución de los socios mayoritarios como ejecutivos de la sociedad está sometida al veto de los minoritarios. Fried, Kamar y Yafeh (2020), en un estudio empírico para Israel, demuestran que la introducción de la regla del veto de los minoritarios ha sido eficaz para reducir el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios en estos casos.

La evidencia sobre el nivel de remuneración que reciben los ejecutivos que son socios de control no es concluyente, posiblemente porque tienden a ignorar el problema regulatorio y la solución que ofrecen los distintos ordenamientos. Muchos estudios muestran que la retribución de los ejecutivos que son socios de control es menor que la de los ejecutivos profesionales (Gómez-Mejía, Larraza-Kintana y Makri, 2003; McConaughy, 2000). Las razones que se ofrecen para explicar esta menor remuneración son que los socios están más comprometidos con la sociedad y necesitan menos

incentivos económicos, o que la extracción de beneficios privados se lleva a cabo por otros medios. En cambio, otros estudios muestran el resultado opuesto, esto es, que los socios de control que son ejecutivos tienden a extraer rentas de la sociedad a su favor a través de una retribución excesiva. Desde esta perspectiva, la literatura analiza la retribución del ejecutivo que es también socio como un caso particular de extracción de beneficios privados en favor de los socios de control. Esta situación es frecuente en sociedades no cotizadas y hay estudios empíricos que muestran que el exceso de retribución no está asociado con mejores resultados empresariales, sino que se identifica como un sistema de extracción de rentas de la sociedad (Cheung, Stouraitis y Wong, 2005). En relación con las sociedades cotizadas, Holderness y Sheehan (1988) muestran evidencia de que cuando los socios mayoritarios son a su vez ejecutivos de la sociedad reciben marginalmente mayor retribución. DeAngelo y DeAngelo (2000) prueban que en EE. UU. las sociedades familiares extraen beneficios privados de distintas maneras, entre las que se cuentan la retribución excesiva de los miembros de la familia. Algo que también parece ocurrir en países con propiedad concentrada como Israel (Cohen y Lauterbach, 2008).

A la vista de todos estos diferentes resultados, se han ampliado las hipótesis para incluir variables que reflejen la estructura de propiedad de la empresa, esperando que: i) una mayor concentración de la propiedad se refleje en un menor montante de la retribución y menor necesidad de remuneración variable; ii) diferentes socios de control, y especialmente las familias, tengan diferente influencia en la remuneración, y iii) las características de la remuneración puedan ser diferentes cuando el socio de control es también el administrador y recibe remuneración como tal.

2.3 Remuneración y buen gobierno

Tradicionalmente los consejos de administración eran órganos de representación de los que se esperaba que apoyasen a los ejecutivos y las relaciones de la empresa a través de su reputación y contactos externos. Sin embargo, desde los años 90 del pasado siglo, esta visión ha sido reemplazada por otra que pone a los consejos en el centro de la labor de supervisión de los ejecutivos y socios de control, en favor de los inversores externos, que es lo que en la actualidad se considera buen gobierno corporativo. Por lo tanto, la mayoría de legislaciones y reguladores recomiendan a las empresas que fijen la composición del consejo y los procedimientos para aprobar la retribución, con el propósito de reducir los conflictos de interés de los administradores y socios de control. El objetivo último de estas medidas es, por lo tanto, reducir los costes de agencia y, con ello, aumentar el valor de la empresa.

Parece obvio que características básicas de los consejos, como el tamaño y la frecuencia de sus reuniones, inciden en su eficacia (Yermack, 1996; Jenter, Schimid y Urban, 2018).

Más difícil, no obstante, resulta la cuestión de cómo articular la composición de los consejos para que sean más eficaces, que ha sido ampliamente estudiada en las últimas décadas. Fama y Jensen (1983) advirtió de las ineficiencias de las compañías estadounidenses debido a varios factores que favorecen el poder e influencia en los consejos de los CEO, figura que en nuestro ordenamiento corresponde con la del primer ejecutivo (presidente ejecutivo o consejero delegado). El CEO tiene mucho

poder para determinar el orden del día y la información que se suministra a los consejeros. Hay varias razones que lo explican: los consejos pueden ser muy numerosos, la cultura de no enfrentamiento facilita que el CEO consiga sus propósitos con poca oposición y, además, esta situación se agrava si las funciones de CEO y presidente del consejo coinciden en la misma persona. Diferentes modelos teóricos encuentran que la efectividad de las decisiones del consejo depende de su estructura, composición y características. Sin embargo, los resultados de estos modelos muestran que no existe una única composición que sea óptima para todas las empresas, ya que, aunque un consejo más independiente tiene más incentivos para reducir el conflicto de agencia, recibirá menor cooperación y ayuda por parte de los ejecutivos y sufrirá problemas de información que lo harán menos eficiente en su labor (Hermalin y Weisbach, 1998; Raheja, 2005; Adams y Ferreira, 2007; Harris y Raviv, 2008). Posiblemente por este motivo, la evidencia empírica sobre la eficacia de los consejos de administración, que se discute a continuación, está lejos de ser concluyente (Adams, Hermalin y Weisbach, 2010; Hermalin y Weisbach, 2003).

Inicialmente, la literatura empírica sobre gobierno corporativo se centró en estudiar la relación entre la independencia del consejo y los resultados de la sociedad, pero obtuvo resultados contradictorios. Algunos estudios no han hallado ninguna relación (Baysinger y Butler, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991; Bhagat y Black, 2002); otros encontraron una relación positiva (Shivdasani y Yermack, 1999; Coles, Naveen y Naveen, 2008; Nguyen y Nielsen, 2010; Guo y Masulis, 2015), mientras que otro grupo observa una relación negativa (Yermack, 1996; Agrawal y Knoeber, 1996; Rosenstein y Wyatt, 1997; Klein, 1998). Esta falta de resultados concluyentes, en realidad, es coherente con la literatura teórica ya citada, según la cual las distintas empresas eligen diferentes niveles de independencia del consejo de manera óptima, y un consejo de administración independiente puede no aportar o incluso destruir valor de la empresa en algunos casos. Además, existe el problema adicional de que, al llevar estas teorías a los datos, resulta difícil medir la capacitación y experiencia de los consejeros, más allá de su clasificación como independientes o no independientes (Baldenius, Melumad y Meng, 2014).

A pesar de la falta de predicciones claras al respecto en la literatura teórica y en la empírica, lo cierto es que los ordenamientos de la mayoría de los países han propuesto un aumento del porcentaje de consejeros independientes como una de las medidas clave para reducir la influencia de los ejecutivos en el consejo en materia de conflictos de interés y, en particular, en la determinación de la retribución. Se confía en los independientes para supervisar las decisiones del consejo que afecten al interés de los ejecutivos y, en su caso, de los socios de control. Y como la retribución es, quizás, el caso paradigmático de conflicto de interés de los administradores, los ordenamientos o las autoridades del mercado de valores han confiado esta tarea a comisiones encargadas de remuneración y nombramientos, que se exige que estén integradas, en su mayoría o en su totalidad, por independientes. Salta a la vista que el buen funcionamiento de la comisión de retribuciones y nombramientos dependerá críticamente de la calidad de los consejeros independientes que la integren. Y esta calidad depende en cada jurisdicción de la regulación que fija los criterios para la selección de los propios independientes. Desafortunadamente, estos criterios no siempre son los más adecuados, pues muchas veces se limitan a la mera exigencia de una ausencia de vínculos económicos o familiares, más que a requisitos de calidad profesional o normas sobre incentivos. Respecto al problema de los incentivos,

parece claro que la independencia se verá comprometida y la remuneración será menos eficiente si los ejecutivos tienen capacidad de nombrar y destituir a los independientes a su conveniencia, directa o indirectamente.

Por todo esto, dando por hecho que los consejos son nominalmente independientes, es importante prestar atención a características más sutiles que influyen en el desempeño de la labor de supervisión, porque afectan a los incentivos y las motivaciones intrínsecas. En particular, para los independientes se han estudiado problemas respecto a la antigüedad en el cargo y la presencia en varios consejos.

Con relación a la antigüedad, unos largos plazos de permanencia del independiente en el cargo ponen en riesgo la supervisión eficiente. En efecto, la independencia se *gasta* con la interacción personal y los mandatos largos agravan los problemas de captura. Varios estudios resaltan que las relaciones sociales y comerciales entre los consejeros afectan de manera negativa a su capacidad para actuar en interés de los accionistas y para permanecer independientes (Velasco, 2004). Y es fácil pronosticar que estas relaciones sociales y comerciales que reducen la independencia se fortalecerán con el paso del tiempo (Nili, 2016). También hay evidencia de que el *networking* entre consejeros independientes y ejecutivos debilita la intensidad de la función de supervisión del consejo (Hwang y Seoyoung, 2009). En consecuencia, el tiempo de servicio de los independientes en una sociedad debería estar limitado a periodos valorativamente cortos para preservar su capacidad de supervisión de los ejecutivos. Los ordenamientos más exigentes, como es el caso del Reino Unido o de Francia, limitan la duración en el cargo a 9 años. En la mayoría de los países, se recomienda un mandato máximo de entre 9 y 12 años. En España, el plazo máximo recomendado es de 13 años.

Para analizar la presencia simultánea en varios consejos hay que distinguir distintos casos. En primer lugar, están los consejeros llamados *busy* u ocupados, que son los que prestan servicios simultáneamente en varias empresas cotizadas no relacionadas entre sí. En principio, esto podría tomarse como señal de su valía. Y, en efecto, los estudios empíricos muestran que los independientes con buena reputación pueden ser requeridos para servir en varios consejos. La contrapartida es que entonces dispondrán de menos tiempo que dedicar a cada sociedad y la calidad de la labor de supervisión se puede ver comprometida (Hallock, 1997; Core, Holtausen y Larcker, 1999; Fich y Shivdasani, 2006; Devos, Prevost y Puthenpurackal, 2009; Falato, Kadyrzhanova y Lel, 2014). Además, la preocupación por la reputación del consejero también puede afectar negativamente a su labor de supervisión, al llevarle a renunciar a su puesto cuando las empresas comienzan a presentar problemas que pueden manchar su reputación. Fich y Shivdasani (2007) y Dou (2017) muestran que, efectivamente, los independientes pueden tener más interés en salvaguardar su buena reputación que en ayudar a gestionar empresas con una situación financiera débil.

En segundo lugar está el fenómeno de los consejeros llamados *interlocked* (cuando dos empresas invitan cada una a un consejero de la otra, de manera que hay dos o más consejeros compartidos entre ambas empresas). La teoría detrás de este fenómeno explica que estos consejeros pueden funcionar como un mecanismo de coordinación que permite a las empresas compartir información y realizar acciones coordinadas que aumentan su capacidad de influencia (Mizruchi y Schwartz, 1992), lo cual implicaría posibles casos de colusión. Pero, por lo que respecta a las

empresas, su poder de coordinación hace a estos consejeros especialmente valiosos y, por lo tanto, se espera que reciban una mayor remuneración.

En tercer y último lugar se encuentran consejeros que, aunque solo lo sean en una empresa cotizada, participan en consejos de empresas no cotizadas que forman parte del grupo de la cotizada. Aunque esto les permite aplicar los conocimientos adquiridos en la matriz en la toma de decisiones en las filiales, puede suponer un problema de influencia excesiva de la matriz en las filiales y —más en relación con este estudio— esta es una situación que compromete la independencia del consejero al aumentar sus vínculos con la empresa que debe supervisar.

Finalmente, una cuestión importante pero poco estudiada relativa al gobierno corporativo y la remuneración es el diseño de los propios incentivos de los consejeros independientes para realizar su labor de supervisión. La idea básica de la que se parte es que los independientes, para poder serlo, no deberían depender de la remuneración que reciben de la empresa; es decir, que esta no debería ser su mayor fuente de ingresos y, además, que su compensación debiera ser fija e independiente de los resultados de la empresa, de forma que sus incentivos sean puramente reputacionales. Sin embargo, algunos estudios (Adams y Ferreira, 2008; Yermak, 2008) señalan que incluso pequeños incentivos monetarios sobre el papel pueden resultar motivadores para los consejeros independientes. Para investigar esta posibilidad, se extiende el estudio de la remuneración más allá del ámbito de los ejecutivos, analizando también si la remuneración que reciben los independientes y dominicales responde a criterios similares a los que determinan la remuneración de los ejecutivos.

En esta sección se ha discutido la extensa literatura sobre gobierno corporativo y calidad de los consejos y la remuneración. De cara a la realización del estudio empírico, se pueden derivar de esta discusión las siguientes hipótesis: i) la estructura del consejo (en cuanto a su tamaño, frecuencia de sus reuniones e independencia) influirá en el nivel y la estructura de la remuneración que reciben los consejeros; ii) otras características adicionales, más allá de independencia, como la antigüedad de los consejeros en el cargo y su presencia en múltiples consejos, pueden repercutir negativamente en la calidad de su supervisión en lo referente al importe y la composición de la remuneración, y iii) la estructura concreta de la comisión encargada de fijar la remuneración puede tener un impacto adicional en la remuneración.

En las siguientes secciones se explicará la estrategia empírica empleada para estudiar todas las hipótesis que se han expuesto en esta sección y los resultados encontrados.

3 Muestra, variables y metodología

3.1 Construcción de la muestra

La muestra utilizada es un panel de datos incompleto que contiene 6.391 observaciones de pares de consejero y empresa cotizada española para el periodo 2013-2018. Para formar esta muestra se parte de 827 observaciones empresa-año para el periodo

2013-2018 provenientes de los informes anuales de gobierno corporativo que las empresas cotizadas españolas deben remitir anualmente a la CNMV.

A continuación, se cruzan estos datos con los datos económico-financieros disponibles en las cuentas anuales utilizando la información disponible en Osiris⁵. Al hacer esto se pierden 6 observaciones empresa-año.

El siguiente paso consiste en ligar los datos resultantes con datos bursátiles de Compustat Global, lo que hace perder otras 74 observaciones.

Después, se une esta información a los datos sobre estructura de la propiedad provenientes de Osiris, con lo que la muestra se reduce en otras 23 observaciones.

Por último, se unen todos estos datos de empresa-año con los datos de remuneración individual por consejero provenientes de los informes anuales de remuneración de los consejos (IARC) remitidos por las empresas a la CNMV. Al hacer esto se pierden 146 observaciones empresa-año.

El resultado de este proceso es una base de datos con 578 observaciones empresa-año para 137 empresas diferentes y un total de 6.391 observaciones consejero-empresa-año.

3.2 Metodología

En términos econométricos, el supuesto o la hipótesis nula de partida en este trabajo es que la remuneración se negocia de manera óptima dependiendo de las características económico-financieras de la empresa y de la capacidad del consejero. Si este supuesto de contratación óptima resultase ser cierto, únicamente los determinantes económicos de la empresa y las características propias del directivo deberían tener poder explicativo sobre la remuneración. En cambio, dos supuestos alternativos (y no mutuamente excluyentes) serían factibles si se encontrara que las variables de propiedad y buen gobierno también tienen un efecto.

El primer supuesto alternativo diría que, aunque efectivamente hay contratación óptima, se ha obviado alguna característica importante del modelo económico, que es capturada por las variables de propiedad y buen gobierno, en las que también influye. Es decir, se daría un problema de endogeneidad por existir variables omitidas. Así, por ejemplo, las empresas con mejores perspectivas de crecimiento se emparejarían con ejecutivos de más talento y, posiblemente, también serían las que más facilidad tuviesen para atraer independientes. Por lo tanto, si no se incluyen las expectativas de crecimiento entre las variables del modelo económico, se puede encontrar que un alto porcentaje de independientes está positivamente correlacionado con la remuneración, pero esto no sería un efecto directo, sino una relación indirecta debida a una mala especificación del modelo.

5 Osiris es la base de datos comercializada por Bureau van Dijk con los datos financieros y bursátiles de las empresas cotizadas a nivel mundial.

El segundo supuesto explicaría que las variables de propiedad y estructura del consejo influyen porque no hay contratación óptima en la empresa. Desde esta óptica, la clave está en el conflicto de intereses, que no se resuelve a través de la remuneración, sino que más bien se ve aumentado o reducido por determinadas características de propiedad o de gobierno corporativo, que a la postre alterarían la remuneración.

Para contrastar estos supuestos alternativos y todas las diferentes hipótesis, se plantea el siguiente modelo de regresión, donde la variable dependiente mide la remuneración de un miembro del consejo, i , de la empresa j , en un año determinado t y se consideran como variables explicativas los valores en el año $t-1$ de un conjunto de n variables económicas propias de la empresa j , m variables propias del consejero i , p variables características de la propiedad de la empresa j y q variables que reflejan el gobierno corporativo de j :

$$\begin{aligned} \text{Remuneración del consejero}_{i,j,t} = & \alpha + \sum_n \beta_{j,n} * v.\text{económica propia de la empresa}_{j,t-1} + \\ & + \sum_m \beta_{i,m} * v.\text{propia del consejero}_{i,t-1} + \sum_p \beta_{j,p} * v.\text{propiedad}_{j,t-1} + \\ & + \sum_q \beta_{j,q} * v.\text{gobierno corporativo}_{j,t-1} + \varepsilon_{i,j,t} \end{aligned} \quad (1)$$

Para evitar, en la medida de lo posible, problemas de endogeneidad y descartar así ese supuesto, las estimaciones se realizan con un desfase, explicando la remuneración en el año t en función de las características observables en el año $t-1$. Además, dada la estructura de panel incompleto de la muestra, se puede eliminar el efecto debido a cualquier variable omitida que sea invariante y propia de cada empresa o directivo realizando una estimación intragrupos que corrige la estimación por la existencia de estos efectos fijos de cada empresa. Aunque esta regresión intragrupos o de *efectos fijos* es la más indicada para estos datos de panel, en el caso del estudio de los determinantes de la remuneración de los primeros ejecutivos aparece un problema de tamaño de la muestra (se dispone de 630 observaciones), lo cual reduce la precisión y eficiencia de las estimaciones debido a la pérdida de grados de libertad que supone la estimación intragrupos. Para controlar este problema, en el estudio de la remuneración de los primeros ejecutivos se realizan otras dos estimaciones alternativas: una de mínimos cuadrados generalizados y una de mínimos cuadrados ordinarios. La estimación por mínimos cuadrados generalizados o de *efectos aleatorios* es una combinación lineal de los estimadores intragrupos e intergrupos, y corrige además por la heterocedasticidad que producen los efectos individuales. Esta estimación es eficiente según la hipótesis de que los efectos fijos no están correlacionados con las variables independientes incluidas en la regresión, pero no es robusta y produce estimadores sesgados si los datos presentan heterocedasticidad en los errores diferente a la causada por los efectos fijos. La estimación por mínimos cuadrados ordinarios con errores robustos a heterocedasticidad según el método de White (1980), aunque no es eficiente, sí es capaz de corregir la heterocedasticidad en los errores no causada por los efectos fijos. Teniendo todo esto en cuenta, cuando los coeficientes de las estimaciones de efectos aleatorios o mínimos cuadrados ordinarios no difieran significativamente de los de la estimación por efectos fijos, se atiende a los resultados de estas estimaciones alternativas, pues resultan más eficientes por su menor pérdida de grados de libertad. Sin embargo, cuando exista una diferencia significativa en los coeficientes, se atiende a los resultados de la regresión de efectos

fijos, dado que, a pesar de la pérdida de grados de libertad y precisión, es la única con resultados congruentes y sin sesgos. Se utiliza el test de Hausman para contrastar la igualdad de los coeficientes de la regresión de efectos fijos con los de las estimaciones de efectos aleatorios y de mínimos cuadrados ordinarios respectivamente.

3.3 Variables empleadas

A continuación, se presentan las definiciones y los estadísticos descriptivos de las distintas variables que se emplean para estimar el modelo econométrico. Al estudiar los estadísticos descriptivos de estas variables es importante tener presente que, dado que la remuneración en el año t se explica a partir de las características observadas en el año $t-1$, las observaciones de las variables dependientes de remuneración van de los años 2014 a 2018, mientras que las observaciones de las variables independientes explicativas van de los años 2013 a 2017.

3.3.1 Variables de remuneración

El cuadro 1 muestra los distintos elementos que componen la remuneración y se encuentran disponibles en los IARC que las empresas remiten a la CNMV. La descripción detallada de estos diferentes componentes se presenta en el apéndice. Además, al analizar estos componentes, es importante tener en cuenta que, aunque los informes presentan por separado la remuneración que cada consejero recibe de la empresa que reporta y de otras empresas del grupo, se ha optado por agregar ambas, de manera que se refleje la remuneración total que recibe el consejero de la empresa cotizada y su grupo de empresas filiales, ya que cualquier relación con ellas podrá influir en las decisiones del consejero⁶.

Como se puede observar, la retribución fija de los primeros ejecutivos (categoría que incluye tanto a consejeros delegados como a presidentes ejecutivos) y resto de ejecutivos es sustancialmente más alta que la de dominicales e independientes, ya que los ejecutivos tienen asignado un sueldo por sus labores ejecutivas, mientras que el pago llamado *fijo* se refiere solamente a los importes no variables que se reciben por pertenencia al consejo. En cambio, tanto las dietas, que se abonan por asistencia a las sesiones del consejo, como las cantidades que se abonan por pertenecer a una comisión son similares para consejeros ejecutivos y no ejecutivos, siendo incluso algo más generosas para los independientes (posiblemente porque la mayoría de comisiones requieren un porcentaje mínimo de independientes).

6 Aproximadamente un 10 % de los consejeros recibe remuneración del grupo, siendo esto más frecuente entre los ejecutivos, pero observándose también en otro tipo de consejeros. Considerando los casos en los que se recibe remuneración del grupo, se observa que en más de la mitad de estos casos la remuneración proveniente del grupo no alcanza el 30 % de la recibida de la empresa cotizada, pero existe un número significativo de casos en los que la remuneración procedente del grupo iguala o supera la recibida directamente de la empresa que reporta las remuneraciones.

	Media		Media por tipo de consejero				
	Primer ejec.	Des. est.	Mín.	Máx.	Otros ejec.	Dominicales	Independientes
Sueldo	609,50	722,64	0,00	9.429,17	408,07	3,82	2,82
Fija	134,95	328,29	0,00	6.484,83	79,07	60,86	75,50
Dietas	17,45	34,12	0,00	401,50	18,82	17,85	21,26
Comisiones	13,19	52,89	0,00	553,03	13,76	13,28	28,68
Indemnizaciones	62,45	700,74	0,00	14.248,00	15,27	0,93	0,04
Planes de pensiones	318,31	2.507,45	0,00	57.129,92	155,98	0,19	1,01
Otros conceptos	228,02	2.449,07	0,00	49.131,61	56,70	4,02	9,56
<i>variable_cp</i>	534,32	929,69	0,00	9.724,25	366,99	2,74	2,92
<i>variable_lp</i>	146,17	1.113,99	0,00	25.902,88	64,21	0,08	0,00
<i>opciones_y_acciones</i>	265,31	1.031,21	0,00	11.301,00	147,54	0,76	6,49
Observaciones	673				394	2.193	3.131

Aunque las indemnizaciones por cese no parecen importantes, hay que tener en cuenta que estas indemnizaciones solo aparecen en los informes en el momento en que se cobran. Por ello, en la muestra solo figuran las cobradas por ejecutivos que han cesado durante el periodo y no las pactadas en caso de que exista un cese. Por otro lado, las aportaciones que realiza la empresa a planes de pensiones sí aparecen reflejadas año a año y, como se puede ver, son una parte importante de la remuneración de los ejecutivos. Otra parte sustancial de la remuneración de los ejecutivos aparece en «otros conceptos», que se refieren principalmente a los pagos en especie. Este primer desglose permite concluir que la remuneración que se podría considerar fija se encuentra muy fraccionada en diversos componentes.

Por lo que respecta a la remuneración variable que reciben los ejecutivos dependiendo de los resultados, se observa que es bastante inferior a la fija. En este sentido, llama la atención la baja retribución variable a largo plazo que reciben los ejecutivos, que es relevante porque determina los incentivos de los ejecutivos en relación con el rendimiento futuro de la empresa. Adicionalmente, dentro de la remuneración variable, la parte que se basa en acciones y opciones sobre acciones, que se denominará *remuneración de mercado*, tiene un peso muy escaso⁷. Curiosamente, el cuadro muestra que hay consejeros independientes que cobran retribución variable. Estudiando los datos, esto parece deberse en parte a que, en algunos casos, el salario fijo se paga en acciones y en otros a que algunos consejeros ejecutivos son recalificados como independientes cuando dejan sus labores ejecutivas, pero mantienen una parte variable en su remuneración.

En el cuadro 2 se agregan todas estas variables, que quedan resumidas en cinco. La variable *rem_total* es la suma de la remuneración fija más la variable. La variable *rem_fija* incluye sueldo fijo, dietas, comisiones, indemnizaciones, planes de pensiones y otros conceptos. Se agrega la remuneración variable a corto y largo plazo y se

7 Esta observación coincide con la realizada por Gómez (2019) utilizando una muestra muy similar de datos provenientes de los IARC.

mide tanto por su importe (*rem_variable*) como por el porcentaje que representa respecto de la remuneración total (*rem_variable%*). Por último, *rem_mercado%* mide la remuneración variable en forma de acciones y opciones sobre acciones como porcentaje de la remuneración total. El cuadro muestra la evolución temporal de estas variables de remuneración que, comparando las medias anuales, no refleja una tendencia clara. Así, la remuneración total subió en 2015, pero bajó en 2016 y volvió a subir en 2017. Esto sucede tanto para los ejecutivos como para el resto de consejeros.

Evolución de la remuneración a lo largo del periodo

CUADRO 2

Miles de euros

	Obs.	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Medias anuales				
						2014	2015	2016	2017	2018
Primer ejecutivo										
<i>rem_total</i>	673	2.267,22	4.536,46	0,00	60.966,87	1.750,63	2.758,53	2.071,49	2.600,40	2.108,43
<i>rem_fija</i>	673	1.321,42	3.739,02	0,00	58.960,85	1.008,51	1.780,82	1.191,42	1.207,15	1.370,81
<i>rem_variable</i>	673	945,80	1.971,35	0,00	28.033,82	742,13	977,72	880,07	1.393,25	737,61
<i>rem_variable%</i>	663	28,61	25,17	0,00	95,12	27,09	27,76	27,75	32,13	28,26
<i>rem_mercado%</i>	663	4,73	13,74	0,00	91,94	3,71	4,81	6,43	8,30	0,63
Otros ejecutivos										
<i>rem_total</i>	394	1.311,13	3.587,26	0,00	56.858,89	874,84	2.136,65	1.108,58	1.313,80	998,75
<i>rem_fija</i>	394	732,39	1.589,23	0,00	23.393,18	558,26	1.056,69	695,43	636,87	683,67
<i>rem_variable</i>	394	578,74	3.065,85	0,00	56.858,89	316,58	1.079,96	413,14	676,93	315,08
<i>rem_variable%</i>	385	21,96	22,55	0,00	100,00	21,46	21,49	19,58	26,22	20,66
<i>rem_mercado%</i>	385	3,76	11,38	0,00	93,36	3,28	3,93	3,64	7,11	0,05
Dominicales										
<i>rem_total</i>	2.193	103,62	135,70	0,00	1.525,82	87,09	103,71	107,90	103,99	114,47
<i>rem_fija</i>	2.193	100,03	129,46	0,00	1.467,48	80,70	98,29	105,69	100,73	113,75
<i>rem_variable</i>	2.193	3,59	30,18	0,00	700,00	6,38	5,42	2,22	3,26	0,72
<i>rem_variable%</i>	1.922	4,04	15,58	0,00	100,00	6,53	5,58	3,95	3,04	0,96
<i>rem_mercado%</i>	1.922	0,33	3,28	0,00	50,00	0,49	0,40	0,29	0,50	0,00
Independientes										
<i>rem_total</i>	3.131	148,24	247,29	0,00	5.927,19	137,45	157,20	152,07	148,91	143,17
<i>rem_fija</i>	3.131	138,83	195,47	0,00	3.534,42	125,33	142,21	138,54	142,83	141,08
<i>rem_variable</i>	3.131	9,41	122,77	0,00	3.685,00	12,12	14,99	13,53	6,08	2,09
<i>rem_variable%</i>	3.023	3,24	14,35	0,00	100,00	4,88	4,23	3,28	2,96	1,58
<i>rem_mercado%</i>	3.023	0,82	5,98	0,00	95,07	1,07	0,94	1,07	1,14	0,00

Por último, el cuadro 3 representa la tabla de correlaciones entre estas cinco variables de remuneración que se usan en el análisis. Como cabría esperar, se encuentra que todas estas medidas están significativamente correlacionadas entre sí, lo que indica que los ejecutivos con mayor remuneración total son los que reciben una remuneración fija más alta, pero también los que mayor porcentaje de su remuneración reciben como variable y en acciones y opciones.

Correlaciones entre variables de remuneración

CUADRO 3

	<i>rem_total</i>	<i>rem_fija</i>	<i>rem_variable</i>	<i>rem_variable%</i>	<i>rem_mercado%</i>
<i>rem_total</i>	1				
<i>rem_fija</i>	0,8365*** (0,000)	1			
<i>rem_variable</i>	0,7103*** (0,000)	0,2085*** (0,000)	1		
<i>rem_variable%</i>	0,3191*** (0,000)	0,1298*** (0,000)	0,4023*** (0,000)	1	
<i>rem_mercado%</i>	0,2675*** (0,000)	0,0838*** (0,000)	0,3694*** (0,000)	0,444*** (0,000)	1

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

3.3.2 Características económicas de las empresas

En el cuadro 4 se recogen los estadísticos descriptivos de las variables económicas relativas a las empresas de la muestra. Los modelos teóricos de agencia (Rosen, 1982) y los resultados empíricos previos de la literatura (Smith y Watts, 1992; Core, Holthausen y Larcker, 1999) indican que las empresas más complejas y con mejores perspectivas de inversión demandarán administradores de mayor nivel y, por lo tanto, en equilibrio pagarán salarios más elevados. Para capturar la complejidad se utiliza la variable *activo* (total de activos de la empresa en millones de euros, aunque, teniendo en cuenta la distribución no normal de esta variable, en las estimaciones se utiliza su logaritmo). La variable *oportunidades de crecimiento* se calcula como la ratio de capitalización bursátil sobre total activo (Q de Tobin). Aunque la adscripción sectorial de la empresa captura también las oportunidades de crecimiento, al ser una variable fija a lo largo de todo el periodo, no se incluye, pues es capturada en las estimaciones a través de los efectos fijos. En cambio, sí se incluye el *endeudamiento* (total de deuda sobre total activo), que varía a lo largo del tiempo y cuyo análisis es más difícil, ya que por un lado captura la complejidad, pero también el riesgo de insolvencia y las restricciones financieras a las que se enfrenta la empresa.

El modelo de agencia implica que el nivel de remuneración variable y total debe crecer con la rentabilidad de la empresa y disminuir con el nivel de riesgo (Core, 2000). Rentabilidad y riesgo se miden a través de la rentabilidad económica, *ROA*, y su desviación estándar en los últimos cinco años, *deROA*, pero también por la rentabilidad de mercado de las acciones, *RM*, (corregida por dividendos, recompras y *splits*) y su desviación estándar durante los últimos 12 meses (*deRM*). Finalmente se incluye también la variable *liquidez*, índice de liquidez de las acciones, pues una menor liquidez implica un riesgo más elevado para el administrador que acepte una mayor proporción de su remuneración en acciones u opciones.

	Obs.	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Medias anuales				
						2013	2014	2015	2016	2017
<i>activo</i> (millones euros)	577	32.700	142.000	2	1.440.000	32.300	32.500	33.700	32.000	32.700
<i>endeudamiento</i> (%)	572	65,94	29,16	5,14	168,39	68,23	67,33	65,48	64,32	64,66
<i>op_inversion</i>	563	0,81	1,02	0,00	5,24	0,69	0,70	0,79	0,89	0,97
<i>ROA</i> (%)	572	2,87	9,76	-33,06	35,86	1,05	2,86	2,70	3,87	3,68
<i>RM</i> (%)	576	0,16	0,48	-0,80	2,30	42,59	-2,88	8,67	16,55	15,07
<i>deROA</i>	573	5,71	7,87	0,13	42,68	4,29	5,08	6,07	6,31	6,61
<i>deRM</i>	578	0,10	0,08	0,00	0,47	11,23	8,96	10,01	9,98	8,50
<i>índice de liquidez</i>	578	89,89	107,21	0,00	676,80	92,25	87,11	86,04	103,88	80,26

Al observar los estadísticos descriptivos de estas variables, se constata que la empresa media de la muestra es grande, tiene un endeudamiento elevado y es una empresa madura con escasas oportunidades de crecimiento y con rentabilidades más bien bajas durante el periodo. Estudiando la evolución temporal de estas variables no aparecen cambios significativos, salvo en la rentabilidad del mercado que, como cabe esperar, fluctúa mucho durante el periodo.

El cuadro 5 presenta la tabla de correlaciones entre las variables económicas, que tienden a corresponderse de una forma previsible. No obstante, importa reseñar que las correlaciones no son tan altas como para impedir la introducción simultánea de estas variables en el modelo de regresión.

Correlaciones entre características de las empresas

CUADRO 5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) <i>activo</i>	1							
(2) <i>endeudamiento</i> (%)	0,1854*** (0,000)	1						
(3) <i>op_inversion</i>	-0,3283*** (0,000)	-0,3247*** (0,000)	1					
(4) <i>ROA</i> (%)	0,0533 (0,2033)	-0,421*** (0,000)	0,3841*** (0,000)	1				
(5) <i>RM</i> (%)	-0,0309 (0,4598)	-0,1164** (0,0054)	0,0912** (0,0308)	0,1137** (0,0066)	1			
(6) <i>deROA</i>	-0,4519*** (0,000)	0,201*** (0,000)	0,2099*** (0,000)	-0,0659 (0,1168)	-0,0183 (0,6619)	1		
(7) <i>deRM</i>	-0,1855*** (0,000)	0,2588*** (0,000)	-0,1646*** (0,0001)	-0,1882*** (0,000)	0,2318*** (0,000)	0,2797*** (0,000)	1	
(8) <i>índice de liquidez</i>	0,2709*** (0,000)	0,3518*** (0,000)	-0,1756*** (0,000)	-0,1141** (0,0063)	-0,0007 (0,9873)	0,099 (0,0182)	0,1354** (0,0011)	1

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

3.3.3 Características de los consejeros

En el cuadro 6 se ven los porcentajes de consejeros por categorías distinguiendo entre primeros ejecutivos (que incluyen a los consejeros delegados y a los presidentes ejecutivos), otros ejecutivos, dominicales, independientes y otros.

Porcentajes de consejeros según su tipo

CUADRO 6

	Total	2014	2015	2016	2017	2018
Primer ejecutivo	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10	0,11
Otros ejecutivos	0,06	0,07	0,06	0,06	0,07	0,05
Dominicales y otros	0,34	0,39	0,36	0,33	0,32	0,33
Independientes	0,49	0,43	0,47	0,50	0,52	0,52
Observaciones	6.391	1.070	1.302	1.331	1.329	1.359

De conformidad con las tendencias de buen gobierno corporativo, los independientes representan alrededor del 50 % del total de consejeros, y la tendencia que se observa durante el periodo estudiado es que sube el porcentaje de independientes y baja el de dominicales. También es interesante resaltar que, aunque esto no puede observarse en el cuadro, un 7 % de los primeros ejecutivos son también dominicales (aunque al incluirlos en la categoría de primer ejecutivo se les ha excluido de la de dominicales).

A pesar de que la información de la que se dispone a este respecto es limitada, también se incluyen dos variables características de los administradores y que influirán en su remuneración. La variable *antigüedad* mide el número de años que el administrador lleva en el cargo y la variable *num_consejos* indica el número de consejos a los que pertenece. Se esperaría que la antigüedad influyera positivamente en la remuneración total, bien porque la relación entre la empresa y el administrador ya se ha revelado como positiva y con buenos resultados, o bien porque se espera que el poder del administrador en su cargo y su influencia sobre el consejo sean crecientes a lo largo del tiempo. De igual manera, el número de consejos a los que se pertenece sería un indicador de la calidad percibida del administrador y se esperaría que estuviese positivamente correlacionado con la remuneración.

Antigüedad y número de consejos de los que son miembros los consejeros de la muestra

CUADRO 7

	Obs.	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Media de los diferentes tipos de consejeros			
						Primer ejecutivo	Otros ejecutivos	Dominicales y otros	Independientes
<i>antigüedad</i>	6.351	6,52	6,98	0	31	9,37	7,88	6,72	5,59
<i>num_consejos</i>	6.391	1,28	0,62	1	4	1,18	1,14	1,24	1,35

Los estadísticos descriptivos para estas variables, en el cuadro 7, muestran que la antigüedad es alta si se toma como referencia la antigüedad de los CEO del índice de empresas de alta capitalización del S&P500, que en el año 2017 era de media

7,2 años⁸. Es interesante destacar que, como cabría esperar, los independientes son los que presentan una menor antigüedad y mayor probabilidad de pertenecer a varios consejos. Sin embargo, en el caso de los independientes el análisis de estas variables resulta más complicado, ya que se entiende que la independencia se *gasta* con el tiempo y, en consecuencia, los códigos de buen gobierno suelen incluir recomendaciones de periodos máximos de permanencia en el consejo para estos consejeros (en España es de 13 años, frente a los 9 años del Reino Unido). También resulta problemática la pertenencia de un independiente a múltiples consejos, ya que su dedicación a la empresa es a tiempo parcial y la pertenencia a múltiples consejos puede reducir la atención que presta a la empresa y convertirlo en lo que se denomina un *busy director*. Adicionalmente, dado que el nombramiento de los independientes puede verse influido por los ejecutivos o socios de control, un consejero puede ser invitado a múltiples consejos si demuestra ser un consejero *cooperador*, lo cual pondría en entredicho su independencia. Para investigar esta cuestión más a fondo, en el cuadro 8 se muestra el detalle de los estadísticos descriptivos para los independientes. Se puede ver que más del 25 % de los independientes lleva más de 8 años en la empresa, y que hay más de un 25 % que sirve en 2 o más consejos. Estos datos hacen pensar que el *pool* de independientes es todavía pequeño en España. Además, el problema de la antigüedad de los independientes se agrava si se tiene en cuenta que se observan 81 casos en la muestra de consejeros independientes que, en un momento dado, pasan a ser clasificados como «otros» y 14 casos en los que pasan a ser clasificados como «dominicales». Lo que indica que, en algunos casos, la presencia del consejero independiente en el consejo se prolonga, una vez terminado su mandato, reasignado a otra categoría de consejero. Esta práctica resulta ser muy problemática porque, aunque en la segunda etapa el independiente pasa a ser reconocido como no independiente, la posibilidad y las expectativas de mantener una posición de consejero por tiempo indefinido limitan los incentivos para actuar con independencia durante la etapa inicial como independiente⁹. Desde esta óptica, la permanencia en el consejo podría verse como una recompensa por haber cooperado o mostrado afinidad con ejecutivos y socios de control en la etapa como independiente.

Antigüedad y número de consejos de los que son miembros los consejeros independientes de la muestra

CUADRO 8

	Obs.	Media	Desv. est.	Percentiles						
				Mín.	P 10 %	P 25 %	Mediana	P 75 %	P 90 %	Máx.
<i>antigüedad</i>	3.120	5,59	5,98	0	0	1	3	8	13	31
<i>num_consejos</i>	3.131	1,35	0,66	1	1	1	1	2	3	4

8 Estudio de la consultora Equilar referenciado en el Harvard Law School Forum on Corporate Governance. Disponible en: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/12/ceo-tenure-rates/#:~:text=In%20the%20past%20five%20years,at%20the%20end%20of%202017>.

9 Curiosamente también se encuentran 46 casos de ejecutivos, dominicales y otros que pasan más tarde a ser clasificados como independientes en la misma empresa. Hemos verificado que esto no solo ocurre en nuestros datos, sino que se observa también en los datos existentes para consejeros de grandes empresas estadounidenses en la base de datos de Execucom.

Por último, cabe apuntar que la variable de antigüedad y la de pertenencia a varios consejos tiene una correlación cercana a cero, por lo que la introducción simultánea de ambas en las estimaciones no presenta problemas.

3.3.4 Estructura de propiedad

El cuadro 9 muestra diferentes variables que intentan capturar la estructura de propiedad de la muestra de empresas. Las variables incluidas son el porcentaje total de acciones (tanto con tenencia directa como indirecta) del primer accionista (*1er_acc%*), el porcentaje total de los tres y cinco mayores accionistas (*top3_acc%* y *top5_acc%*), el porcentaje de empresas controladas (*%controladas*) y, para la submuestra de empresas controladas, el porcentaje total de acciones en manos del accionista de control (*%acc_control*). Estas variables deberían estar negativamente relacionadas con la remuneración total, ya que la presencia de grandes accionistas capaces de ejercer una supervisión activa sobre los administradores reduce el problema de agencia en la empresa, hace menos necesario el uso de remuneración variable y limita el poder de los ejecutivos.

El cuadro muestra claramente que la propiedad está significativamente concentrada y, de media, los 5 primeros accionistas controlan la sociedad. Hay más de un 20 % de empresas controladas, en las cuales el primer accionista tiene de media un 58 %. Además, estos porcentajes se mantienen muy estables a lo largo del periodo.

Estructura de propiedad de las empresas de la muestra

CUADRO 9

	Obs	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Medias anuales				
						2013	2014	2015	2016	2017
<i>1er_acc%</i>	578	30,21	21,96	6	98,93	30,69	30,41	29,78	30,28	29,96
<i>top3_acc%</i>	578	45,54	23,23	8	100,00	47,43	45,93	45,62	45,14	43,78
<i>top5_acc%</i>	578	52,06	23,33	10	100,00	55,12	53,26	52,83	50,86	48,60
<i>% controladas</i>	578	28,37	45,12	0	100,00	29,63	28,95	26,50	27,73	29,17
<i>% acc_control</i>	152	58,68	18,03	0	98,93	57,39	61,75	57,46	59,97	56,75

Además de medir el porcentaje de acciones del primer accionista, es importante determinar quién es este accionista, ya que esto puede influir en su capacidad o incentivos para resolver el problema de agencia. Las familias presentan dos características destacadas cuando son el primer accionista de una empresa. En primer lugar, están libres de problemas de agencia propios. Esto es así porque la familia invierte y administra su propio capital, mientras que en caso de que el primer accionista fuese otra empresa, un fondo de inversión o una entidad pública, hay necesariamente un segundo nivel de agencia: la empresa, el fondo o la entidad pública son, a su vez, administrados por agentes de los accionistas, inversores o contribuyentes que recibirán los beneficios de la empresa participada. En segundo lugar, para mantener una participación significativa deben renunciar a la diversificación de su cartera de inversión. Ambas características implican que se pueda esperar que las familias sean las que más inviertan en supervisión de los directivos y reduzcan el problema de agencia. En el cuadro 10 se identifica quién es el primer accionista, que en más de

un 33 % de los casos en la muestra corresponde a un individuo o familia, seguido de empresas. Con porcentajes más reducidos se encuentran bancos, fondos de inversión y compañías financieras y de seguros. Es marginal la presencia de entidades públicas como primer accionista. Aunque estos porcentajes fluctúan a lo largo del tiempo, no se identifica ninguna tendencia clara.

Porcentaje de empresas según el tipo del primer accionista

CUADRO 10

	2013-2017	2013	2014	2015	2016	2017
Familia	33,69	33,65	23,64	32,74	36,44	41,18
Empresa	27,13	23,08	31,82	26,55	29,66	24,37
Banco	16,13	20,19	18,18	17,70	11,86	13,45
Fondo de inversión	10,11	6,73	10,91	10,61	12,71	9,24
Emp. financiera o com. seguros	8,51	9,61	9,09	8,84	7,63	7,56
Autoridad pública	4,08	6,73	5,45	3,54	1,69	3,36
Otros	0,36	0,00	0,91	0,00	0,00	0,84
Observaciones	564	104	110	113	118	119

El cuadro 11 es la tabla de correlaciones entre las variables de estructura de la propiedad, y se ve claramente que todas las variables que capturan la estructura de propiedad presentan correlaciones muy altas y significativas entre sí. Por eso, para evitar problemas de colinealidad, no deben incluirse simultáneamente en las estimaciones multivariantes y, en las regresiones, se resumirá la estructura de propiedad utilizando el porcentaje de propiedad del primer accionista (*1er_acc%*) y una variable indicativa (*familia*), que indica si el primer accionista es una familia o no.

Correlaciones entre variables de estructura de la propiedad

CUADRO 11

	<i>1er_acc%</i>	<i>top3_acc%</i>	<i>top5_acc%</i>	<i>% controladas</i>	<i>% acc_control</i>
<i>1er_acc%</i>	1				
<i>top3_acc%</i>	0,8802*** (0,000)	1			
<i>top5_acc%</i>	0,7823*** (0,000)	0,9712*** (0,000)	1		
<i>% controladas</i>	0,8308*** (0,000)	0,6732*** (0,000)	0,5609*** (0,000)	1	
<i>% acc_control</i>	0,6035*** (0,000)	0,4015*** (0,000)	0,3556*** (0,000)	0,9415*** (0,000)	1

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

3.3.5 Características de los consejos de administración

El cuadro 12 recoge cuatro grupos de variables que intentan capturar las características importantes del consejo en la determinación de la remuneración.

El primer grupo se refiere a la estructura básica del consejo e incluye el número de consejeros (*num_consejeros*), el número de reuniones del consejo durante el año (*num_reuniones*) y la composición en ratios de tipo de consejero (*r_ejecutivos*, *r_dominicales*, *r_independientes*, *r_otros*). Las literaturas teórica y empírica están de acuerdo en que los consejos muy grandes resultan poco efectivos. Por lo tanto, se esperaría que, a partir de un determinado umbral, un mayor número de consejeros entorpezca la labor de supervisión del consejo, aumente el poder de los ejecutivos y dé lugar a mayores remuneraciones para estos. Por el contrario, un mayor número de reuniones indicaría un esfuerzo de supervisión más intenso y, aunque no hay un consenso claro en la literatura empírica, teóricamente se esperaría que un consejo con un alto porcentaje de independientes de alta reputación ejerza una mayor supervisión y reduzca el montante total de la remuneración.

El segundo grupo incluye variables adicionales que reflejan la calidad del consejo. Se introduce: i) la antigüedad media del consejero (*media_antigüedad*); ii) la ratio de los consejeros que son compartidos con otras empresas (*r_interlocked*) —los llamados *interlocked directors*—, que aparecen cuando dos empresas comparten y se intercambian consejeros, entrando un consejero de cada una de las empresas en el consejo de la otra, pudiendo llegar a compartirse consejeros con varias empresas diferentes; iii) la ratio de consejeros que están en más de un consejo (*r_busy*), y iv) la ratio de consejeros que están en alguna empresa del grupo, además de servir en la sociedad cotizada (*r_cons_grupo*). En general se espera que valores altos de todas estas variables tiendan a aumentar la influencia de los ejecutivos sobre el consejo y dificultar su labor de supervisión, lo que permitiría a los ejecutivos obtener una mayor remuneración.

El tercer grupo de variables refleja de manera más directa la influencia de los ejecutivos sobre el consejo, midiendo fuentes alternativas de compensación que los ejecutivos obtienen de la empresa y distintos a su remuneración. Se incluyen aquí dos variables indicativas de la realización de operaciones vinculadas entre la empresa y los ejecutivos (*op_vin_ejecutivos*) y la existencia de blindajes frente a posibles adquisiciones hostiles, que implicarían una compensación adicional para los ejecutivos (*blindajes*).

El cuarto y último grupo incluye variables relativas a la comisión encargada de la remuneración. En la mayoría de las sociedades de la muestra, la comisión de nombramientos y retribuciones tiene el cometido de establecer la remuneración, pero un 8 % de las empresas cuenta con una comisión específica de remuneración y parece que es una tendencia al alza, en consonancia con las indicaciones del Código de buen gobierno, que recomienda a las empresas de mayor capitalización la existencia de dos comisiones separadas: una para atender a los nombramientos y otra a las remuneraciones. Por ello, se cuenta con una variable indicativa que señala si existe o no la comisión específica de remuneraciones (*com_remuneración*). Además, sea cual sea la comisión responsable, se mide el número de miembros (*num_consejeros_com_ryn*), la frecuencia de sus reuniones (*num_reuniones_com_ryn*) y su composición (*r_ejec_cryn*, *r_dom_y_otros_cryn*, *r_indep_cryn*).

La descripción de las variables se completa con el cuadro 13, que muestra las correlaciones entre todas estas variables que, aunque en muchos casos son significativas, no presentan valores tan altos que puedan causar un problema de colinealidad en las estimaciones.

	Obs.	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Medias anuales				
						2013	2014	2015	2016	2017
<i>num_consejeros</i>	578	10,29	3,61	3	21	10,84	10,21	10,24	10,18	10,03
<i>num_reuniones</i>	578	10,65	4,19	1	42	10,28	10,58	10,87	10,62	10,84
<i>r_ejecutivos</i>	578	0,17	0,11	0	0,67	0,18	0,17	0,16	0,16	0,17
<i>r_dominicales</i>	578	0,35	0,22	0	0,90	0,39	0,37	0,34	0,33	0,31
<i>r_independientes</i>	578	0,41	0,17	0	1	0,37	0,39	0,42	0,44	0,44
<i>r_otros</i>	578	0,07	0,10	0	0,7	0,06	0,07	0,07	0,07	0,08
<i>media_antigüedad</i>	578	6,59	3,95	0	20,5	7,94	6,67	6,11	6,14	6,21
<i>r_interlocked</i>	578	0	0,14	0	1,09	0,09	0,04	0,07	0,06	0,07
<i>r_busy</i>	578	0	0,19	0	0,73	0,21	0,21	0,23	0,25	0,24
<i>r_cons_grupo</i>	578	0,22	0,21	0	1	0,24	0,22	0,21	0,22	0,22
<i>op_vin_ejecutivos</i>	578	0,39	0,49	0	1	0,40	0,37	0,43	0,39	0,36
<i>blindajes</i>	578	0,74	0,44	0	1	0,66	0,66	0,77	0,80	0,78
<i>com_remuneración</i>	578	0,08	0,27	0	1	0,02	0,05	0,11	0,10	0,10
<i>num_consejeros_com_ryn</i>	578	3,63	1,32	0	10	3,52	3,50	3,68	3,72	3,69
<i>num_reuniones_com_ryn</i>	578	5,22	3,88	0	28	4,86	4,89	5,22	5,38	5,71
<i>r_ejec_cryn</i>	550	0,02	0,08	0	0,67	0,05	0,03	0,00	0,01	0,00
<i>r_dom_y_otros_cryn</i>	550	0,34	0,23	0	1	0,38	0,35	0,33	0,33	0,32
<i>r_indep_cryn</i>	550	0,64	0,23	0	1	0,57	0,62	0,67	0,67	0,68
Observaciones						108	114	117	119	120

Correlaciones entre características de los consejos

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)			
(1) num_consejeros	1																				
(2) num_reuniones	0,1082** (0,0093)	1																			
(3) r_ejecutivos	-0,1306** (0,0016)	-0,1429** (0,0006)	1																		
(4) r_dominicales	0,2311*** (0,000)	-0,0111 (0,7896)	-0,4742** (0,000)	1																	
(5) r_independientes	-0,1675*** (0,0001)	0,1182** (0,0044)	-0,0844** (0,0424)	-0,7065*** (0,000)	1																
(6) r_otros	-0,0636 (0,1268)	-0,0147 (0,7238)	0,0263 (0,5278)	-0,41*** (0,000)	-0,0861** (0,0386)	1															
(7) media_antiguedad	0,1197** (0,0039)	-0,2164*** (0,000)	0,1175** (0,0047)	0,0451 (0,2791)	-0,2327*** (0,000)	0,1651*** (0,000)	1														
(8) r_interlocked	0,2692*** (0,000)	0,044 (0,2905)	-0,0707* (0,0895)	0,1368*** (0,001)	-0,0479 (0,2504)	-0,1326** (0,0014)	-0,0609 (0,1435)	1													
(9) r_busy	0,3359*** (0,000)	0,0959** (0,0211)	-0,1914*** (0,000)	-0,077* (0,0644)	0,225*** (0,000)	0,0004 (0,9925)	-0,0863** (0,038)	0,4535*** (0,000)	1												
(10) r_cons_grupo	0,1292** (0,0019)	-0,042 (0,3139)	0,4026*** (0,000)	-0,0486 (0,2429)	-0,2433*** (0,000)	0,0608 (0,1444)	0,2429*** (0,000)	-0,0785* (0,0593)	-0,1159** (0,0053)	1											
(11) op_vin_ejecutivos	-0,0129 (0,7566)	-0,0242 (0,5614)	0,0953** (0,0219)	0,0614 (0,1404)	-0,1042** (0,0122)	-0,0633 (0,1283)	-0,031 (0,4573)	-0,0532 (0,2011)	-0,1801*** (0,000)	0,0312 (0,4535)	1										
(12) blindajes	0,2476*** (0,000)	0,2094*** (0,000)	-0,1133** (0,0064)	0,0152 (0,7159)	0,0761* (0,0675)	-0,0333 (0,4248)	-0,0901** (0,0303)	0,1761*** (0,000)	0,2429*** (0,000)	-0,1194** (0,0041)	-0,0137 (0,7418)	1									
(13) com_remuneracion	0,2543*** (0,000)	0,1849*** (0,000)	0,0446 (0,2844)	-0,2286*** (0,000)	0,2308*** (0,000)	0,0484 (0,2454)	-0,0233 (0,5757)	0,0907** (0,0292)	0,208*** (0,000)	-0,0604 (0,1469)	0,0865** (0,0026)	0,1251** (0,0376)	1								
(14) num_consejeros_com_ryn	0,474*** (0,000)	0,111** (0,0076)	-0,1309** (0,0016)	0,1117** (0,0072)	-0,0082 (0,844)	-0,0775* (0,0627)	0,061 (0,1432)	0,1984*** (0,000)	0,2807*** (0,000)	0,0745* (0,0734)	-0,0332 (0,4257)	0,2321*** (0,000)	0,1415*** (0,0006)	1							
(15) num_reuniones_com_ryn	0,4141*** (0,000)	0,4564*** (0,000)	-0,0824** (0,0477)	-0,0191 (0,6472)	0,1422*** (0,0006)	-0,1074** (0,0098)	-0,1093** (0,0086)	0,171*** (0,000)	0,2764*** (0,000)	0,0564 (0,1758)	-0,1382*** (0,0009)	0,273*** (0,000)	0,3044*** (0,000)	0,3686*** (0,000)	1						
(16) r_ejec_cryn	-0,1116** (0,0088)	-0,0919** (0,0312)	0,3931*** (0,000)	-0,1478*** (0,0005)	-0,1136** (0,0076)	0,0822* (0,0539)	0,0483 (0,2583)	-0,0902** (0,0345)	-0,185*** (0,000)	-0,0034 (0,0001)	-0,2113*** (0,9566)	-0,062 (0,000)	-0,0288 (0,1462)	-0,0965** (0,5004)	0,0224 (0,000)	-0,1152** (0,000)	0,0068 (0,6001)	1			
(17) r_dom_y_otros_cryn	0,2311*** (0,000)	0,0648 (0,129)	-0,2661*** (0,000)	0,5913*** (0,000)	-0,6094*** (0,000)	0,0457 (0,2844)	0,0749* (0,0791)	0,1421*** (0,0008)	-0,0463 (0,2788)	0,0672 (0,1152)	0,1057** (0,0131)	0,3232*** (0,000)	0,0224 (0,6001)	-0,0965** (0,5004)	0,0224 (0,000)	-0,1152** (0,000)	0,0068 (0,6001)	0,0112 (0,1112)	-0,2304*** (0,000)	-0,9401*** (0,000)	1
(18) r_indep_cryn	-0,1881*** (0,000)	-0,032 (0,4545)	0,1258** (0,0031)	-0,5286*** (0,000)	0,636*** (0,000)	-0,0730* (0,0871)	-0,09** (0,0349)	-0,1083** (0,0111)	0,1088** (0,0106)	-0,1237** (0,0037)	-0,023 (0,5906)	-0,031 (0,468)	0,1414*** (0,0009)	-0,3067*** (0,000)	0,0112 (0,7934)	-0,2304*** (0,000)	-0,9401*** (0,000)	1			

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

4 Resultados de la estimación

En esta sección se exponen los resultados de las regresiones explicativas de los determinantes de la remuneración de los consejeros en España. En consonancia con la metodología presentada en la sección anterior, los resultados se muestran secuencialmente. Se introducen primero únicamente las variables que serían significativas en un contexto de contratación óptima, para después añadir las características de estructura de la propiedad y de gobierno corporativo, que son importantes en entornos de negociación imperfecta en los que no es posible resolver totalmente el problema de agencia con la remuneración pactada y, por lo tanto, los accionistas significativos y la estructura del consejo pueden influir en la resolución de dichos problemas y en la determinación de la remuneración. En cada epígrafe se analizan por separado los determinantes de los diferentes componentes de la remuneración (remuneración fija, porcentaje de remuneración variable y porcentaje de remuneración en acciones y opciones), tanto en relación con los primeros ejecutivos como con el resto de miembros del consejo de administración.

4.1 Relación entre la remuneración y las características propias de la empresa y el consejero

Los cuadros 14 y 15 muestran respectivamente los coeficientes de correlación de las diferentes variables de remuneración con las características de la empresa (cuadro 14) y del ejecutivo (cuadro 15).

Correlaciones entre variables económicas y remuneración

CUADRO 14

	<i>rem_total</i>	<i>rem_fija</i>	<i>rem_variable</i>	<i>rem_variable%</i>	<i>rem_mercado%</i>
<i>activo</i>	0,1658*** (0,000)	0,1515*** (0,000)	0,1014*** (0,000)	-0,0674*** (0,000)	0,082*** (0,000)
<i>endeudamiento (%)</i>	0,0338** (0,0072)	0,0353** (0,005)	0,0155 (0,2178)	-0,0855*** (0,000)	0,0342** (0,0085)
<i>op_inversion</i>	-0,0336** (0,0078)	-0,0397** (0,0016)	-0,0089 (0,482)	0,1116*** (0,000)	-0,0068 (0,6023)
<i>ROA (%)</i>	0,0043 (0,7342)	-0,0073 (0,5613)	0,017 (0,1763)	0,1404*** (0,000)	0,015 (0,2481)
<i>RM (%)</i>	-0,0234* (0,0621)	-0,0243* (0,0526)	-0,0105 (0,4007)	0,0523*** (0,0001)	-0,0121 (0,3482)
<i>deROA</i>	-0,0602*** (0,000)	-0,0531*** (0,000)	-0,0392** (0,0018)	-0,0675*** (0,000)	-0,0443*** (0,0006)
<i>deRM</i>	-0,0306** (0,0143)	-0,0287** (0,0219)	-0,0178 (0,1538)	-0,0377** (0,0035)	-0,0231* (0,0734)
<i>índice de liquidez</i>	0,0554*** (0,000)	0,0623*** (0,000)	0,0189 (0,1307)	-0,0463*** (0,0003)	0,1013*** (0,000)

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

	<i>rem_total</i>	<i>rem_fija</i>	<i>rem_variable</i>	<i>rem_variable%</i>	<i>rem_mercado%</i>
<i>antigüedad</i>	0,0854*** (0,000)	0,076*** (0,000)	0,0547*** (0,000)	0,1773*** (0,000)	0,016 (-0,2183)
<i>num_consejos</i>	-0,003 (-0,828)	0,007 (-0,5637)	-0,014 (-0,2587)	-0,0801*** (0,000)	-0,031 (-0,0175)

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

En este análisis univariante se observan correlaciones significativas entre las variables explicativas y las variables de remuneración. En concreto, tanto el tamaño como el endeudamiento y las oportunidades de inversión, la variabilidad de la rentabilidad, la liquidez de la empresa y la antigüedad del consejero en el cargo están correlacionadas con el importe de la remuneración, así como con la proporción de remuneración variable. Es interesante también el hecho de que la remuneración variable y la fija parecen relacionarse de la misma manera con las variables explicativas, mientras que para la remuneración variable algunos signos de coeficientes significativos, como el del tamaño, son contrarios a los que se observan para la remuneración total y fija. Ciertos coeficientes de correlación presentan el signo esperado. Así, por ejemplo, tanto el tamaño como la antigüedad están positivamente correlacionados con la remuneración fija y variable; el nivel de riesgo (medido con las variables *de_ROA* y *de_RM*) está negativamente relacionado tanto con la remuneración total como con el porcentaje de remuneración variable, y la rentabilidad (medida con las variables *ROA* y *RM*) está positivamente relacionada con el porcentaje de remuneración variable. Sin embargo, otros coeficientes presentan el signo contrario al que predice la teoría. En concreto, las oportunidades de crecimiento muestran una clara correlación negativa con la remuneración, cuando la teoría indicaría que la mayor complejidad de la labor de los ejecutivos en entornos de crecimiento exigiría una compensación más elevada. Se puede interpretar este caso concreto como un ejemplo claro de las limitaciones del análisis univariante. En la medida en que las oportunidades de crecimiento están negativamente correlacionadas con el tamaño de la empresa, la correlación entre la remuneración y las oportunidades de crecimiento es negativa porque está reflejando el efecto del tamaño, que se ignora al calcular la correlación directa y aislada entre remuneración y oportunidades de crecimiento. Este mismo problema, aplicado a variables diferentes, podría estar sesgando otros coeficientes y haciéndolos no significativos.

Se pasa ahora a realizar un análisis multivariante según la metodología ya discutida en la sección anterior. Para cada variable de remuneración de los primeros ejecutivos se realizan tres regresiones alternativas: intragrupos o de efectos fijos (EF), mínimos cuadrados generalizados o de efectos aleatorios (EA) y mínimos cuadrados ordinarios con errores robustos (MCO). A continuación, se realiza un test de Hausman de igualdad de coeficientes entre la estimación EF y la EA y entre la EF y la MCO. Cuando el test de Hausman no rechace la igualdad de coeficientes, se atiende a la regresión EA o MCO, ya que resulta más eficiente. Cuando se rechace la igualdad de coeficientes, se escoge la regresión EF, por ser la única con valores no sesgados de los coeficientes. Aunque en el texto principal solo se presenta la regresión más eficiente, en los cuadros A3, A4 y A5 del apéndice se muestran todas estas estimaciones y los resultados del test de Hausman, que dirige la atención específicamente a una de ellas. En el caso del resto de consejeros solo se realiza la regresión EF, ya que el número de

observaciones elevado garantiza una alta eficiencia de esta estimación. Las variables dependientes incluyen el importe de la remuneración fija, el porcentaje que la remuneración variable supone sobre el total y el porcentaje que representa la remuneración de mercado (importe de las acciones y opciones sobre acciones recibidas durante el ejercicio). Los resultados del análisis para la variable de remuneración total quedan relegados a los cuadros A6 y A7 del apéndice, ya que, como anticipaba el análisis univariante, resultan muy similares a los de la remuneración fija.

Relación entre la remuneración y las características propias de la empresa y el consejero

CUADRO 16

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>rem_fija</i>		<i>rem_variable%</i>		<i>rem_mercado%</i>	
	EA Primer ejec.	EF Consejeros	EA Primer ejec.	EF Consejeros	EA Primer ejec.	EF Consejeros
<i>activo</i>	0,2937*** (0,0221)	0,2380*** (0,0415)	3,0077*** (0,6609)	-0,9911 (0,9050)	1,2793*** (0,2324)	1,1227*** (0,3361)
<i>endeudamiento</i>	-0,0022* (0,0012)	-0,0017* (0,0009)	-0,0282 (0,0474)	-0,1070*** (0,0196)	-0,0428** (0,0202)	-0,0158** (0,0073)
<i>op_inversion</i>	0,0848** (0,0421)	0,1483*** (0,0321)	3,7286** (1,4539)	1,7113** (0,7005)	0,9322* (0,5540)	0,5660** (0,2602)
<i>ROA</i>	0,0007 (0,0022)	-0,0021* (0,0012)	0,2853*** (0,0968)	0,0419 (0,0269)	-0,0422 (0,0480)	-0,0192* (0,0100)
<i>RM</i>	-0,0602* (0,0340)	-0,1002*** (0,0190)	2,5285* (1,4706)	-0,045 (0,4138)	-0,1504 (0,7467)	-0,1524 (0,1537)
<i>deROA</i>	-0,0093** (0,0041)	0,0070** (0,0028)	-0,134 (0,1561)	-0,3090*** (0,0605)	0,0315 (0,0655)	-0,0279 (0,0225)
<i>deRM</i>	0,7208*** (0,2697)	-0,2554 (0,1650)	-40,0207*** (11,5714)	6,4351* (3,5957)	-4,5921 (5,6320)	3,0610** (1,3353)
<i>liquidez</i>	0,0003 (0,0002)	0,0001 (0,0001)	0,0126 (0,0082)	0,0095*** (0,0024)	0,0072* (0,0039)	0,0032*** (0,0009)
<i>dominical</i>	-0,8016*** (0,1205)	-0,1421*** (0,0216)	-13,8859*** (4,5818)	1,6008*** (0,4693)	0,3307 (1,8125)	0,214 (0,1743)
<i>ejecutivo</i>		1,5459*** (0,0365)		20,1490*** (0,7955)		2,8167*** (0,2954)
<i>antigüedad</i>	0,0094*** (0,0029)	0,0100*** (0,0015)	-0,1973* (0,1150)	0,0136 (0,0328)	-0,0464 (0,0482)	0,0164 (0,0122)
<i>num_consejos</i>	0,1190** (0,0509)	0,0635*** (0,0143)	-2,8838 (1,9986)	0,0497 (0,3115)	-1,5114* (0,8406)	-0,0227 (0,1157)
<i>constante</i>	1,8783*** (0,3420)	0,7773 (0,6528)	-8,1668 (10,2139)	23,4354* (14,2305)	-10,8734*** (3,5762)	-16,1824*** (5,2846)
Observaciones	631	5.137	631	5.149	631	5.149
R²	0,622	0,379	0,315	0,165	0,195	0,035
Núm. agrupaciones	173	1.438	173	1.440	173	1.440

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Analizando los resultados de las regresiones se concluye, en primer lugar, que tanto el tamaño como las oportunidades de crecimiento influyen positivamente no solo en la remuneración fija sino en el porcentaje de remuneración variable y de mercado

que reciben los consejeros, mientras que el endeudamiento los reduce. Esto es congruente con la idea de que la mayor complejidad de gestionar la empresa exige el pago de unas remuneraciones más altas pero, a su vez, las restricciones financieras limitan su importe. Es destacable que estos resultados se dan tanto para los primeros ejecutivos como para el resto de consejeros.

Se observa también que, en el caso de los primeros ejecutivos, una mayor rentabilidad, —medida tanto en términos contables (ROA) como en términos de rentabilidad de mercado (RM)— lleva a sustituir pago fijo por pago variable. Y el riesgo, medido en términos de desviación estándar de la rentabilidad de mercado, tiene el efecto contrario. Además, tal como se esperaría, la proporción de remuneración de mercado depende de la liquidez de las acciones. En general, todos estos resultados se observan en el caso de los primeros ejecutivos y de otros consejeros, pero son cuantitativamente más importantes para los primeros ejecutivos.

Por lo que respecta a las variables propias del directivo, se observa cómo los consejeros más antiguos y con más presencia en diferentes consejos tienen un mayor poder de negociación, que se refleja en una mayor remuneración fija y un menor porcentaje de remuneración variable. Analizando la remuneración según el tipo de consejero, lo primero que destaca es que, cuando el primer ejecutivo es un dominical que pertenece al grupo de control, su remuneración fija y el porcentaje de variable que recibe son menores, posiblemente porque, como se ve en el siguiente epígrafe, su participación en la propiedad suele ser muy elevada y supone unos incentivos muy importantes.

Estudiando el caso de los consejeros que no son primeros ejecutivos, la categoría omitida en las regresiones es la de los independientes y, tal como se anticipaba, los ejecutivos reciben una remuneración fija mucho mayor y un porcentaje de variable más elevado que los independientes. Los dominicales reciben una menor remuneración fija, que se explica por la mayor presencia en las diferentes comisiones que conforman el consejo de independientes, dados los requisitos de independencia que exigen muchas comisiones.

Para concluir esta sección, se puede decir que se confirma la hipótesis de que la remuneración de los consejeros (nivel y proporción de remuneración variable) depende fundamentalmente de las características propias de la empresa y del directivo. Además, observando el valor de los estadísticos R^2 de las regresiones, que indican qué parte de la variabilidad de la remuneración capturan las variables incluidas, parece claro que estas variables explican mejor el nivel de la remuneración (R^2 de 0,622 en la primera columna del cuadro 16) que su estructura (R^2 de 0,315 y 0,195 en la tercera y quinta columnas del cuadro 16 respectivamente) y explican mejor la remuneración de los primeros ejecutivos que la del resto de consejeros (los estadísticos R^2 son siempre mayores para los primeros ejecutivos). El hecho de que los valores de los estadísticos R^2 estén lejos del valor 1, también confirma que debe de haber otras variables que influyan en los problemas de agencia y en la determinación de la remuneración.

Por lo tanto, en los próximos epígrafes se añaden a las estimaciones variables de propiedad y de composición de los consejos que también resultan importantes para explicar la remuneración. Pero es relevante destacar que la inclusión de

nuevas variables no reduce la importancia de las variables propias de la empresa y del consejero, que mantienen sus signos y significatividad al añadir otro tipo de consideraciones.

4.2 Relación entre la remuneración y la estructura de propiedad, controlando por las características propias de la empresa y el consejero

Si se asume que los problemas contractuales conducen a que la remuneración sea una solución parcial al problema de agencia, se esperaría que la estructura de la propiedad y la calidad del gobierno corporativo fueran importantes para fijar la remuneración y controlar los conflictos de interés. En este epígrafe se introducen las variables de propiedad en el análisis y se esperaría que la mayor supervisión ejercida por los accionistas con participaciones significativas y, en particular, por las familias e individuos cuando ejercen como primer accionista, redujese el importe de la remuneración y el uso de remuneración variable. En el cuadro 17 se presentan las correlaciones entre estas variables de propiedad y las de remuneración.

Correlaciones entre variables de propiedad y remuneración

CUADRO 17

	<i>rem_total</i>	<i>rem_fija</i>	<i>rem_variable</i>	<i>rem_variable%</i>	<i>rem_mercado%</i>
<i>1er_acc%</i>	-0,046*** (0,0002)	-0,0489*** (0,0001)	-0,0193 (0,1228)	-0,0733*** (0,000)	-0,0607*** (0,000)
<i>familiar</i>	-0,011 (0,3785)	-0,0122 (0,3313)	-0,0041 (0,7458)	0,0316** (0,0144)	-0,0286** (0,0267)
<i>familiar_con_CEO_dominical</i>	-0,0624*** (0,000)	-0,0521*** (0,000)	-0,0445*** (0,0004)	-0,0368** (0,0044)	-0,0367** (0,0045)

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Estas correlaciones son muy claras y muestran que la mayor concentración de propiedad reduce tanto el importe de la remuneración fija como el porcentaje de remuneración variable y de mercado. Sin embargo, hay que interpretar prudentemente estos resultados univariantes, ya que se sabe que la concentración y el tipo del primer accionista pueden ir parejos al tamaño, lo que podría estar provocando estas correlaciones.

El análisis de regresión se muestra en el cuadro 18. Para analizar estos resultados es útil repasar las hipótesis desarrolladas en la sección 2 del artículo respecto a la estructura de la propiedad, que se resumían en que se espera que la remuneración se vea influida por: i) la concentración de la propiedad, ii) la naturaleza del primer accionista y iii) las situaciones en las que el socio de control es también el administrador.

Respecto a la primera de estas hipótesis se observa que, una vez controladas las características propias de cada empresa y consejero, la relación negativa entre concentración de propiedad y salario fijo persiste, pero los resultados para el porcentaje de remuneración variable dejan de ser claros, lo que evidencia un grado no perfecto de sustituibilidad entre los incentivos monetarios que pueden conseguirse en una negociación ideal y la supervisión directa por parte de los accionistas como mecanismos alternativos de control de los costes de agencia.

La segunda hipótesis se refiere a la naturaleza familiar o no del primer accionista. A la vista de los resultados para empresas controladas por familias o individuos, no se observa ninguna capacidad adicional de supervisión de los primeros ejecutivos ni diferencias en la remuneración de estos, una vez se tiene en cuenta el porcentaje de propiedad de la familia o del individuo. Sin embargo, se encuentra que en estas empresas se ofrecen menores salarios y menores proporciones de remuneración variable al resto de consejeros, posiblemente porque sus consejos tienen una mayor proporción de dominicales (que, como ya se vio en el epígrafe anterior, tienden a recibir menores incentivos monetarios).

Relación entre la remuneración y la estructura de propiedad

CUADRO 18

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>rem_fija</i>		<i>rem_variable%</i>		<i>rem_mercado%</i>	
	MCO Primer ejec.	EF Consejeros	EA Primer ejec.	EF Consejeros	EA Primer ejec.	EF Consejeros
<i>activo</i>	0,2957*** (0,0137)	0,2329*** (0,0414)	3,0126*** (0,6653)	-0,6519 (0,8986)	1,2661*** (0,2332)	1,1649*** (0,3362)
<i>endeudamiento</i>	-0,0022* (0,0013)	-0,0016* (0,0009)	-0,0267 (0,0476)	-0,1035*** (0,0195)	-0,0435** (0,0202)	-0,0157** (0,0073)
<i>op_inversion</i>	0,0996*** (0,0346)	0,1361*** (0,0322)	3,6587** (1,4744)	2,3145*** (0,6992)	1,0599* (0,5603)	0,6486** (0,2616)
<i>ROA</i>	-0,0023 (0,0036)	-0,0015 (0,0012)	0,2888*** (0,0973)	0,0233 (0,0268)	-0,0472 (0,0481)	-0,0219** (0,0100)
<i>RM</i>	-0,0301 (0,0578)	-0,0952*** (0,0190)	2,4293 (1,4846)	-0,2093 (0,4113)	-0,2682 (0,7542)	-0,1817 (0,1539)
<i>deROA</i>	-0,0028 (0,0042)	0,0055** (0,0028)	-0,141 (0,1570)	-0,2800*** (0,0605)	0,0417 (0,0661)	-0,0228 (0,0226)
<i>deRM</i>	0,3493 (0,4090)	-0,2468 (0,1647)	-40,0950*** (11,6350)	7,8470** (3,5716)	-3,6745 (5,6548)	3,1755** (1,3364)
<i>liquidez</i>	0,0004 (0,0003)	0,0001 (0,0001)	0,0121 (0,0084)	0,0105*** (0,0023)	0,0055 (0,0040)	0,0033*** (0,0009)
<i>dominical</i>	-1,5770*** (0,1341)	-0,1078*** (0,0241)	-13,6866** (5,5133)	1,5229*** (0,5209)	0,8908 (2,2107)	0,0928 (0,1949)
<i>ejecutivo</i>		1,5470*** (0,0364)		20,1641*** (0,7891)		2,8184*** (0,2952)
<i>antiguedad</i>	0,0109*** (0,0031)	0,0104*** (0,0015)	-0,2092* (0,1168)	0,016 (0,0326)	-0,0576 (0,0494)	0,0157 (0,0122)
<i>num_consejos</i>	0,1926*** (0,0533)	0,0627*** (0,0143)	-2,831 (2,0240)	0,0588 (0,3092)	-1,322 (0,8484)	-0,0176 (0,1157)
<i>p_1er_acc</i>	-0,0054*** (0,0013)	-0,0050*** (0,0012)	-0,02 (0,0564)	0,029 (0,0255)	-0,0365* (0,0215)	0,0106 (0,0095)
<i>familiar</i>	0,0341 (0,0602)	0,0781*** (0,0297)	1,1509 (1,9751)	-4,4543*** (0,6442)	-0,7835 (0,9027)	-0,6565*** (0,2411)
<i>familiar_dominical</i>	1,2264*** (0,2228)	-0,1239*** (0,0402)	-0,2546 (8,2357)	0,2713 (0,8716)	-0,8456 (3,5250)	0,4448 (0,3261)
<i>constante</i>	1,9810*** (0,2136)	0,9825 (0,6527)	-7,8706 (10,5154)	17,8623 (14,1575)	-9,4203*** (3,6548)	-17,0344*** (5,2974)
Observaciones	631	5.137	631	5.149	631	5.149
R²	0,669	0,384	0,317	0,179	0,214	0,037
Núm. agrupaciones		1.438	173	1.440	173	1.440

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Por último, respecto a la tercera hipótesis que se plantea sobre estructura de la propiedad y su relación con la remuneración, se observa que, cuando las empresas familiares tienen un primer ejecutivo que es miembro de la familia, su remuneración fija es mayor. Esto está en consonancia con los resultados de DeAngelo y DeAngelo (2000) para EE. UU. y de Cohen y Lauterbach (2008) para Israel, que encuentran también que las sociedades familiares utilizan la alta retribución como mecanismo de extracción de beneficios privados para la familia a costa de otros accionistas. Como se verá a continuación, todos estos resultados se mantienen cuando se controla por las características de gobierno corporativo de la empresa.

4.3 Relación entre la remuneración y las características del consejo, controlando por las características propias de la empresa, del consejero y de la propiedad

Se inicia la investigación sobre el impacto en la remuneración de la calidad de las variables de gobierno corporativo viendo en el cuadro 19 las correlaciones entre las variables de la remuneración y las variables que miden la calidad del gobierno de la empresa, reflejada en las características del consejo.

Se observa que muchas de estas correlaciones van en la línea de lo que predice la literatura, ya que los consejos más grandes, con mayores porcentajes de ejecutivos y con una antigüedad media más alta, y en los que una proporción más alta de consejeros tiene su atención dividida entre varios consejos parecen ser peores supervisores y muestran la persistencia de problemas de agencia más importantes, que se reflejarían en el pago de mayores salarios fijos y variables. Pero también se observan algunos resultados contradictorios, ya que, en contra de lo que se esperaría, los consejos que se reúnen más frecuentemente y los consejos con más independientes tienen niveles más elevados de remuneración fija. Sin embargo, esto puede deberse a que el número de reuniones y el porcentaje de independientes está positivamente correlacionado con el tamaño de la empresa, que es uno de los principales determinantes económicos de una alta remuneración, lo que indica la importancia de pasar al análisis multivariante.

Los resultados de las regresiones pueden verse en el cuadro 20. Se puede analizar este cuadro por grupos de variables y recordando las hipótesis sobre la remuneración que se plantearon respecto a la calidad del gobierno corporativo. La primera hipótesis planteaba el impacto de la estructura del consejo (en cuanto a su tamaño, frecuencia de sus reuniones e independencia) en el nivel y la estructura de la remuneración que reciben los consejeros. A este respecto, prestando atención al primer grupo de variables de calidad del gobierno corporativo, se observa primero que tener un consejo activo que se reúne con frecuencia y con un porcentaje alto de independientes reduce el importe de la remuneración que reciben los primeros ejecutivos sin afectar al porcentaje de la remuneración variable. En cambio, el tamaño del consejo, que en los resultados univariantes estaba muy correlacionado con todas las variables de remuneración, resulta ahora poco determinante y de hecho aumenta el porcentaje de remuneración variable y de mercado, posiblemente porque un mayor tamaño del consejo seguramente tiene que ver con una mayor complejidad en su gestión y este efecto no se controla plenamente con la inclusión de la variable de tamaño. Por último, la presencia de independientes también aumenta los

porcentajes de remuneración variable de consejeros que no son el primer ejecutivo, es posible que debido a un simple efecto de composición. A medida que aumenta el porcentaje de independientes tiende a reducirse más el de dominicales que el de ejecutivos, que son los consejeros no ejecutivos que suelen recibir remuneración variable.

Correlaciones entre características de los consejos y remuneración

CUADRO 19

	<i>rem_total</i>	<i>rem_fija</i>	<i>rem_variable</i>	<i>rem_variable%</i>	<i>rem_mercado%</i>
<i>num_consejeros</i>	0,1038*** (0,000)	0,0956*** (0,000)	0,0624*** (0,000)	-0,0057 (0,6617)	0,0105 (0,4153)
<i>num_reuniones</i>	0,0252** (0,0443)	0,0268** (0,0319)	0,0104 (0,4039)	-0,0869*** (0,000)	-0,0321** (0,013)
<i>r_ejecutivos</i>	0,0483*** (0,0001)	0,0395** (0,0016)	0,0355** (0,0045)	0,0823*** (0,000)	0,0242* (0,0615)
<i>r_dominicales</i>	-0,0691*** (0,000)	-0,0583*** (0,000)	-0,0486*** (0,0001)	-0,0378** (0,0035)	-0,1377*** (0,000)
<i>r_independientes</i>	0,0473*** (0,0002)	0,0373** (0,0028)	0,0364** (0,0036)	-0,0289** (0,0254)	0,1524*** (0,000)
<i>r_otros</i>	0,0214* (0,0875)	0,0237* (0,0586)	0,0078 (0,5346)	0,046*** (0,0004)	0,0213* (0,1)
<i>media_antigüedad</i>	0,0285** (0,0227)	0,0235* (0,0606)	0,0207* (0,0977)	0,1958*** (0,000)	-0,0397** (0,0021)
<i>r_interlocked</i>	0,018 (0,1497)	0,024* (0,0551)	0,0013 (0,9144)	-0,0626*** (0,000)	-0,0138 (0,2863)
<i>r_busy</i>	0,0659*** (0,000)	0,0573*** (0,000)	0,0441*** (0,0004)	-0,059*** (0,000)	0,1029*** (0,000)
<i>r_cons_grupo</i>	0,0202 (0,1072)	0,0233* (0,0624)	0,006 (0,6301)	0,031** (0,0166)	-0,0248* (0,0549)
<i>op_vin_ejecutivos</i>	-0,0238* (0,057)	-0,0208* (0,0972)	-0,0158 (0,2056)	0,0474*** (0,0002)	-0,0136 (0,2918)
<i>blindajes</i>	0,0233* (0,0624)	0,0287** (0,022)	0,0048 (0,7015)	-0,0321** (0,0128)	0,0743*** (0,000)
<i>com_remuneración</i>	0,1072*** (0,000)	0,1083*** (0,000)	0,0523*** (0,000)	-0,0217* (0,0931)	0,073*** (0,000)
<i>num_consejeros_com_ryn</i>	0,0668*** (0,000)	0,0628*** (0,000)	0,0386** (0,002)	-0,003 (0,8171)	-0,023* (0,0751)
<i>num_reuniones_com_ryn</i>	0,0814*** (0,000)	0,0866*** (0,000)	0,0342** (0,0063)	-0,0939*** (0,000)	0,0236* (0,0683)
<i>r_ejec_cryn</i>	-0,0142 (0,2661)	-0,0105 (0,41)	-0,0118 (0,3546)	0,0683*** (0,000)	-0,0288** (0,0292)
<i>r_dom_y_otros_cryn</i>	-0,0309** (0,0154)	-0,0097 (0,4453)	-0,0427*** (0,0008)	-0,0042 (0,7479)	-0,0791*** (0,000)
<i>r_indep_cryn</i>	0,0346** (0,0067)	0,0127 (0,3208)	0,0455*** (0,0004)	-0,0154 (0,2439)	0,086*** (0,000)

p-valores entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

La segunda hipótesis se refería a la potencial influencia de un segundo grupo de variables diferentes a la mera independencia pero relativas a la composición, que

incluyen la antigüedad media del consejo y los porcentajes de consejeros *busy*, *interlocked* y del grupo. En este sentido no se observan resultados claros, posiblemente porque de nuevo aquí no se logra controlar perfectamente la complejidad de la empresa con la variable de tamaño y la presencia de consejeros en otros consejos está muy correlacionada con dicha complejidad. Esto explicaría que las empresas con estos consejeros paguen un mayor porcentaje de remuneración variable a sus primeros ejecutivos. Por otra parte, es posible que el menor salario fijo para los primeros ejecutivos en empresas con más consejeros *interlocked* y del grupo refleje una situación de poder más igualada entre los primeros ejecutivos y estos consejeros más poderosos.

En el tercer grupo de variables se incluye la existencia de blindajes y operaciones vinculadas. Los resultados reflejan que los blindajes amplían el poder de negociación de los primeros ejecutivos y posiblemente amplifican el conflicto de agencia al permitirles aumentar su remuneración fija. Más difícil de explicar resulta la influencia negativa de estos blindajes en el porcentaje de remuneración variable que reciben otros consejeros.

En el último grupo de variables se encuentran las relativas a la comisión que fija la remuneración y a la existencia o no de una comisión específica dedicada únicamente a las remuneraciones, que permiten estudiar la última hipótesis en relación con el gobierno corporativo. El resultado más interesante que se encuentra aquí tiene que ver con la remuneración de mercado de los primeros ejecutivos, que, como es sabido, es clave en la alineación de los incentivos de los ejecutivos con los accionistas. Pues bien, se ve cómo la remuneración de mercado aumenta a medida que se incrementa el porcentaje de independientes en la comisión encargada de la remuneración y también cuando existe una comisión especializada en retribuciones. El tamaño y el número de reuniones de la comisión encargada de la remuneración parecen repercutir positivamente en la remuneración fija pagada, pero este resultado podría deberse a que estas comisiones tienden a tener más miembros y ser más activas en los consejos más grandes, que, a su vez, suelen ser los de las empresas más complejas y de mayor tamaño.

Analizando todos estos resultados en su conjunto, el mensaje más interesante del análisis sería que la presencia de independientes activos y bien organizados en consejos que se reúnen con frecuencia o comisiones encargadas de la remuneración parece llevar a niveles más moderados de remuneración y a un aumento de la remuneración de mercado. Esto indicaría que los independientes pueden ser un importante instrumento de reducción de los conflictos de agencia en la empresa.

Relación entre la remuneración y las características del consejo

CUADRO 20

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem_fija</i>		<i>Rem_variable%</i>		<i>Rem_mercado%</i>	
	EF Primer ejec.	EF Consejeros	EA Primer ejec.	EF Consejeros	EF Primer ejec.	EF Consejeros
<i>activo</i>	0,1635** (0,0744)	0,2008*** (0,0416)	1,5868* (0,9428)	-0,8057 (0,9453)	-0,0945 (1,8892)	1,4588*** (0,3511)
<i>endeudamiento</i>	-0,0004 (0,0016)	-0,0023*** (0,0009)	0,0052 (0,0523)	-0,0973*** (0,0204)	-0,016 (0,0404)	-0,0068 (0,0076)
<i>op_inversion</i>	0,0898 (0,0623)	0,0899*** (0,0347)	3,7067** (1,5847)	2,9640*** (0,7880)	1,3426 (1,5806)	0,9139*** (0,2927)
<i>ROA</i>	0,0018 (0,0025)	0,0002 (0,0013)	0,2552** (0,1068)	0,0445 (0,0294)	-0,061 (0,0625)	-0,0193* (0,0109)
<i>RM</i>	-0,0527 (0,0365)	-0,0798*** (0,0193)	2,4604 (1,5969)	-0,5919 (0,4373)	-0,7387 (0,9259)	-0,1936 (0,1624)
<i>deROA</i>	-0,008 (0,0053)	-0,004 (0,0031)	-0,121 (0,1676)	-0,3485*** (0,0693)	-0,0382 (0,1338)	-0,0301 (0,0257)
<i>deRM</i>	0,5539* (0,2863)	-0,1366 (0,1666)	-38,0155*** (12,5357)	11,5841*** (3,7851)	8,2109 (7,2674)	4,3687*** (1,4060)
<i>liquidez</i>	0,0002 (0,0002)	0,0001 (0,0001)	0,0096 (0,0087)	0,0107*** (0,0024)	0,0031 (0,0050)	0,0032*** (0,0009)
<i>dominical</i>	-0,7048*** (0,1591)	-0,1064*** (0,0240)	-13,0954** (5,7468)	1,4545*** (0,5428)	5,4737 (4,0389)	0,119 (0,2016)
<i>ejecutivo</i>		1,5900*** (0,0357)		21,5982*** (0,8107)		3,0430*** (0,3011)
<i>antiguedad</i>	0,0084** (0,0033)	0,0132*** (0,0015)	-0,1054 (0,1319)	0,0194 (0,0343)	-0,1146 (0,0844)	0,0131 (0,0127)
<i>num_consejos</i>	0,1193** (0,0571)	0,0533*** (0,0138)	-4,5647** (2,1096)	0,0411 (0,3128)	0,8427 (1,4486)	-0,0552 (0,1162)
<i>p_1er_acc</i>	-0,0067*** (0,0021)	-0,0030** (0,0012)	0,0071 (0,0597)	0,0704*** (0,0268)	0,0917* (0,0532)	0,0128 (0,0099)
<i>familiar</i>	0,0445 (0,0493)	0,0949*** (0,0291)	1,5312 (2,0416)	-4,7563*** (0,6599)	-3,0071** (1,2508)	-0,7352*** (0,2451)
<i>familiar_dominical</i>	0,3956* (0,2152)	-0,1273*** (0,0387)	-1,2723 (8,4196)	0,3838 (0,8787)	-3,6931 (5,4640)	0,3914 (0,3264)
<i>n_consejeros</i>	-0,0099 (0,0164)	-0,0271*** (0,0083)	0,9594* (0,5125)	0,5561*** (0,1883)	0,9717** (0,4173)	0,0288 (0,0700)
<i>n_reuniones</i>	-0,0150** (0,0062)	0,0093*** (0,0032)	-0,3946 (0,2515)	-0,0358 (0,0723)	-0,1491 (0,1574)	-0,0391 (0,0268)
<i>p_independientes</i>	-0,6963*** (0,2358)	0,1659 (0,1237)	4,564 (9,2725)	9,3702*** (2,8099)	-5,9799 (5,9865)	2,9792*** (1,0437)
<i>m_antiguedad</i>	-0,0061 (0,0121)	-0,0093 (0,0061)	-0,4411 (0,3777)	0,0683 (0,1374)	-0,5509* (0,3063)	0,0782 (0,0510)
<i>p_interlocked</i>	-0,3288** (0,1525)	-0,0993 (0,0703)	-4,6106 (6,3792)	2,1275 (1,5960)	6,3279 (3,8713)	1,1746** (0,5928)
<i>p_busy_consejeros</i>	-0,234 (0,1901)	0,0786 (0,0960)	20,3724*** (6,9930)	-1,4218 (2,1795)	-1,5872 (4,8255)	-0,6241 (0,8096)
<i>p_cons_grupo</i>	-0,3929** (0,1728)	-0,0732 (0,0954)	-1,0333 (5,8323)	-1,4647 (2,1670)	4,2625 (4,3871)	1,3523* (0,8049)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>Rem_fija</i>		<i>Rem_variable%</i>		<i>Rem_mercado%</i>	
	EF Primer ejec.	EF Consejeros	EA Primer ejec.	EF Consejeros	EF Primer ejec.	EF Consejeros
<i>blindajes</i>	0,1034* (0,0619)	0,0562* (0,0313)	-1,6866 (2,4933)	-1,4526** (0,7052)	-0,8598 (1,5717)	0,4532* (0,2620)
<i>op_vin_ej</i>	-0,0912 (0,0602)	-0,0256 (0,0286)	-1,7893 (2,2118)	-3,5953*** (0,6462)	0,4928 (1,5287)	-0,2118 (0,2400)
<i>com_remun</i>	0,0593 (0,0796)	0,0588 (0,0379)	-1,8615 (3,3935)	-0,7655 (0,8610)	6,3242*** (2,0199)	-0,2009 (0,3198)
<i>n_reuniones_cryn</i>	0,0221*** (0,0066)	0,0061** (0,0031)	-0,1081 (0,2767)	-0,0664 (0,0702)	0,1014 (0,1666)	-0,0104 (0,0261)
<i>n_cryn</i>	0,0701*** (0,0269)	0,0179 (0,0120)	1,2594 (1,0621)	-0,4582* (0,2711)	0,9068 (0,6820)	-0,0196 (0,1007)
<i>p_indep_cryn</i>	0,2075 (0,1316)	-0,0227 (0,0642)	0,8847 (5,3589)	-1,6595 (1,4581)	7,6000** (3,3413)	-0,0139 (0,5416)
<i>constante</i>	4,1529*** (1,1579)	1,5851** (0,6616)	-0,6422 (12,3318)	14,008 (15,0301)	-10,2072 (29,3955)	-24,3909*** (5,5830)
Observaciones	602	4.945	602	4.957	602	4.957
R²	0	0	0	0	0	0
Núm. agrupaciones	169	1.411	169	1.413	169	1.413

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

5 Conclusiones

En este trabajo se ha realizado un exhaustivo estudio de los determinantes de la remuneración de los consejeros de las empresas cotizadas españolas, atendiendo tanto al nivel de la remuneración como a su composición.

Lo primero que queda patente al adentrarse en este problema y analizar la literatura teórica y empírica existente al respecto es la complejidad del tema abordado, ya que se ha identificado un abundante número de hipótesis teóricas difíciles de capturar empíricamente. Para abordar esta dificultad se ha construido una completa base de datos, recurriendo a muchas fuentes diferentes que permiten controlar un gran número de variables determinantes, que es importante incluir en el estudio para poder identificar y aislar el impacto de cada variable cuando todas ellas están correlacionadas entre sí.

De hecho, el mero análisis estadístico por separado de cada variable ya ha aportado importante información sobre factores que muchas veces se ignoran al analizar los conflictos de agencia. Así, por ejemplo, se ha visto la importancia de considerar todos los variados componentes de la remuneración, ya que hay importantes cantidades en conceptos tales como remuneración en especie o contribuciones a planes de pensiones que muchas veces son obviados. Y de igual manera se ha verificado la importancia que llega a tener en algunos casos la remuneración recibida no directamente de la empresa cotizada, sino de otras empresas del grupo. Igualmente, se han identificado problemas en la definición de los independientes, pues un número no

desdeñable de consejeros entran y salen de esta categoría desde o hacia otras a lo largo del periodo de estudio. Esto mismo hace que haya que ser cuidadoso al medir variables como la antigüedad de los consejeros.

En el análisis econométrico se ha tenido especial cuidado en controlar los problemas de endogeneidad pero, a pesar de ello, una limitación del estudio que debe tenerse en cuenta al valorar los resultados es que es imposible medir todas las variables que pueden influir en la remuneración y, en la medida en que se haya obviado alguna variable que se considere fundamental en la fijación de la remuneración, los resultados podrían estar sesgados.

A la vista de los resultados se puede decir que, como sería esperable y deseable, las variables económicas y financieras propias de la empresa y las características del consejero son claramente las más importantes a la hora de determinar el montante de la remuneración y su distribución en fijo y variable. Sin embargo, los resultados resultan mucho más claros para el montante de la remuneración que para los porcentajes de remuneración variable y de mercado. En este sentido se confirman los resultados de trabajos previos (Gómez, 2019) que encontraban que la remuneración variable y, especialmente la remuneración basada en acciones y opciones, es reducida en España y está lejos de los porcentajes de otros países.

La concentrada estructura de la propiedad de las empresas españolas tiene un claro impacto moderador de la remuneración de los primeros ejecutivos, que muestra la reducción de los problemas de agencia que se obtiene gracias a la supervisión directa de los accionistas. Sin embargo, en estos resultados se encuentra una pequeña sombra en el caso de empresas familiares gestionadas directamente por miembros de la propia familia. De media, estas empresas pagan a sus primeros ejecutivos sobrepagos en relación con lo que podría esperarse de las características de la empresa y del consejero.

Por último, pero de gran importancia e interés desde el punto de vista regulatorio, se observa que el nivel de actividad del consejo, su independencia y la presencia de independientes en la comisión encargada de fijar las remuneraciones tienen un impacto significativo en el control de los problemas de agencia y la fijación de niveles y estructuras de remuneración eficientes. Es destacable que este resultado se obtenga incluso teniendo en cuenta los problemas que se han identificado en la clasificación y motivación de los independientes. Por ello, el mensaje último que se puede destacar de todo el estudio es la conveniencia de reforzar la calidad y el papel de estos independientes en los consejos de nuestras empresas.

Referencias

Acharya, V., Gabbro, M. y Volpin, P. (2014). *Competition for Managers and Corporate Governance*. ECGI Finance Working Paper n.º 399/2014.

Adams, R. y Ferreira, D. (2007). «A Theory of Friendly Boards». *Journal of Finance*, Vol. 62, n.º 1, pp. 217-250.

- Adams, R. y Ferreira, D. (2008). «Do Directors Perform for Pay?». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 46, n.º 1, pp. 154-171.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2010). «The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey». *Journal of Economic Literature*, Vol. 48, n.º 1, pp. 58-107.
- Agrawal, A. y Knoeber, C. R. (1996). «Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 31, n.º 3, pp. 377-397.
- Aggarwal, R. K. y Samwick, A. A. (1999). «Executive Compensation, Strategic Competition, and Relative Performance Evaluation: Theory and Evidence». *The Journal of Finance*, Vol. 54, n.º 6, pp. 1999-2043.
- Baldenius, T., Melumad, H. y Meng, X. (2014). «Board composition and CEO power». *Journal of Financial Economics*, Vol. 112, n.º 1, pp. 53-68.
- Baysinger, B. D. y Butler, H. N. (1985). «Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition». *Journal of Law, Economics and Organizations*, Vol. 1, pp. 101-124.
- Barontini, R., y Bozzi, S. (2011). «Board Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies». *Journal of Management and Governance*, Vol. 15, n.º 1, pp. 59-84.
- Bebchuk, L. A., Fried, J. M. y Walker, D. I. (2002). «Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation». *University of Chicago Law Review*, Vol. 69, pp. 751-753.
- Bebchuk, L. A. y Fried, J. M. (2005). «Pay Without Performance: Overview of the Issues». *Journal of Corporation Law*, Vol. 30, n.º 4, pp. 647-673.
- Bertrand, M. y Mullainathan, S. (2000). «Agents With and Without Principals». *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 203-207.
- Bhagat, S. y Black, B. (2002). «The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance». *Journal of Corporation Law*, Vol. 27, pp. 231-274.
- Cheung, Y. L., Stouraitis, A. y Wong, A. (2005). «Ownership Concentration and Executive Compensation in Closely Held Firms: Evidence from Hong Kong». *Journal of Empirical Finance*, Vol. 12, pp. 511-528.
- Cohen, S. y Lauterbach, B. (2008). «Differences in Pay Between Owner and Non-Owner CEOs: Evidence from Israel». *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, n.º 1, pp. 4-15.
- Coles, J., Naveen, D. D. y Naveen, L. (2008). «Boards: Does One Size Fit All». *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, n.º 2, pp. 329-356.

- Core, J. E. (2000). «The Directors' and Officers' Insurance Premium: An Outside Assessment of the Quality of Corporate Governance». *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 16, n.º 2, pp. 449-477.
- Core, J. E., Holthausen, R. W. y Larcker, D. F. (1999). «Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance». *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, pp. 371-389.
- Crespi-Caldera, R. y Pascual-Fuster, B. (2015) «Executive Directors' Pay, Networks and Operating Performance: The Influence of Ownership Structure». *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol 34, pp. 175-203.
- Cronqvist, H. y Fahlenbrach, R. (2009). «Large Shareholders and Corporate Policies». *Review of Financial Studies*, Vol. 22, n.º 10, pp. 3941-3976.
- Cyert, R. M., Kang, S. H. y Kumar, P. (2002). «Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence». *Management Science*, Vol. 48, pp. 453-466.
- DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (2000). «Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: A Study of the Times Mirror Company». *Journal of Financial Economics*, Vol. 56, n.º 2, pp. 153-207.
- Devos, E., Prevost, A. y Puthenpurackal, J. (2009). «Are interlocked directors effective monitors?». *Financial Management*, Vol. 38, n.º 4, pp. 861-887.
- Dou, Y. (2017). «Leaving before bad times: Does the labor market penalize preemptive director resignations?». *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 63, n.º 2-3, pp. 161-178.
- Elston, J. A. y Goldberg, L. G. (2003). «Executive Compensation and Agency Costs in Germany». *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp. 1391-1407.
- Fahlenbrach, R. y Stulz, R. M. (2011). «Bank CEO Incentives and the Credit Crisis». *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, n.º 1, pp. 11-26.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., y Lel, U. (2014). «Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value?». *Journal of Financial Economics*, Vol. 113, n.º 3, pp. 404-426.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983). «Separation of ownership and control». *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- Fich, E. M. y Shivdasani, A. (2006). «Are Busy Boards Effective Monitors?». *Journal of Finance*, Vol. 61, n.º 2, pp. 689-724.
- Fich, E. M. y Shivdasani, A. (2007). «Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth». *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, pp. 306-336.

Fried, J. M., Kamar, E. y Yafeh, Y. (2020). «The Effect of Minority Veto Rights on Controller Pay Tunneling», *Journal of Financial Economics* (en prensa). Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3119426>

Frydman, C. y Jenter, D. (2010). «CEO Compensation». *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 75-102.

Gallego, F. y Larrain, B. (2012). «CEO Compensation and Large Shareholders: Evidence from Emerging Markets». *Journal of Comparative Economics*, Vol. 40, n.º 4, pp. 621-623.

Giannetti, M. (2011). Serial CEO incentives and the structure of managerial contracts». *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 20, n.º 4, pp. 633-662.

Gilson, R. J. y Gordon, J. N. (2003). «Controlling Shareholders». *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152, pp. 785-791.

Gómez, J. P. (2019). «Remuneración e incentivos de los consejeros ejecutivos en las empresas del Ibex 35 entre 2013 y 2017». *Boletín de la CNMV*, Trimestre I.

Gómez-Mejía, L. R., Larraza-Kintana, M. y Makri, M. (2003). «The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations». *Academy of Management Journal*, Vol. 46, n.º 2, 232-236.

Graham, J. R., Li, S. y Qiu, J. (2012). «Managerial Attributes and Executive Compensation». *Review of Financial Studies*, Vol. 25, n.º 1, pp. 144-186.

Grossman, S. y Hart, O. (1986). «The Costs and the Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration». *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 691-719.

Guo, L. y Masulis, R. W. (2015). «Board Structure and Monitoring: New evidence from CEO turnovers». *Review of Financial Studies*, Vol. 28, n.º 10, pp. 2770-2811.

Haid, A. y Yurtoglu, B. B. (2006). *Ownership Structure and Executive Compensation in Germany*. Documento de trabajo.

Hallock, K. (1997). «Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, pp. 331-344.

Hamdani, A. y Yafeh, Y. (2013). «Institutional Investors as Minority Shareholders», *Review of Finance*, Vol. 17, n.º 2, pp. 691-725.

Harris, M. y Artur Raviv, A. (2008). «A Theory of Board Control and Size». *Review of Financial Studies*, Vol. 21, n.º 4, pp. 1797-1832.

Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press.

Hart, O. y Moore, J. (1990). «Property Rights and the Nature of the Firm». *Journal of Political Economy*, Vol. 97, pp. 1119-1158.

- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (1998). «Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO». *American Economic Review*, Vol. 88, n.º 1, pp. 96-118.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (2003). «Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature». *Economic Policy Review*, Vol. 9, n.º abril, pp. 7-26.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. S. (1991). «The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance». *Financial Management*, Vol. 20, n.º 4.
- Holderiness, C. G. y Sheehan, D. P. (1988). «The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis». *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 317-346.
- Holmstrom, B. y Milgrom, P. (1987). «Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives». *Econometrica*, Vol. 55, n.º 2, pp. 303-328.
- Hwang, B. H. y Seoyoung, K. (2009) «It Pays To Have Friends». *The Journal of Financial Economics*, Vol. 93, pp. 138-155.
- Jensen, M. C. y Murphy, K. J. (2010). «CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How». *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, n.º 1, pp. 64-76.
- Jensen, M. C., Murphy, K. J. y Wruck, E. G. (2004). *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*. ECGI - Finance Working Paper n.º 44/2004. Disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=561305>.
- Jenter, D., Schimid, T. y Urban, D. (2018). *Does board size matter?* Documento de trabajo. Disponible en: http://danielurban.org/wp-content/uploads/2018/12/JSU_BS_2018-12-28.pdf
- Kastiel, K. (2015). «Executive Compensation in Controlled Companies». *Indiana Law Journal*, Vol. 90, n.º 1, pp. 131-174.
- Klein, A. (1998). «Firm performance and board committee structure». *The Journal of Law and Economics*, Vol. 41, pp. 275-303.
- Li, F. y Srinivasan, S. (2011). «Corporate Governance When Founders Are Directors». *The Journal of Financial Economics*, Vol. 102, n.º 2, pp. 454-469.
- McConaughy, D. L. (2000). «Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance». *Family Business Review*, Vol. 13, n.º 2, pp. 126-129.
- Mizruchi, M. S. y Schwartz, M. (1992). *Interorganizational relations: the structural analysis of business*. Cambridge University Press.
- Nguyen, B. y Nielsen, K. (2010). «The value of independent directors: Evidence from sudden deaths». *The Journal of Financial Economics*, Vol. 98, n.º 3, pp. 550-567.

- Nili, Y. (2016). «The 'New Insiders': Rethinking Independent Directors' Tenure». *Hastings Law Journal*, Vol. 68, pp. 97.
- Pagano, M. y Röell, A. (1998). «The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public». *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, n.º 1, pp. 187-225.
- Palia, D. (2001). «The Endogeneity of Managerial Compensation in Firm Valuation: A Solution». *The Review of Financial Studies*, Vo. 14, n.º 3, pp. 735-764.
- Raheja, C. (2005). «Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, n.º2, pp. 283-306.
- Rosen, S. (1982). «Authority, Control, and the Distribution of Earnings». *Bell Journal of Economics*, Vol. 13, n.º 2, pp. 311-323.
- Rosenstein, S. y Wyatt, J. (1997). «Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth». *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, n.º 2, pp. 229-250.
- Shivdasani, A. y Yermack, D. (1999). «CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis». *The Journal of Finance*, Vol. 104, n.º 5, pp. 1829-1853.
- Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1997). «A Survey of Corporate Governance». *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-745.
- Smith, C. W. y Watts, R. L., (1992). «The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies». *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 263-292.
- Velasco, J. (2004). «Structural Bias and the Need for Substantive Review». *Washington University Law Quarterly*, Vol. 82, n.º 1, pp. 858-860.
- White, H. (1980). «A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity», *Econometrica* 48, pp. 817-838.
- Yermack, D. (1996). «Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors». *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, n.º 2, pp. 185-212.
- Yermack, D. (2008). *Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors*. NYU Working Paper n.º S-CG-02-08. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295258

Apéndice

Número de observaciones por empresa y tipo de consejero en la muestra

CUADRO A.1

Empresa	Primer ejec.	Otros ejec.	Dom.	Indep.	Total
ABENGOA, S. A.	8	5	12	32	57
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS, S. A.	4		39	27	70
ACCIONA, S. A.	5	5	10	41	61
ACERINOX, S. A.	5		37	35	77
ACS, ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN Y SERVICIOS, S. A.	7	15	31	39	92
ADOLFO DOMÍNGUEZ, S. A.	3	1	5	6	15
ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S. A.	6		29	17	52
AEDAS HOMES, S. A.	1			5	6
AENA, S. A.	3	2	32	19	56
ALANTRA PARTNERS, S. A.	4		18	28	50
ALMIRALL, S. A.	5	3	19	26	53
ALZA REAL ESTATE, S. A.	4		3	13	20
AMADEUS IT HOLDING, S. A.	4		1	48	53
AMPER, S. A.	4		6	19	29
APPLUS SERVICES, S. A.	4		10	26	40
ATRESMEDIA CORPORACIÓN DE MEDIOS DE COMUNICACIÓN, S. A.	5	9	34	20	68
AUDAX RENOVABLES, S. A.	2				2
AXIARE PATRIMONIO, SOCIMI, S. A.	3		2	10	15
AYCO GRUPO INMOBILIARIO, S. A.	5	1	14	17	37
AZKOYEN, S. A.	5		21	27	53
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S. A.	10	5		61	76
BANCO DE SABADELL, S. A.	10	6	8	56	80
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S. A.	6	4	20	18	48
BANCO SANTANDER, S. A.	10	10	4	57	81
BANKIA, S. A.	10	5		41	56
BANKINTER, S. A.	9	1	10	31	51
BARÓN DE LEY, S. A.	6	11	3	18	38
BIOSEARCH, S. A.	5		13	18	36
BODEGAS BILBAINAS, S. A.	2	3		5	10
BODEGAS RIOJANAS, S. A.	5		28	19	52
CAIXABANK, S. A.	5	3	48	38	94
CARTERA INDUSTRIAL REA, S. A.	5		13	16	34
CELLNEX TELECOM, S. A.	3		19	16	38
CEMENTOS MOLINS, S. A.	6		48	17	71
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS, S. A.	3		24	5	32
CIE AUTOMOTIVE, S. A.	6	6	39	11	62
CLÍNICA BAVIERA, S. A.	5	5	8	14	32

Número de observaciones por empresa y tipo de consejero en la muestra (continuación)

CUADRO A.1

Empresa	Primer ejec.	Otros ejec.	Dom.	Indep.	Total
CODERE, S. A.	5	7	21	20	53
COMPAÑÍA DE DISTRIBUCIÓN INTEGRAL LOGISTA HOLDINGS, S. A.	2	2	9	8	21
COMPAÑÍA LOGÍSTICA DE HIDROCARBUROS CLH, S. A.	1		16	1	18
COMPAÑÍA VINÍCOLA DEL NORTE DE ESPAÑA, S. A.	1	1	4	1	7
CONSTRUCCIONES Y AUXILIAR DE FERROCARRILES, S. A.	7	3	6	37	53
CORPORACIÓN EMPRESARIAL DE MATERIALES DE CONSTRUCCIÓN, S. A.	8				8
CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S. A.	5	20	15	32	72
DEOLEO, S. A.	7	2	46	9	64
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S. A.	6	2	7	43	58
DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S. A.	4	4	9	8	25
DURO FELGUERA, S. A.	5	1	15	29	50
EBRO FOODS, S. A.	5	5	36	23	69
ECOLUMBER, S. A.	1	1	8	4	14
ELECNOR, S. A.	8		52	12	72
ENAGÁS, S. A.	10		13	42	65
ENCE ENERGÍA Y CELULOSA, S. A.	5		25	35	65
ENDESA, S. A.	9	1	18	22	50
ERCROS, S. A.	5			22	27
EUSKALTEL, S. A.	3	3	14	19	39
FAES FARMA, S. A.	5	1	20	21	47
FERROVIAL, S. A.	10		14	40	64
FERSA ENERGÍAS RENOVABLES, S. A.			30	14	44
FINANZAS E INVERSIONES VALENCIANAS, S. A.	5			16	21
FLUIDRA, S. A.	6		26	22	54
FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S. A.	6	7	51	19	83
FUNESPAÑA, S. A.	4	2	12	8	26
GAMESA CORPORACIÓN TECNOLÓGICA, S. A.	4	5	19	30	58
GAS NATURAL SDG, S. A.	9		57	39	105
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S. A.	5		21	15	41
GESTAMP AUTOMOCIÓN, S. A.	2		4	7	13
GLOBAL DOMINION ACCESS, S. A.	2	2	12	8	24
GRIFOLS, S. A.	5	11	4	47	67
GRUPO CATALANA OCCIDENTE, S. A.	5	15	54	9	83
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSÉ, S. A.	5	11	5	31	52
GRUPO EZENTIS, S. A.	9	4	9	29	51
HISPANIA ACTIVOS INMOBILIARIOS, SOCIMI, S. A.			7	25	32
IBERDROLA, S. A.	5	3	4	63	75
IBERPAPEL GESTIÓN, S. A.	5		5	30	40

Número de observaciones por empresa y tipo de consejero en la muestra (continuación)

CUADRO A.1

Empresa	Primer ejec.	Otros ejec.	Dom.	Indep.	Total
INDRA SISTEMAS, S. A.	6	9	18	39	72
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S. A.	5		16	27	48
INMOBILIARIA COLONIAL, SOCIMI, S. A.	10		28	20	58
INMOBILIARIA DEL SUR, S. A.	5		54	15	74
INTERNATIONAL CONSOLIDATED AIRLINES GROUP, S. A.	5	5		55	65
INVERFIATC, S. A.	2	2	9	6	19
INYPSA INFORMES Y PROYECTOS, S. A.	1		27	17	45
LABORATORIO REIG JOFRE, S. A.	5	3	9		17
LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ROVI, S. A.	5	11	4	14	34
LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S. A.			6	19	25
LIBERBANK, S. A.	5	3	36	30	74
LIBERTAS 7, S. A.	4	1	15	13	33
LINGOTES ESPECIALES, S. A.	10	2	15	22	49
LIWE ESPAÑOLA, S. A.	6	10	4	10	30
MAPFRE, S. A.	6	20	29	35	90
MÁSMÓVIL IBERCOM, S. A.	1		8	4	13
MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN, S. A.	5	9	30	28	72
MELIÁ HOTELS INTERNATIONAL S. A.	5	3	17	30	55
MERCADOS ESPAÑOLES, SDAD. HOLDING DE MDOS. Y STMAS. FIN., S. A.	5	7	12	38	62
MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S. A.	4	4	12	34	54
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL, S. A.	5	10	10	25	50
MONTEBALITO, S. A.	5	4	13	19	41
NATRA, S. A.	4	1	16	26	47
NATRACEUTICAL, S. A.				21	21
NATURHOUSE HEALTH, S. A.	3	6	3	11	23
NEINOR HOMES, S. A.	1		2	6	9
NH HOTEL GROUP, S. A.	5		30	30	65
NICOLÁS CORREA, S. A.	9		14	17	40
OBRASCÓN HUARTE LAIN, S. A.	7	3	30	29	69
ORYZON GENOMICS, S. A.	3	3	12	10	28
PARQUES REUNIDOS SERVICIOS CENTRALES, S. A.	1		5	3	9
PESCANOVA, S. A.			6	4	10
PHARMA MAR, S. A.	3	3	6	16	28
PRIM, S. A.	6	1		21	28
PROMOTORA DE INFORMACIONES, S. A.	5	8	24	54	91
PROSEGUR CASH, S. A.	2		3	4	9
PROSEGUR, COMPAÑÍA DE SEGURIDAD, S. A.	5	1	12	26	44
QUABIT INMOBILIARIA, S. A.	5		5	10	20

Número de observaciones por empresa y tipo de consejero en la muestra (continuación)

CUADRO A.1

Empresa	Primer ejec.	Otros ejec.	Dom.	Indep.	Total
REALIA BUSINESS, S. A.	12		22	10	44
RED ELÉCTRICA CORPORACIÓN, S. A.	6		18	39	63
RENTA 4 BANCO, S. A.	10	10	12	33	65
RENTA CORPORACIÓN REAL ESTATE, S. A.	10		9	23	42
REPSOL, S.A	5	5	27	50	87
SACYR, S. A.	5		45	24	74
SAETA YIELD, S. A.	2		9	8	19
SERVICE POINT SOLUTIONS, S. A.	4	2	6	12	24
SNIACE, S. A.	2		4	9	15
SOLARIA ENERGÍA Y MEDIOAMBIENTE, S. A.	5	4	6	9	24
SOTOGRADE, S. A.	3		8	9	20
TALGO, S. A.	6		7	25	38
TÉCNICAS REUNIDAS, S. A.	5	5	10	46	66
TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGÍA, S. A.	3	1	14	16	34
TELFÓNICA, S. A.	8	5	26	59	98
TELEPIZZA GROUP, S. A.	2		4	10	16
TUBACEX, S. A.	5		17	44	66
TUBOS REUNIDOS, S. A.	1	1	31	28	61
UNICAJA BANCO, S. A.	2	2	6	8	18
URALITA, S. A.		6	6	9	21
URBAR INGENIEROS, S. A.	4	5	5	6	20
URBAS GRUPO FINANCIERO, S. A.	5		2	19	26
VÉRTICE TRESCIENTOS SESENTA GRADOS, S. A.	4	2	2	24	32
VIDRALA, S. A.	5		22	25	52
VISCOFAN, S. A.	5	4	7	33	49
VOCENTO, S. A.	5		36	21	62
ZARDOYA OTIS, S. A.	3		16	8	27

Definición de los componentes de la remuneración de los consejeros incluidos en el análisis

CUADRO A.2

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Estimaciones alternativas de la relación entre la remuneración del primer ejecutivo y las características propias de la empresa y el consejero

CUADRO A.3

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.
	<i>remun_fija</i>			<i>remun_var%</i>			<i>remun_mercado%</i>		
<i>activo</i>	0,0703 (0,0691)	0,2937*** (0,0221)	0,2889*** (0,0141)	2,4736 (3,1944)	3,0077*** (0,6609)	3,3284*** (0,4573)	-0,0918 (1,7071)	1,2793*** (0,2324)	1,3595*** (0,1932)
<i>endeudamiento</i>	-0,0019 (0,0014)	-0,0022* (0,0012)	-0,0023* (0,0014)	0,0187 (0,0663)	-0,0282 (0,0474)	-0,0729 (0,0443)	-0,0415 (0,0354)	-0,0428** (0,0202)	-0,0447** (0,0187)
<i>op_inversion</i>	0,1342** (0,0556)	0,0848** (0,0421)	0,0714** (0,0354)	1,0341 (2,5709)	3,7286** (1,4539)	3,7009*** (1,1487)	0,7081 (1,3740)	0,9322* (0,5540)	0,9194* (0,4851)
<i>ROA</i>	0,0011 (0,0023)	0,0007 (0,0022)	-0,0006 (0,0037)	0,2368** (0,1065)	0,2853*** (0,0968)	0,3593*** (0,1191)	-0,0525 (0,0569)	-0,0422 (0,0480)	-0,0408 (0,0503)
<i>RM</i>	-0,0851** (0,0352)	-0,0602* (0,0340)	0,0077 (0,0592)	2,1307 (1,6284)	2,5285* (1,4706)	3,5760* (1,9197)	-0,9038 (0,8703)	-0,1504 (0,7467)	0,2764 (0,8107)
<i>deROA</i>	-0,0108** (0,0048)	-0,0093** (0,0041)	-0,0048 (0,0043)	-0,1245 (0,2207)	-0,134 (0,1561)	0,076 (0,1399)	-0,0963 (0,1180)	0,0315 (0,0655)	0,072 (0,0591)
<i>deRM</i>	0,6857** (0,2789)	0,7208*** (0,2697)	0,0665 (0,4213)	-32,3150** (12,8920)	-40,0207*** (11,5714)	-53,8105*** (13,6574)	2,8735 (6,8897)	-4,5921 (5,6320)	-8,7431 (5,7679)
<i>liquidez</i>	0,0001 (0,0002)	0,0003 (0,0002)	0,0009*** (0,0003)	0,0118 (0,0092)	0,0126 (0,0082)	0,0166* (0,0090)	0,0052 (0,0049)	0,0072* (0,0039)	0,0080** (0,0038)
<i>dominical</i>	-0,6231*** (0,1358)	-0,8016*** (0,1205)	-1,2014*** (0,1123)	-7,7364 (6,2748)	-13,8859*** (4,5818)	-20,0793*** (3,6411)	3,0899 (3,3534)	0,3307 (1,8125)	-0,3378 (1,5377)
<i>antiguedad</i>	0,0080** (0,0032)	0,0094*** (0,0029)	0,0143*** (0,0031)	-0,2662* (0,1490)	-0,1973* (0,1150)	-0,1253 (0,1020)	-0,1438* (0,0796)	-0,0464 (0,0482)	-0,0246 (0,0431)
<i>num_consejos</i>	0,1339** (0,0561)	0,1190** (0,0509)	0,1627*** (0,0547)	-2,0015 (2,5947)	-2,8838 (1,9986)	-4,9847*** (1,7721)	0,4112 (1,3866)	-1,5114* (0,8406)	-2,0781*** (0,7484)
<i>constante</i>	5,1841*** (1,0376)	1,8783*** (0,3420)	1,9444*** (0,2176)	-2,0315 (47,9571)	-8,1668 (10,2139)	-7,3403 (7,0558)	8,1431 (25,6290)	-10,8734*** (3,5762)	-11,2527*** (2,9799)
Observaciones	631	631	631	631	631	631	631	631	631
R²	0,094	0,622	0,642	0,043	0,315	0,272	0,018	0,195	0,122
Núm. agrupaciones	173	173		173	173		173	173	
Test de Hausman									
(p-valor)		0,1304	0,0231		0,2427	0,2085		0,1694	0,1487

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Estimaciones alternativas de la relación entre la remuneración del primer ejecutivo y estructura de propiedad

CUADRO A.4

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.
	<i>remun_fija</i>			<i>remun_var%</i>			<i>remun_mercado%</i>		
<i>activo</i>	0,0718 (0,0679)	0,2870*** (0,0215)	0,2957*** (0,0137)	2,4802 (3,2099)	3,0126*** (0,6653)	3,3511*** (0,4609)	-0,0099 (1,7042)	1,2661*** (0,2332)	1,3795*** (0,1942)
<i>endeudamiento</i>	-0,0018 (0,0014)	-0,0020* (0,0012)	-0,0022* (0,0013)	0,0197 (0,0668)	-0,0267 (0,0476)	-0,0722 (0,0444)	-0,0463 (0,0355)	-0,0435** (0,0202)	-0,0454** (0,0187)
<i>op_inversion</i>	0,1048* (0,0552)	0,0807* (0,0412)	0,0996*** (0,0346)	0,8766 (2,6077)	3,6587** (1,4744)	3,4808*** (1,1639)	1,2108 (1,3845)	1,0599* (0,5603)	1,0263** (0,4904)
<i>ROA</i>	0,0019 (0,0023)	0,0012 (0,0022)	-0,0023 (0,0036)	0,2413** (0,1075)	0,2888*** (0,0973)	0,3722*** (0,1197)	-0,0674 (0,0571)	-0,0472 (0,0481)	-0,047 (0,0504)
<i>RM</i>	-0,0913*** (0,0347)	-0,0791** (0,0332)	-0,0301 (0,0578)	2,0988 (1,6382)	2,4293 (1,4846)	3,5484* (1,9469)	-0,8769 (0,8698)	-0,2682 (0,7542)	0,067 (0,8203)
<i>deROA</i>	-0,0126*** (0,0047)	-0,0105*** (0,0040)	-0,0028 (0,0042)	-0,1335 (0,2223)	-0,141 (0,1570)	0,0439 (0,1421)	-0,0778 (0,1180)	0,0417 (0,0661)	0,0807 (0,0599)
<i>deRM</i>	0,6612** (0,2756)	0,7430*** (0,2631)	0,3493 (0,4090)	-32,4495** (13,0228)	-40,0950*** (11,6350)	-55,3991*** (13,7677)	3,9869 (6,9143)	-3,6745 (5,6548)	-7,5638 (5,8010)
<i>liquidez</i>	0,0001 (0,0002)	0,0002 (0,0002)	0,0004 (0,0003)	0,0117 (0,0092)	0,0121 (0,0084)	0,0186* (0,0096)	0,0054 (0,0049)	0,0055 (0,0040)	0,0053 (0,0040)
<i>dominical</i>	-0,7845*** (0,1587)	-0,9885*** (0,1395)	-1,5770*** (0,1341)	-8,3702 (7,4988)	-13,6866** (5,5133)	-18,2797*** (4,5135)	4,005 (3,9814)	0,8908 (2,2107)	0,3452 (1,9018)
<i>antiguedad</i>	0,0078** (0,0032)	0,0080*** (0,0029)	0,0109*** (0,0031)	-0,2677* (0,1496)	-0,2092* (0,1168)	-0,1235 (0,1055)	-0,1370* (0,0795)	-0,0576 (0,0494)	-0,0439 (0,0444)
<i>num_consejos</i>	0,1544*** (0,0564)	0,1529*** (0,0501)	0,1926*** (0,0533)	-1,9237 (2,6637)	-2,831 (2,0240)	-5,2677*** (1,7935)	0,3058 (1,4143)	-1,322 (0,8484)	-1,8608** (0,7557)
<i>p_1er_acc</i>	-0,0072*** (0,0020)	-0,0082*** (0,0016)	-0,0054*** (0,0013)	-0,0379 (0,0958)	-0,02 (0,0564)	0,0301 (0,0439)	0,0696 (0,0508)	-0,0365* (0,0215)	-0,0389** (0,0185)
<i>familiar</i>	0,073 (0,0482)	0,07 (0,0458)	0,0341 (0,0602)	0,4333 (2,2802)	1,1509 (1,9751)	2,2224 (2,0279)	-2,2834* (1,2106)	-0,7835 (0,9027)	-0,097 (0,8545)
<i>familiar_dominical</i>	0,4289** (0,2164)	0,5598*** (0,1987)	1,2264*** (0,2228)	1,6999 (10,2259)	-0,2546 (8,2357)	-5,3703 (7,5002)	-1,9261 (5,4293)	-0,8456 (3,5250)	-1,0279 (3,1602)
<i>constante</i>	5,3645*** (1,0189)	2,1997*** (0,3392)	1,9810*** (0,2136)	-1,0692 (48,1539)	-7,8706 (10,5154)	-8,7886 (7,1897)	5,3524 (25,5667)	-9,4203*** (3,6548)	-10,2966*** (3,0294)
Observaciones	631	631	631	631	631	631	631	631	631
R²	0,134	0,659	0,669	0,044	0,317	0,274	0,031	0,214	0,129
Núm. agrupaciones	173	173		173	173		173	173	
Test de Hausman									
(p-valor)		0,0385	0,1979		0,449	0,228		0,1281	0,1526

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

Comparación de las estimaciones alternativas de la relación entre la remuneración del primer ejecutivo y características del consejo

CUADRO A.5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.
	<i>remun_fija</i>			<i>remun_var%</i>			<i>remun_mercado%</i>		
<i>activo</i>	0,1635** (0,0744)	0,2873*** (0,0252)	0,3139*** (0,0216)	3,6022 (3,6128)	1,5868* (0,9428)	2,7246*** (0,7955)	-0,0945 (1,8892)	0,9947*** (0,3734)	1,2631*** (0,3390)
<i>endeudamiento</i>	-0,0004 (0,0016)	0,0003 (0,0013)	-0,0009 (0,0013)	0,0871 (0,0772)	0,0052 (0,0523)	-0,0274 (0,0473)	-0,016 (0,0404)	-0,0398* (0,0219)	-0,0372* (0,0202)
<i>op_inversion</i>	0,0898 (0,0623)	0,1271*** (0,0427)	0,1337*** (0,0330)	1,6811 (3,0225)	3,7067** (1,5847)	2,9404** (1,2158)	1,3426 (1,5806)	0,7326 (0,5899)	0,6128 (0,5182)
<i>ROA</i>	0,0018 (0,0025)	0,0008 (0,0024)	-0,0039 (0,0034)	0,2303* (0,1196)	0,2552** (0,1068)	0,3750*** (0,1237)	-0,061 (0,0625)	-0,0454 (0,0515)	-0,0353 (0,0527)
<i>RM</i>	-0,0527 (0,0365)	-0,0638* (0,0348)	-0,1068* (0,0547)	1,523 (1,7706)	2,4604 (1,5969)	3,8105* (2,0150)	-0,7387 (0,9259)	0,121 (0,8034)	0,553 (0,8588)
<i>deROA</i>	-0,008 (0,0053)	-0,0041 (0,0041)	0,0007 (0,0039)	0,0434 (0,2558)	-0,121 (0,1676)	0,0134 (0,1454)	-0,0382 (0,1338)	-0,0043 (0,0685)	0,0226 (0,0620)
<i>deRM</i>	0,5539* (0,2863)	0,5327* (0,2754)	0,7581* (0,3951)	-28,0615** (13,8976)	-38,0155*** (12,5357)	-47,8090*** (14,5573)	8,2109 (7,2674)	-2,6433 (6,0664)	-7,5178 (6,2046)
<i>liquidez</i>	0,0002 (0,0002)	0,0002 (0,0002)	0,0005** (0,0003)	0,0095 (0,0095)	0,0096 (0,0087)	0,0103 (0,0099)	0,0031 (0,0050)	0,0046 (0,0042)	0,0043 (0,0042)
<i>dominical</i>	-0,7048*** (0,1591)	-0,9945*** (0,1378)	-1,2096*** (0,1378)	-7,2523 (7,7237)	-13,0954** (5,7468)	-16,5265*** (5,0755)	5,4737 (4,0389)	1,5908 (2,3943)	0,9014 (2,1633)
<i>antiguedad</i>	0,0084** (0,0033)	0,0084*** (0,0030)	0,0072** (0,0034)	-0,2719* (0,1614)	-0,1054 (0,1319)	0,0585 (0,1257)	-0,1146 (0,0844)	-0,0487 (0,0578)	-0,0424 (0,0536)
<i>num_consejos</i>	0,1193** (0,0571)	0,1302*** (0,0499)	0,1432*** (0,0529)	-2,4718 (2,7701)	-4,5647** (2,1096)	-7,3795*** (1,9489)	0,8427 (1,4486)	-1,1411 (0,9011)	-1,5615* (0,8307)
<i>p_1er_acc</i>	-0,0067*** (0,0021)	-0,0067*** (0,0015)	-0,0053*** (0,0013)	-0,0079 (0,1017)	0,0071 (0,0597)	0,0674 (0,0480)	0,0917* (0,0532)	-0,0344 (0,0231)	-0,0307 (0,0204)
<i>familiar</i>	0,0445 (0,0493)	0,0477 (0,0461)	0,0476 (0,0568)	-0,5208 (2,3920)	1,5312 (2,0416)	2,8902 (2,0933)	-3,0071** (1,2508)	-1,01 (0,9310)	-0,2953 (0,8922)
<i>familiar_dominical</i>	0,3956* (0,2152)	0,5995*** (0,1954)	0,9992*** (0,2119)	-0,8415 (10,4490)	-1,2723 (8,4196)	-5,9876 (7,8085)	-3,6931 (5,4640)	-1,9739 (3,6363)	-2,3142 (3,3281)
<i>n_consejeros</i>	-0,0099 (0,0164)	0,0008 (0,0129)	-0,0026 (0,0113)	2,4694*** (0,7980)	0,9594* (0,5125)	0,3678 (0,4160)	0,9717** (0,4173)	-0,1475 (0,2014)	-0,2853 (0,1773)
<i>n_reuniones</i>	-0,0150** (0,0062)	-0,0205*** (0,0057)	-0,0440*** (0,0068)	-0,3419 (0,3010)	-0,3946 (0,2515)	-0,6080** (0,2512)	-0,1491 (0,1574)	-0,2328** (0,1125)	-0,2815*** (0,1071)
<i>p_independientes</i>	-0,6963*** (0,2358)	-0,4762** (0,2148)	-0,0461 (0,2408)	-6,4177 (11,4482)	4,564 (9,2725)	10,8694 (8,8723)	-5,9799 (5,9865)	2,2591 (4,0532)	3,5536 (3,7815)
<i>m_antiguedad</i>	-0,0061 (0,0121)	-0,0039 (0,0094)	0,0088 (0,0089)	-0,1973 (0,5857)	-0,4411 (0,3777)	-0,6503** (0,3267)	-0,5509* (0,3063)	-0,1223 (0,1531)	-0,1237 (0,1393)
<i>p_interlocked</i>	-0,3288** (0,1525)	-0,2499* (0,1424)	-0,0252 (0,1899)	1,2375 (7,4032)	-4,6106 (6,3792)	-16,3266** (6,9952)	6,3279 (3,8713)	-0,5714 (3,0122)	-2,6582 (2,9815)
<i>p_busy_consejeros</i>	-0,234 (0,1901)	-0,1491 (0,1664)	-0,0782 (0,1687)	24,7016*** (9,2279)	20,3724*** (6,9930)	26,8132*** (6,2152)	-1,5872 (4,8255)	1,0274 (2,9292)	2,189 (2,6490)
<i>p_cons_grupo</i>	-0,3929** (0,1728)	-0,2560* (0,1441)	-0,0809 (0,1315)	2,5976 (8,3896)	-1,0333 (5,8323)	-1,841 (4,8437)	4,2625 (4,3871)	0,9601 (2,3294)	0,7702 (2,0645)

Comparación de las estimaciones alternativas de la relación entre la remuneración del primer ejecutivo y características del consejo (continuación)

CUADRO A.5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.
	<i>remun_fija</i>			<i>remun_var%</i>			<i>remun_mercado%</i>		
<i>blindajes</i>	0,1034* (0,0619)	0,1273** (0,0568)	0,1352** (0,0687)	-3,1238 (3,0056)	-1,6866 (2,4933)	0,709 (2,5303)	-0,8598 (1,5717)	1,3671 (1,1261)	2,1758** (1,0785)
<i>op_vin_ej</i>	-0,0912 (0,0602)	-0,0662 (0,0527)	-0,0418 (0,0540)	-2,2952 (2,9234)	-1,7893 (2,2118)	0,6931 (1,9879)	0,4928 (1,5287)	-0,1677 (0,9278)	-0,192 (0,8473)
<i>com_remun</i>	0,0593 (0,0796)	-0,0376 (0,0755)	-0,4093*** (0,0983)	0,5657 (3,8627)	-1,8615 (3,3935)	-7,1263** (3,6223)	6,3242*** (2,0199)	4,9983*** (1,5861)	4,3640*** (1,5439)
<i>n_reuniones_cryn</i>	0,0221*** (0,0066)	0,0237*** (0,0062)	0,0279*** (0,0079)	0,0164 (0,3186)	-0,1081 (0,2767)	0,1213 (0,2912)	0,1014 (0,1666)	0,0307 (0,1282)	0,0343 (0,1241)
<i>n_cryn</i>	0,0701*** (0,0269)	0,0603** (0,0245)	0,0503* (0,0277)	1,3635 (1,3042)	1,2594 (1,0621)	0,306 (1,0209)	0,9068 (0,6820)	-0,0054 (0,4663)	-0,4137 (0,4351)
<i>p_indep_cryn</i>	0,2075 (0,1316)	0,083 (0,1216)	-0,2382 (0,1495)	4,1341 (6,3897)	0,8847 (5,3589)	-8,6382 (5,5061)	7,6000** (3,3413)	2,9586 (2,4391)	0,7585 (2,3468)
<i>constante</i>	4,1529*** (1,1579)	2,0446*** (0,3484)	1,8933*** (0,2643)	-53,8004 (56,2138)	-0,6422 (12,3318)	-1,1043 (9,7382)	-10,2072 (29,3955)	-5,5269 (4,6320)	-5,217 (4,1506)
Observaciones	602	602	602	602	602	602	602	602	602
R²	0,213	0,681	0,7	0,107	0,329	0,321	0,101	0,29	0,19
Núm. agrupaciones	169	169		169	169		169	169	
Test de Hausman									
(p-valor)		0,007	0,009		0,118	0,0057		0,0018	0,0021

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.
<i>activo</i>	0,0935 (0,0888)	0,3416*** (0,0271)	0,3465*** (0,0175)	0,0946 (0,0879)	0,3349*** (0,0266)	0,3536*** (0,0173)	0,2021** (0,0963)	0,3135*** (0,0323)	0,3669*** (0,0281)
<i>endeudamiento</i>	-0,0023 (0,0018)	-0,0027* (0,0016)	-0,0037** (0,0017)	-0,0022 (0,0018)	-0,0024 (0,0015)	-0,0036** (0,0017)	0,0001 (0,0021)	0,0001 (0,0016)	-0,0019 (0,0017)
<i>op_inversion</i>	0,1333* (0,0715)	0,1265** (0,0526)	0,1234*** (0,0441)	0,1009 (0,0714)	0,1228** (0,0520)	0,1509*** (0,0436)	0,0891 (0,0806)	0,1681*** (0,0548)	0,1695*** (0,0430)
<i>ROA</i>	0,0044 (0,0030)	0,0045 (0,0029)	0,0053 (0,0046)	0,0053* (0,0029)	0,0051* (0,0028)	0,0036 (0,0045)	0,0054* (0,0032)	0,0046 (0,0031)	0,0025 (0,0044)
<i>RM</i>	-0,0661 (0,0453)	-0,0407 (0,0434)	0,0507 (0,0736)	-0,0725 (0,0449)	-0,0619 (0,0428)	0,0106 (0,0730)	-0,0444 (0,0472)	-0,0515 (0,0450)	-0,0577 (0,0712)
<i>deROA</i>	-0,0147** (0,0061)	-0,0120** (0,0051)	-0,0015 (0,0054)	-0,0166*** (0,0061)	-0,0131*** (0,0050)	0,0003 (0,0053)	-0,0104 (0,0068)	-0,007 (0,0053)	0,0025 (0,0051)
<i>deRM</i>	0,1671 (0,3585)	0,1493 (0,3446)	-0,7985 (0,5239)	0,1375 (0,3567)	0,1751 (0,3393)	-0,5171 (0,5162)	0,14 (0,3705)	0,0396 (0,3566)	-0,0039 (0,5147)
<i>liquidez</i>	0,0003 (0,0003)	0,0005** (0,0002)	0,0012*** (0,0003)	0,0003 (0,0003)	0,0004* (0,0002)	0,0007** (0,0004)	0,0004 (0,0003)	0,0004* (0,0002)	0,0007** (0,0004)
<i>dominical</i>	-0,6824*** (0,1745)	-0,9462*** (0,1524)	-1,5031*** (0,1397)	-0,8384*** (0,2054)	-1,1248*** (0,1782)	-1,8555*** (0,1692)	-0,7441*** (0,2059)	-1,1125*** (0,1778)	-1,4611*** (0,1795)
<i>antiguedad</i>	0,0039 (0,0041)	0,0054 (0,0037)	0,0103*** (0,0039)	0,0037 (0,0041)	0,0037 (0,0037)	0,0068* (0,0040)	0,0047 (0,0043)	0,0058 (0,0039)	0,0068 (0,0044)
<i>num_consejos</i>	0,0758 (0,0721)	0,0553 (0,0645)	0,0637 (0,0680)	0,0954 (0,0730)	0,0901 (0,0641)	0,0935 (0,0672)	0,0597 (0,0739)	0,0535 (0,0644)	0,0154 (0,0689)
<i>p_1er_acc</i>				-0,0077*** (0,0026)	-0,0087*** (0,0020)	-0,0056*** (0,0016)	-0,0065** (0,0027)	-0,0070*** (0,0020)	-0,0052*** (0,0017)
<i>familiar</i>				0,0868 (0,0625)	0,0857 (0,0589)	0,0512 (0,0760)	0,0429 (0,0638)	0,0656 (0,0596)	0,0784 (0,0740)
<i>familiar_dominical</i>				0,4136 (0,2801)	0,5480** (0,2549)	1,1674*** (0,2812)	0,3459 (0,2786)	0,5549** (0,2525)	0,8893*** (0,2761)
<i>n_consejeros</i>							0,0305 (0,0213)	0,0243 (0,0166)	0,0021 (0,0147)
<i>n_reuniones</i>							-0,0236*** (0,0080)	-0,0286*** (0,0074)	-0,0522*** (0,0089)
<i>p_independientes</i>							-0,7833** (0,3052)	-0,4498 (0,2775)	0,1565 (0,3137)
<i>m_antiguedad</i>							-0,0209 (0,0156)	-0,0182 (0,0122)	-0,0081 (0,0116)
<i>p_interlocked</i>							-0,3402* (0,1974)	-0,3066* (0,1842)	-0,3109 (0,2473)
<i>p_busy_consejeros</i>							-0,0563 (0,2460)	0,0424 (0,2147)	0,3561 (0,2198)
<i>p_cons_grupo</i>							-0,3616 (0,2237)	-0,2638 (0,1857)	-0,0868 (0,1713)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.	EF Primer ejec.	EA Primer ejec.	MCO Primer ejec.
<i>blindajes</i>							0,0661 (0,0801)	0,098 (0,0734)	0,1259 (0,0895)
<i>op_vin_ej</i>							-0,1450* (0,0779)	-0,1155* (0,0680)	-0,04 (0,0703)
<i>com_remun</i>							0,1193 (0,1030)	-0,0041 (0,0977)	-0,5071*** (0,1281)
<i>n_reuniones_cryn</i>							0,0178** (0,0085)	0,0178** (0,0080)	0,0249** (0,0103)
<i>n_cryn</i>							0,0748** (0,0348)	0,0644** (0,0317)	0,0374 (0,0361)
<i>p_indep_cryn</i>							0,2898* (0,1703)	0,1464 (0,1572)	-0,3658* (0,1947)
<i>constante</i>	5,4609*** (1,3335)	1,7650*** (0,4183)	1,7873*** (0,2707)	5,6580*** (1,3189)	2,0986*** (0,4194)	1,8220*** (0,2695)	3,8609** (1,4986)	2,1338*** (0,4455)	1,9398*** (0,3443)
Observaciones	631	631	631	631	631	631	602	602	602
R²	0,064	0,604	0,621	0,092	0,633	0,639	0,174	0,643	0,663
Núm. agrupaciones	173	173		173	173		169	169	
Test de Hausman (p-valor)		0,0007	0,0074		0,033	0,0996		0,0053	0,0056

Errores estándar entre paréntesis: *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

**Determinantes de la remuneración total de los consejeros
(excluyendo al primer ejecutivo)**

CUADRO A.7

	(1)	(2)	(3)
<i>activo</i>	0,2182*** (0,0440)	0,2180*** (0,0439)	0,1817*** (0,0444)
<i>endeudamiento</i>	-0,0032*** (0,0010)	-0,0031*** (0,0010)	-0,0036*** (0,0010)
<i>op_inversion</i>	0,1620*** (0,0340)	0,1588*** (0,0342)	0,1227*** (0,0370)
<i>ROA</i>	-0,0012 (0,0013)	-0,0009 (0,0013)	0,0014 (0,0014)
<i>RM</i>	-0,0896*** (0,0201)	-0,0874*** (0,0201)	-0,0774*** (0,0205)
<i>deROA</i>	0,0018 (0,0029)	0,0006 (0,0030)	-0,0104*** (0,0033)
<i>deRM</i>	-0,2037 (0,1748)	-0,1746 (0,1746)	-0,0014 (0,1778)
<i>liquidez</i>	0,0003*** (0,0001)	0,0003** (0,0001)	0,0003** (0,0001)
<i>dominical</i>	-0,1178*** (0,0228)	-0,0890*** (0,0255)	-0,0893*** (0,0255)
<i>ejecutivo</i>	1,8126*** (0,0387)	1,8140*** (0,0386)	1,8818*** (0,0381)
<i>antiguedad</i>	0,0120*** (0,0016)	0,0123*** (0,0016)	0,0153*** (0,0016)
<i>num_consejos</i>	0,0657*** (0,0151)	0,0654*** (0,0151)	0,0553*** (0,0147)
<i>p_1er_acc</i>		-0,0047*** (0,0012)	-0,002 (0,0013)
<i>familiar</i>		0,006 (0,0315)	0,0147 (0,0310)
<i>familiar_dominical</i>		-0,1041** (0,0426)	-0,1070*** (0,0413)
<i>n_consejeros</i>			-0,0159* (0,0088)
<i>n_reuniones</i>			0,0088*** (0,0034)
<i>p_independientes</i>			0,3485*** (0,1320)
<i>m_antiguedad</i>			-0,0102 (0,0065)
<i>p_interlocked</i>			-0,0456 (0,0750)
<i>p_busy_consejeros</i>			0,0333 (0,1024)
<i>p_cons_grupo</i>			-0,046 (0,1018)

**Determinantes de la remuneración total de los consejeros
(excluyendo al primer ejecutivo) (continuación)**

CUADRO A.7

	(1)	(2)	(3)
<i>blindajes</i>			0,0504 (0,0331)
<i>op_vin_ej</i>			-0,0669** (0,0304)
<i>com_remun</i>			0,0485 (0,0404)
<i>n_reuniones_cryn</i>			0,0046 (0,0033)
<i>n_cryn</i>			0,0157 (0,0127)
<i>p_indep_cryn</i>			-0,0365 (0,0685)
<i>constante</i>	1,2103* (0,6916)	1,3418* (0,6921)	1,8180** (0,7060)
Observaciones	5.149	5.149	4.957
R²	0,419	0,422	0,458
Núm. agrupaciones	1.440	1.440	1.413

Errores estándar entre paréntesis: *** p < 0,01; ** p < 0,05; * p < 0,1

III Anexo legislativo

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

Normativa nacional

- *Ley 3/2020, de 18 de septiembre*, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia.

En el **capítulo II** se incluyen medidas en el **ámbito concursal y societario**. La crisis sanitaria del COVID-19 ha constituido un obstáculo adicional a la viabilidad de las empresas concursadas que puede determinar, bien la imposibilidad de suscribir o cumplir un convenio, abocando a las empresas a la liquidación, o bien una mayor dificultad de enajenar una unidad productiva que pudiera resultar viable. Es por ello que el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, por el que se adoptaron medidas urgentes complementarias en el ámbito social y económico para hacer frente al COVID-19, extendió a estas empresas la posibilidad de acceder a un expediente de regulación temporal de empleo en los términos del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. A las medidas ya adoptadas en dicho real decreto-ley, se añaden en esta ley otras, con una triple finalidad:

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

- Por último, para evitar el previsible aumento de litigiosidad en relación con la tramitación de concursos de acreedores en los juzgados de lo mercantil y de primera instancia, se establece una serie de normas de agilización del proceso concursal, como la no necesidad de celebración de vistas, la confesión de la insolvencia, la tramitación preferente de determinadas actuaciones tendentes a la protección de los derechos de los trabajadores, a mantener la continuidad de la empresa y a conservar el valor de bienes y derechos, así como la simplificación de determinados actos e incidentes (subastas, impugnación de inventario y listas de acreedores o aprobación de planes de liquidación).

Finalmente, dentro de este capítulo II se establecen dos normas que tratan de atenuar temporal y excepcionalmente las consecuencias que tendría la aplicación en la actual situación de las normas generales sobre disolución de sociedades de capital y sobre declaración de concurso, de modo tal que se permita a las empresas ganar tiempo para poder reestructurar su deuda, conseguir liquidez y compensar pérdidas, ya sea por la recuperación de su actividad ordinaria o por el acceso al crédito o a las ayudas públicas. De esta forma, se amplía la suspensión del deber de solicitar la declaración de concurso de acreedores hasta el 31 de diciembre de 2020 y se prevé que a los efectos de la causa legal de disolución por pérdidas no se computen las del presente ejercicio.

En relación con lo anterior, en la disposición derogatoria se deroga el artículo 43 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19, que establecía la suspensión del deber de solicitar el concurso durante la vigencia del estado de alarma y preveía que los jueces no admitirían a trámite solicitudes de concurso necesario hasta transcurridos dos meses desde la finalización de dicho estado.

El **capítulo III** regula medidas de **carácter organizativo y tecnológico** destinadas a seguir afrontando las consecuencias, ya expuestas, que ha tenido la crisis sobre la **Administración de justicia** y ampliar la aplicación temporal de estas hasta el 20 de junio de 2021.

Así, se establece la celebración de actos procesales preferentemente mediante la presencia telemática de los intervinientes para garantizar la protección de la salud de las personas y minimizar el riesgo de contagio, salvaguardando los derechos de todas las partes del proceso. No obstante, en el orden jurisdiccional penal, la celebración de juicios preferentemente mediante presencia telemática se exceptúa en los supuestos de procedimientos por delitos graves, o cuando cualquiera de las acusaciones interese la prisión provisional o se solicite pena de prisión superior a dos años, en los que la presencia física del acusado resulta necesaria.

Igualmente, para atender a los mismos fines, se limita el acceso del público a todas las actuaciones orales atendiendo a las características de las salas de vistas. Se posibilita, así, el mantenimiento de las distancias de seguridad y se evitan las aglomeraciones y el trasiego de personas en las sedes judiciales cuando ello no resulte imprescindible.

Con la misma finalidad se establece un sistema de atención al público por videoconferencia, vía telefónica o a través del correo electrónico habilitado a tal efecto, de tal forma que se limita la atención presencial a los supuestos estrictamente necesarios y únicamente mediante cita previa.

Se prevé la creación de unidades judiciales para el conocimiento de asuntos derivados del COVID-19 y se establece la posibilidad de que los letrados de la Administración de justicia puedan, durante el periodo de prácticas, realizar funciones de sustitución o refuerzo, entre otras medidas.

En la disposición final cuarta se modifica la Ley 18/2011, de 5 de julio, reguladora del uso de las tecnologías de la información y la comunicación en la Administración de justicia, al facilitar el acceso remoto a las aplicaciones utilizadas para la gestión procesal y fomentar así el teletrabajo, y se modifica el sistema de identificación y firma reconocidos, disociando uno de otro, en los mismos términos que la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

Al mismo tiempo se realiza una unificación de la publicación de resoluciones y comunicaciones en el Tablón Edictal Judicial Único, que será publicado electrónicamente por la Agencia Estatal del Boletín Oficial del Estado, lo que acaba con la dispersión en tablones de anuncios y distintos boletines oficiales y se refuerza la simplicidad de este trámite y las garantías de las partes.

La disposición final quinta modifica y amplía la *vacatio legis* de la Ley 20/2011, de 21 de julio, del Registro Civil, hasta el 30 de abril de 2021.

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

Esta Ley 3/2020 deroga el Real Decreto-ley 16/2020, de 28 de abril, de medidas procesales y organizativas para hacer frente al COVID-19 en el ámbito de la Administración de Justicia, así como el artículo 43 del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19.

Esta ley entró en vigor el día siguiente al de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto-ley 28/2020, de 22 de septiembre**, de trabajo a distancia.

Este real decreto-ley será aplicable a las relaciones de trabajo en las que concurren las condiciones descritas en el artículo 1.1 del texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, que se desarrollen a distancia con carácter regular.

A tal efecto, se entiende que tiene carácter regular el trabajo a distancia que se preste, en un periodo de referencia de 3 meses, un mínimo del 30 % de la

jornada, o el porcentaje proporcional equivalente en función de la duración del contrato de trabajo.

En cuanto al personal laboral al servicio de las Administraciones públicas, la disposición adicional segunda regula que las previsiones contenidas en este real decreto-ley serán de aplicación al personal laboral al servicio de las Administraciones públicas, que se regirá en esta materia por su normativa específica. Hasta que se apruebe esta normativa específica, le será de aplicación lo dispuesto en el artículo 13 del texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores en la redacción vigente antes de la entrada en vigor de este real decreto-ley.

Se llama la atención sobre la disposición final novena, que dispone una modificación específica de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, a efectos de ampliar el plazo de entrada en vigor de las previsiones de la disposición final séptima de la referida norma, en lo relativo al registro electrónico de apoderamientos, el registro electrónico, el registro de empleados públicos habilitados, el punto de acceso general electrónico de la Administración y el archivo electrónico; ante la dificultad de concluir los procesos de adaptación necesarios antes del 2 de octubre de 2020, que es el plazo fijado actualmente, se amplía hasta el 2 de abril de 2021, fecha a partir de la cual producirán efectos las previsiones sobre tales materias.

Por último, este real decreto-ley entra en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, sin perjuicio de lo establecido en su disposición adicional séptima.

No obstante, las disposiciones adicionales tercera, cuarta, quinta y sexta, la disposición transitoria cuarta y las disposiciones finales cuarta, quinta, octava, novena, décima, undécima y duodécima entrarán en vigor el mismo día de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Real Decreto-ley 29/2020, de 29 de septiembre**, de medidas urgentes en materia de teletrabajo en las Administraciones públicas y de recursos humanos en el Sistema Nacional de Salud para hacer frente a la crisis sanitaria ocasionada por la COVID-19.

El objeto es configurar un marco normativo básico, tanto desde la perspectiva del régimen jurídico de las Administraciones públicas como desde el punto de vista más específico de los derechos y deberes de los empleados públicos, suficiente para que todas las Administraciones públicas puedan desarrollar sus propios instrumentos normativos reguladores del teletrabajo en sus Administraciones públicas, en uso de sus potestades de autoorganización y considerando la competencia estatal sobre la legislación laboral en el caso del personal laboral.

Se regula, con carácter básico, la prestación del servicio a distancia mediante teletrabajo, fomentando el uso de las nuevas tecnologías de la información y el desarrollo de la administración digital, con las consiguientes ventajas tanto para los empleados públicos como para la Administración y la sociedad en general.

El presente real decreto-ley introduce un nuevo artículo 47 bis en el texto refundido de la Ley del Estatuto Básico del Empleado Público, en el capítulo V del título III, relativo a la jornada de trabajo, los permisos y las vacaciones.

Se define el teletrabajo como aquella modalidad de prestación de servicios a distancia en la que el contenido competencial del puesto de trabajo puede desarrollarse, siempre que las necesidades del servicio lo permitan, fuera de las dependencias de la Administración, mediante el uso de tecnologías de la información y la comunicación.

Se establece expresamente que, en todo caso, el teletrabajo deberá contribuir a una mejor organización del trabajo a través de la identificación de objetivos y la evaluación de su cumplimiento. Al tratarse de la regulación de una modalidad de trabajo y flexibilización de la organización de carácter estructural para las Administraciones públicas, ha de servir para la mejor consecución de los objetivos de la Administración en su servicio a los intereses generales.

Como tal, sin perjuicio de su voluntariedad, su utilización deberá venir supeditada a que se garantice la prestación de los servicios públicos y, en todo caso, habrá de asegurarse el cumplimiento de las necesidades del servicio.

Se establece que la prestación del servicio a través de esta modalidad de trabajo habrá de ser expresamente autorizada, a través de criterios objetivos para el acceso, y será compatible con la modalidad presencial, que seguirá siendo la modalidad ordinaria de trabajo. El personal que preste servicios mediante esta modalidad tendrá los mismos deberes y derechos que el resto de empleados públicos, debiendo la Administración proporcionar y mantener los medios tecnológicos necesarios para la actividad.

En todo caso, el desempeño concreto de la actividad por teletrabajo se realizará en los términos de las normas de cada Administración pública, siendo objeto de negociación colectiva en cada ámbito.

Normativa europea

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1273 de la Comisión, de 4 de junio de 2020**, que modifica y corrige el Reglamento Delegado (UE) 2019/980 por el que se completa el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta al formato, el contenido, el examen y la aprobación del folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores en un mercado regulado.

Publicado en *DOUE* (L) n.º 300 de 14/09/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1304 de la Comisión, de 14 de julio de 2020**, que completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo referente a los elementos mínimos que debe valorar la AEVM al

evaluar las solicitudes de equiparabilidad del cumplimiento de las ECC de terceros países, así como las modalidades y condiciones de dicha evaluación.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 305 de 21/09/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1303 de la Comisión, de 14 de julio de 2020**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con los criterios que la AEVM debe tener en cuenta para determinar si una entidad de contrapartida central establecida en un tercer país tiene o puede adquirir importancia sistémica para la estabilidad financiera de la Unión o de uno o varios de sus Estados miembros.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 305 de 21/09/2020.

- **Reglamento Delegado (UE) 2020/1302 de la Comisión, de 14 de julio de 2020**, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben pagar las entidades de contrapartida central establecidas en terceros países a la Autoridad Europea de Valores y Mercados.

Publicado en *DOUE* (L) n.º 305 de 21/09/2020.

- **Directrices de ESMA sobre las pruebas de resistencia de liquidez en los OICVM y los FIA**, de 16 de julio de 2020.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emissiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	46	46	33	10	12	8	8	8
Ampliaciones de capital	44	45	33	10	12	8	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	3	2	1	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	12	10	4	2	5	1	5
De las cuales dividendo elección	9	10	9	4	1	5	1	5
Ampliaciones de capital por conversión	5	6	3	1	1	2	0	0
De contrapartida no monetaria	8	7	2	1	0	1	0	0
Con derecho de suscripción preferente	8	10	8	2	3	0	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	15	16	13	2	8	0	6	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	4	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	89	81	52	10	15	8	8	8
Ampliaciones de capital	82	80	52	10	15	8	8	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	4	2	1	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	16	17	15	4	2	5	1	5
De las cuales dividendo elección	13	15	14	4	1	5	1	5
Ampliaciones de capital por conversión	6	10	4	1	1	2	0	0
De contrapartida no monetaria	12	9	2	1	0	1	0	0
Con derecho de suscripción preferente	8	10	9	2	3	0	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	36	32	21	2	9	0	6	2
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	7	1	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	32.538,1	12.063,2	9.806,0	2.823,1	4.135,5	571,3	1.611,9	5.108,5
Ampliaciones de capital	29.593,6	11.329,5	9.806,0	2.823,1	4.135,5	571,3	1.611,9	5.108,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	956,2	200,1	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.807,3	3.939,7	1.565,4	1.074,9	2,6	396,4	93,5	1.083,9
De las cuales dividendo elección	3.807,3	3.915,2	1.564,1	1.074,9	1,3	396,4	93,5	1.083,9
Ampliaciones de capital por conversión	1.648,8	388,7	354,9	0,7	341,1	162,4	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria ²	8.469,3	2.999,7	2.034,2	1.682,6	0,0	12,5	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	7.831,4	888,4	4.729,8	44,6	3.132,8	0,0	50,0	3.999,5
Sin negociación de derechos de suscripción	6.880,5	2.912,9	1.111,8	20,4	659,0	0,0	1.468,4	25,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.944,5	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	3.165,1	2.092,4	1.297,2	385,2	305,9	124,2	30,3	328,3
Ampliaciones de capital	2.662,8	1.810,6	1.297,2	385,2	305,9	124,2	30,3	328,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	749,2	104,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	324,3	381,6	306,3	148,8	2,6	121,4	1,2	301,7
De las cuales dividendo elección	299,1	357,1	306,3	148,8	1,3	121,4	1,2	301,7
Ampliaciones de capital por conversión	182,8	90,0	13,1	0,7	3,4	1,7	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria	181,9	557,6	401,0	190,8	0,0	1,1	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	882,0	611,1	372,1	44,6	109,5	0,0	1,0	25,3
Sin negociación de derechos de suscripción	342,6	65,5	204,2	0,4	190,3	0,0	28,1	1,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	502,3	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	13	8	12	5	4	5	3	2
Número de emisiones	15	12	17	6	4	6	3	3
Importe efectivo (millones de euros)	129,9	164,5	298,3	74,1	200,5	18,3	9,9	36,0
Ampliaciones de capital	129,9	164,5	298,3	74,1	200,5	18,3	9,9	36,0
De ellas, mediante OPS	17,1	0,0	229,4	30,0	196,3	0,1	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 (Exchange Traded Funds) ni Latibex.

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

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

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	134	133	129	128	129	129	129	127
Empresas extranjeras	7	8	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	4	4	3	4	3	3	0	0
Madrid	1	1	1	1	1	1	0	0
Barcelona	3	3	2	3	2	2	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	12	11	9	9	9	8	11	11
Madrid	4	4	3	3	3	2	3	3
Barcelona	6	6	5	5	5	4	6	6
Bilbao	4	3	2	2	2	2	2	2
Valencia	3	3	2	2	2	2	2	2
BME Growth ³	2.965	2.842	2.709	2.749	2.709	2.677	2.653	2.627
Latibex	20	19	19	19	19	19	19	19

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	877.867,6	733.656,4	806.064,3	770.475,7	806.064,3	551.292,8	587.384,7	565.124,3
Empresas extranjeras ³	178.620,3	143.598,7	141.671,0	132.453,7	141.671,0	73.645,8	78.273,2	79.132,6
Ibex 35	534.250,1	444.178,3	494.789,4	481.981,4	494.789,4	352.613,5	377.846,0	355.491,3
Segundo mercado	49,9	37,4	31,1	45,3	31,1	31,1	0,0	0,0
Madrid	8,7	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	0,0	0,0
Barcelona	41,2	35,4	29,2	43,3	29,2	29,2	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	1.288,5	1.459,1	1.154,2	1.116,8	1.154,2	1.053,0	1.096,6	1.053,9
Madrid	165,9	219,4	69,8	68,1	69,8	58,9	54,0	44,4
Barcelona	1.134,3	1.318,4	1.036,5	1.003,4	1.036,5	939,6	981,3	944,6
Bilbao	211,3	56,5	32,9	32,9	32,9	32,9	26,0	22,5
Valencia	54,0	257,0	80,4	77,8	80,4	76,0	76,0	76,0
BME Growth ⁴	43.804,8	40.020,7	44.706,4	43.607,7	44.706,4	39.698,8	41.841,8	42.231,5
Latibex	215.277,7	223.491,3	199.022,2	193.789,8	199.022,2	128.748,4	144.296,1	136.210,7

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ¹	640.293,7	583.327,6	462.378,8	98.913,6	126.679,1	127.686,0	108.194,3	81.140,3
Empresas extranjeras	6.908,0	3.517,1	3.477,8	690,9	966,6	987,7	1.265,4	1.066,8
Segundo mercado	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,5	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	8,1	8,2	6,2	1,4	0,7	1,1	0,6	0,2
Madrid	2,3	0,7	0,8	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0
Barcelona	6,2	7,4	3,2	1,2	0,7	1,0	0,6	0,2
Bilbao	0,1	0,0	2,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME Growth ²	4.985,6	4.216,3	4.014,4	704,2	1.358,7	1.145,3	809,5	641,8
Latibex	130,8	151,6	136,4	32,4	39,2	29,2	24,5	16,5

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

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
En sesión	619.108,6	552.716,8	450.575,7	95.693,0	124.322,8	123.941,0	102.664,3	76.276,1
Órdenes	335.917,3	300.107,8	258.242,2	62.180,0	65.055,7	87.831,8	70.418,8	54.142,3
Aplicaciones	51.315,9	48.644,1	38.888,0	10.408,8	10.283,0	12.503,4	9.276,1	9.273,5
Bloques	231.875,3	203.965,0	153.445,5	23.104,1	48.984,1	23.605,8	22.969,4	12.860,3
Fuera de hora	2.373,8	1.667,2	3.098,1	1.074,4	797,4	1.715,4	1.065,4	456,4
Autorizadas	9.265,3	2.597,0	1.706,3	677,5	342,8	254,7	239,5	938,5
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	389,9	18.981,7	2.509,5	451,8	0,0	0,0	2.569,1	2.681,7
OPV	2.288,1	1.333,2	634,4	20,0	574,9	0,0	802,8	0,0
Toma de razón	0,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	4.462,2	3.793,9	3.422,0	629,1	1.378,5	980,5	701,6	378,3
Operaciones de cobertura	2.405,7	2.037,8	1.799,4	367,7	629,2	794,5	151,6	409,3

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	48	43	39	16	18	13	17	13
Cédulas hipotecarias	9	12	12	4	6	3	7	3
Cédulas territoriales	1	2	2	0	2	0	2	3
Bonos y obligaciones no convertibles	16	13	13	5	7	6	4	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	21	14	13	5	6	2	3	4
Pagarés de empresa	13	13	11	4	2	2	4	1
De titulación	1	1	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	12	11	4	2	2	4	1
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	1	0	0	2	0
Participaciones preferentes	1	4	1	0	0	0	0	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	378	303	298	67	95	59	56	62
Cédulas hipotecarias	28	28	29	4	9	6	9	4
Cédulas territoriales	1	2	3	0	3	0	3	3
Bonos y obligaciones no convertibles	276	215	205	39	60	43	25	42
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulación	58	41	48	19	21	8	11	11
Pagarés de empresa ¹	13	13	11	4	2	2	4	1
De titulación	1	1	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	12	11	4	2	2	4	1
Otras emisiones de renta fija	1	0	1	1	0	0	4	0
Participaciones preferentes	1	4	1	0	0	0	0	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	109.487,4	101.295,6	90.164,5	19.970,9	35.018,7	20.762,7	35.880,4	20.731,2
Cédulas hipotecarias	29.823,7	26.575,0	22.933,0	6.750,0	7.508,0	6.250,0	10.100,0	1.160,0
Cédulas territoriales	350,0	2.800,0	1.300,0	0,0	1.300,0	0,0	4.750,0	4.400,0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006,2	35.836,4	29.605,6	1.536,7	12.084,4	6.158,7	1.924,7	373,2
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	29.415,4	18.145,2	18.740,9	4.909,0	9.680,5	3.065,7	5.059,5	8.193,2
Pagarés de empresa ²	17.911,2	15.089,1	15.085,0	5.275,2	4.445,9	5.288,3	7.780,0	5.604,8
De titulación	1.800,0	240,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	16.111,2	14.849,1	15.085,0	5.275,2	4.445,9	5.288,3	7.780,0	5.604,8
Otras emisiones de renta fija	981,0	0,0	1.500,0	1.500,0	0,0	0,0	6.266,2	0,0
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	6.504,6	4.923,0	3.213,5	459,0	2.088,3	860,7	516,0	2.020,2
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Total	121.556,6	76.751,3	114.034,0	18.335,6	28.921,7	26.909,2	38.581,3	20.295,8
Pagarés	18.388,9	15.007,0	15.036,1	4.098,5	5.609,4	4.126,3	8.951,9	4.264,1
Bonos y obligaciones	43.182,3	19.234,2	45.082,0	2.585,1	1.684,8	16.299,0	909,3	294,1
Cédulas hipotecarias	30.000,0	19.935,0	29.375,0	4.500,0	9.560,0	5.448,3	12.100,0	1.160,0
Cédulas territoriales	350,0	800,0	3.300,0	0,0	1.300,0	0,0	4.750,0	4.400,0
Bonos de titulación	28.635,4	18.925,2	18.740,9	5.652,0	10.767,5	1.035,7	5.580,0	9.177,5
Participaciones preferentes	1.000,0	2.850,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	1.500,0	1.500,0	0,0	0,0	6.290,1	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	362	353	331	327	331	327	325	323
Renta fija privada	342	320	299	295	299	295	293	291
Pagarés	14	9	9	9	9	9	9	8
Bonos y obligaciones	48	45	40	40	40	39	39	40
Cédulas hipotecarias	41	40	35	37	35	35	36	30
Cédulas territoriales	7	7	7	7	7	7	7	8
Bonos de titulización	262	244	227	222	227	224	223	224
Participaciones preferentes	4	7	6	6	6	6	5	5
Bonos matador	6	5	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	20	33	32	32	32	32	32	32
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	11	14	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	-	9	10	10	10	10	10	10
Otra deuda pública	7	8	8	8	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.468	2.851	2.775	2.785	2.775	2.701	2.682	2.646
Renta fija privada	2.084	1.917	1.834	1.834	1.834	1.765	1.719	1.677
Pagarés	179	106	84	100	84	67	78	49
Bonos y obligaciones	764	737	718	730	718	678	620	604
Cédulas hipotecarias	218	213	209	206	209	212	215	207
Cédulas territoriales	24	20	23	21	23	21	21	22
Bonos de titulización	889	828	787	764	787	774	773	782
Participaciones preferentes	4	8	8	8	8	8	7	8
Bonos matador	6	5	5	5	5	5	5	5
Deuda pública	384	934	941	951	941	936	963	969
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	226	243	236	241	236	237	237	233
Deuda autonómica	133	164	173	169	173	164	169	176
Deuda pública extranjera	-	502	508	516	508	511	533	536
Otra deuda pública	13	13	12	13	12	12	12	12
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	1.466.964,4	6.663.565,5	6.421.003,0	6.550.655,7	6.421.003,0	6.412.421,1	6.478.122,2	6.414.281,5
Renta fija privada	493.629,6	448.394,4	463.816,1	464.021,4	463.816,1	465.404,2	479.780,9	478.091,0
Pagarés	11.978,9	9.308,7	6.423,1	6.965,1	6.423,1	5.840,2	6.401,8	4.675,1
Bonos y obligaciones	70.127,7	47.894,0	62.477,8	72.674,1	62.477,8	69.882,2	75.780,5	75.743,3
Cédulas hipotecarias	181.308,7	183.266,8	195.719,1	189.286,3	195.719,1	199.396,8	207.478,3	202.543,3
Cédulas territoriales	23.862,3	18.362,3	20.762,3	19.862,3	20.762,3	17.762,3	19.112,3	18.512,3
Bonos de titulización	204.570,0	185.002,7	172.878,9	169.678,7	172.878,9	166.967,9	165.753,2	170.362,2
Participaciones preferentes	1.395,0	4.245,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0	5.240,0	4.940,0	5.940,0
Bonos matador	386,9	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8
Deuda pública	973.334,7	6.215.171,1	5.957.186,8	6.086.634,3	5.957.186,8	5.947.017,0	5.998.341,3	5.936.190,4
Letras del Tesoro	78.835,2	70.442,2	68.335,5	65.204,9	68.335,5	68.888,5	81.414,0	88.038,0
Bonos y obligaciones del Estado	864.059,7	918.000,0	937.290,9	949.990,4	937.290,9	1.006.709,3	1.057.726,8	1.067.073,6
Deuda autonómica	28.620,8	33.100,4	35.247,6	34.942,4	35.247,6	31.493,3	32.097,8	32.815,4
Deuda pública extranjera	-	5.192.055,3	4.914.792,7	5.034.923,4	4.914.792,7	4.838.405,6	4.825.582,4	4.746.743,2
Otra deuda pública	1.819,1	1.573,2	1.520,2	1.573,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	68.422,0	94.241,3	158.807,2	39.146,0	26.175,9	45.994,9	53.413,4	25.232,4
Renta fija privada	68.297,4	435,4	275,2	59,4	62,9	61,8	27,5	36,4
Pagarés	7.144,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	15.839,5	427,0	260,0	59,0	62,4	61,4	27,5	36,2
Cédulas hipotecarias	24.936,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	381,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.502,5	7,3	13,8	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.482,3	1,2	1,4	0,3	0,3	0,4	0,1	0,2
Bonos matador	10,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	124,6	93.805,8	158.532,0	39.086,6	26.113,1	45.933,1	53.385,9	25.196,0
Letras del Tesoro	4,2	24.766,7	25.858,4	8.190,4	7.865,0	5.504,2	12.722,2	5.472,2
Bonos y obligaciones del Estado	120,4	56.122,5	92.592,8	21.176,1	11.072,9	30.410,2	30.920,3	13.865,2
Deuda autonómica	0,0	3,2	35,1	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	-	12.913,5	40.027,8	9.718,6	7.175,2	10.018,6	9.743,4	5.858,6
Otra deuda pública	0,0	0,0	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	68.422,0	94.241,3	158.807,2	39.146,0	26.175,9	45.994,9	53.413,4	25.232,4
Simple	57.723,9	94.241,3	158.807,2	39.146,0	26.175,9	45.994,9	53.413,4	25.232,4
Repo	671,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	10.026,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Total	49.230,2	92.661,9	158.792,5	39.143,6	26.172,0	45.990,7	53.407,9	25.230,1
Sociedades no financieras	1.492,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	23.402,5	92.661,9	158.792,5	39.143,6	26.172,0	45.990,7	53.407,9	25.230,1
Entidades de crédito	15.363,2	437,9	385,5	84,4	69,8	56,4	37,4	22,1
IIC, seguros y fondos de pensiones	4.337,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	3.701,5	92.224,0	158.407,0	39.059,2	26.102,2	45.934,3	53.370,4	25.208,0
Administraciones públicas	3.196,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ¹	256,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	20.882,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

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

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	15	14	13	13	13	12	12	12
Emisores privados	7	6	5	5	5	5	5	5
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	7	6	5	5	5	5	5	5
Administraciones públicas ¹	8	8	8	8	8	7	7	7
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	64	58	54	57	54	52	52	50
Emisores privados	24	19	16	16	16	16	16	16
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	24	19	16	16	16	16	16	16
Administraciones públicas ¹	40	39	38	41	38	36	36	34
Comunidades autónomas	22	21	20	21	20	18	18	18
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	9.718,0	8.268,3	7.340,4	8.163,1	7.340,4	6.249,6	6.242,6	6.227,9
Emisores privados	760,6	589,8	481,1	498,6	481,1	464,2	449,1	435,6
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	760,6	589,8	481,1	498,6	481,1	464,2	449,1	435,6
Administraciones públicas ¹	8.957,4	7.678,5	6.859,2	7.664,6	6.859,2	5.785,5	5.793,5	5.792,3
Comunidades autónomas	8.193,1	6.959,7	6.260,7	6.959,7	6.260,7	5.179,3	5.179,3	5.179,3

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Total	131.475,0	96.708,0	150.634,0	37.224,0	34.036,0	28.005,0	31.167,0	24.130,0
Simples	131.475,0	96.708,0	150.634,0	37.224,0	34.036,0	28.005,0	31.167,0	24.130,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	6.911.671	6.983.287	7.935.425	2.056.740	1.999.333	2.693.090	1.602.972	1.699.700
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.268.290	6.342.478	5.965.905	1.553.764	1.475.185	1.992.435	1.231.531	1.328.472
Futuro mini sobre Ibex 35	161.886	149.023	1.454.885	386.841	366.525	619.842	307.848	302.183
Futuro micro sobre Ibex 35			36	1	3	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	43.372	70.725	144.831	16.277	52.827	10.122	8.225	24.922
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	7.753	2.745	6	1	1	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	206.843	193.480	177.369	46.123	60.488	36.055	18.825	12.461
Opción <i>put</i> mini	223.527	224.835	192.393	53.733	44.304	34.636	36.543	31.662
Sobre acciones ⁴	32.335.004	31.412.879	32.841.027	5.126.089	9.339.160	9.850.736	7.531.055	4.226.165
Futuros	11.671.215	10.703.192	15.298.027	1.487.978	3.103.189	3.437.527	3.657.008	875.676
Futuros sobre dividendos de acciones	346.555	471.614	758.700	57.552	108.004	62.040	4.200	7.800
Futuros sobre dividendos de acciones plus	880	200	0	0	0	0	3.264	612
Opción <i>call</i>	8.848.643	7.761.974	7.405.619	1.439.960	2.597.957	3.216.199	1.393.792	1.880.966
Opción <i>put</i>	11.467.711	12.475.899	9.378.681	2.140.599	3.530.010	3.134.970	2.472.791	1.461.111

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

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

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

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

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

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	462,6	435,2	291,6	59,4	63,3	86,4	82,1	71,3
Sobre acciones nacionales	156,8	93,3	81,1	14,6	21,1	20,5	28,3	29,7
Sobre acciones extranjeras	29,9	31,6	19,7	4,5	7,1	9,6	6,5	5,3
Sobre índices	266,0	305,5	186,6	39,2	33,6	53,1	44,8	34,7
Otros ¹	9,9	4,8	3,7	0,7	1,6	3,2	2,4	1,6
Número de emisiones ²	5.084	3.986	3.605	872	823	1.095	1.074	805
Número de emisores ²	7	7	8	8	8	7	7	6
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,3	0,3	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0
Número de emisiones ²	2	2	2	2	2	1	1	1
Número de emisores ²	1	1	1	1	1	1	1	1
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	4.464,1	3.027,6	1.718,8	414,3	461,6	819,0	671,4	436,0
Número de fondos	8	6	6	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	359,3	288,9	229,2	267,0	229,2	205,5	234,0	227,2

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

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

2 Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	41	39	39	40	39	37	38	38
Sucursales en España ¹	24	25	19	22	19	18	17	14
Agentes operantes en España	5.747	2.027	1.944	1.948	1.944	1.698	1.397	1.385
Sucursales en el EEE ²	5	9	9	9	9	9	9	9
Entidades en libre prestación en el EEE ²	24	24	25	25	25	25	26	25
Pasaportes para operar en el EEE ^{2,3}	165	172	205	223	205	205	205	205
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	48	52	56	57	56	56	55	57
Sucursales en España ¹	23	21	23	22	23	23	23	23
Agentes operantes en España	461	414	361	354	361	338	328	356
Sucursales en el EEE ²	2	2	1	1	1	1	1	0
Entidades en libre prestación en el EEE ²	22	25	24	24	24	25	24	28
Pasaportes para operar en el EEE ^{2,3}	116	150	144	146	144	146	146	153
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	1	1	1	1	1	1
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO								
Entidades nacionales	171	158	140	144	140	140	139	139
Sucursales en España	19	21	22	22	22	21	21	23
Sucursales en el EEE ²	2	2	2	2	2	2	2	2
Entidades en libre prestación en el EEE ²	29	29	29	29	29	26	28	28
Pasaportes para operar en el EEE ^{2,3}	62	51	51	51	51	48	50	50
ENTIDADES DE CRÉDITO⁴								
Entidades nacionales	122	114	112	113	112	111	111	111

1 Datos corregidos.

2 EEE: Espacio Económico Europeo.

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

4 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III
Total	3.339	3.474	3.567	3.582	3.567	3.562	3.588	3.606
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	2.869	2.999	3.085	3.100	3.085	3.080	3.102	3.119
Con sucursal	53	61	65	62	65	64	66	69
En libre prestación de servicios	2.816	2.938	3.020	3.038	3.020	3.016	3.036	3.050
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	3	3	3
Con sucursal	0	0	0	0	0	0	0	0
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ¹								
Comunitarias	461	472	479	479	479	479	483	484
Con sucursal	52	53	54	53	54	54	53	52
En libre prestación de servicios	409	413	419	420	419	420	425	426
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias								
Con sucursal	6	6	6	6	6	5	5	6
En libre prestación de servicios	4	3	3	3	3	3	3	4
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	2	2	2

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
RENDA FIJA								
Total	3.727.687,0	3.082.789,5	3.222.363,2	812.562,2	791.523,6	735.041,6	1.108.871,4	1.117.312,0
Sociedades de valores	2.347.959,0	2.184.921,9	2.263.416,4	575.936,8	574.831,6	497.478,6	679.536,9	1.114.160,4
Mercados organizados nacionales	836.831,1	855.948,9	909.992,9	220.796,9	239.719,8	201.547,3	270.037,2	241.184,6
Otros mercados nacionales	1.255.087,2	1.111.231,9	1.012.359,1	265.019,0	235.678,5	215.515,3	321.387,3	767.902,7
Mercados extranjeros	256.040,7	217.741,1	341.064,4	90.120,9	99.433,3	80.416,0	88.112,4	105.073,1
Agencias de valores	1.379.728,0	897.867,6	958.946,8	236.625,4	216.692,0	237.563,0	429.334,5	3.151,6
Mercados organizados nacionales	6.067,6	6.237,8	17.314,9	5.131,7	4.714,1	901,2	912,9	95,6
Otros mercados nacionales	1.175.387,4	702.731,7	803.742,9	195.568,6	178.640,9	210.317,5	405.160,9	6,7
Mercados extranjeros	198.273,0	188.898,1	137.889,0	35.925,1	33.337,0	26.344,3	23.260,7	3.049,3
RENDA VARIABLE								
Total	804.328,3	630.896,1	1.213.388,9	358.803,5	330.078,7	387.429,2	512.419,7	481.027,4
Sociedades de valores	660.312,8	600.442,4	1.194.473,3	354.079,3	326.053,1	382.524,4	503.328,1	476.513,5
Mercados organizados nacionales	610.682,8	525.648,7	329.666,8	92.697,9	69.963,7	88.826,2	90.300,4	70.683,0
Otros mercados nacionales	3.178,2	839,1	1.771,0	235,0	446,3	941,4	1.650,4	1.138,4
Mercados extranjeros	46.451,8	73.954,6	863.035,5	261.146,4	255.643,1	292.756,8	411.377,3	404.692,1
Agencias de valores	144.015,5	30.453,7	18.915,6	4.724,2	4.025,6	4.904,8	9.091,6	4.513,9
Mercados organizados nacionales	7.037,7	6.462,5	7.712,5	1.694,7	2.115,0	1.980,0	2.510,1	1.627,2
Otros mercados nacionales	12.052,0	1.328,5	1.006,8	252,7	241,5	262,2	454,0	174,8
Mercados extranjeros	124.925,8	22.662,7	10.196,3	2.776,8	1.669,1	2.662,6	6.127,5	2.711,9

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Total	10.708.583,9	10.308.915,0	10.807.586,8	2.594.223,7	2.595.476,8	3.092.990,7	2.647.243,6	2.333.005,1
Sociedades de valores	10.528.524,3	10.065.090,4	10.523.995,1	2.526.680,4	2.552.432,9	2.995.603,4	2.500.341,1	2.312.414,3
Mercados organizados nacionales	5.330.761,9	5.457.270,1	5.058.147,9	1.139.191,0	1.267.019,9	1.398.540,1	1.125.366,5	657.784,1
Mercados organizados extranjeros	4.676.156,7	3.927.718,5	4.160.941,8	1.008.116,6	999.213,7	1.200.656,7	1.028.475,9	1.349.458,4
Mercados no organizados	521.605,7	680.101,8	1.304.905,4	379.372,8	286.199,3	396.406,6	346.498,7	305.171,8
Agencias de valores	180.059,6	243.824,6	283.591,7	67.543,3	43.043,9	97.387,3	146.902,5	20.590,8
Mercados organizados nacionales	17.171,0	30.836,1	29.601,4	14.570,6	4.695,3	6.539,9	4.100,6	2.201,8
Mercados organizados extranjeros	48.043,8	105.915,8	116.038,0	24.127,6	21.661,2	35.758,0	59.555,4	16.425,1
Mercados no organizados	114.844,8	107.072,7	137.952,3	28.845,1	16.687,4	55.089,4	83.246,5	1.963,9

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

² Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	12.601	16.172	25.389	19.524	21.935	25.389	32.814	38.357
Sociedades de valores. Total	3.769	3.807	3.219	3.664	3.620	3.219	3.383	3.291
IIC ³	18	37	40	37	43	40	40	40
Otras ⁴	3.751	3.770	3.179	3.627	3.577	3.179	3.343	3.251
Agencias de valores. Total	8.831	12.364	22.169	15.860	18.315	22.169	29.431	35.066
IIC ³	89	83	79	80	79	79	78	79
Otras ⁴	8.742	12.281	22.090	15.780	18.236	22.090	29.353	34.987
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	1	1	1	-	-	1	-	-
IIC ³	1	1	1	-	-	1	-	-
Otras ⁴	0	0	0	-	-	0	-	-
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	36.923.861	4.854.719	4.946.670	4.941.068	5.057.339	4.946.670	4.736.945	5.266.995
Sociedades de valores. Total	33.958.038	2.216.956	2.266.997	2.407.541	2.484.996	2.266.997	2.221.520	2.419.320
IIC ³	344.474	838.379	1.059.718	921.876	1.020.180	1.059.718	1.038.540	1.061.277
Otras ⁴	33.613.564	1.378.577	1.207.279	1.485.665	1.464.816	1.207.279	1.182.980	1.358.043
Agencias de valores. Total	2.949.741	2.619.297	2.658.674	2.533.527	2.572.343	2.658.674	2.515.425	2.847.675
IIC ³	1.595.851	1.295.580	1.346.615	974.538	1.054.869	1.346.615	920.360	1.079.828
Otras ⁴	1.353.890	1.323.717	1.312.059	1.558.989	1.517.474	1.312.059	1.595.065	1.767.847
Sociedades gestoras de cartera ² . Total	16.082	18.466	20.999	-	-	20.999	-	-
IIC ³	16.082	18.466	20.999	-	-	20.999	-	-
Otras ⁴	0	0	0	-	-	0	-	-

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

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

CUADRO 2.6

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ESI (excepto EAF ³)	20.170	23.149	26.561	24.479	25.762	26.561	29.158	30.262
Sociedades de valores. Total	5.125	5.241	6.163	5.852	5.971	6.163	7.647	8.474
Clientes minoristas	5.108	5.211	6.115	5.820	5.932	6.115	7.598	8.424
Clientes profesionales	6	21	31	24	29	31	47	44
Contrapartes elegibles	11	9	17	8	10	17	2	6
Agencias de valores. Total	15.045	17.908	20.398	18.627	19.791	20.398	21.511	21.788
Clientes minoristas	14.881	17.654	20.125	18.363	19.439	20.125	21.221	21.498
Clientes profesionales	132	199	229	211	310	229	249	249
Contrapartes elegibles	32	55	44	53	42	44	41	41
Sociedades gestoras de cartera ³ . Total	0	0	0	-	-	0	-	-
Clientes minoristas	0	0	0	-	-	0	-	-
Clientes profesionales	0	0	0	-	-	0	-	-
Contrapartes elegibles	0	0	0	-	-	0	-	-
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ESI (excepto EAF ⁴)	16.473	35.287	37.583	14.337	30.581	37.583	8.139	13.757
Sociedades de valores	5.555	9.562	23.400	7.599	21.118	23.400	1.455	2.809
Agencias de valores	10.918	25.725	14.183	6.738	9.463	14.183	6.684	10.948
Sociedades gestoras de cartera ⁴	0	0	0	-	-	0	-	-

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Miles de euros¹

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	21.377	73.969	38.125	27.328	38.125	-1.582	12.589	24.561
II. Comisiones netas	402.154	296.037	279.650	201.925	279.650	73.729	140.318	169.720
Comisiones percibidas	549.298	414.595	427.813	307.881	427.813	126.716	246.775	293.534
Tramitación y ejecución de órdenes	217.601	160.320	164.606	115.073	164.606	68.269	120.852	147.922
Colocación y aseguramiento de emisiones	17.553	11.090	8.849	4.103	8.849	529	1.270	1.313
Depósito y anotación de valores	38.200	42.958	42.643	34.619	42.643	11.696	21.646	23.818
Gestión de carteras	49.720	13.505	15.102	9.249	15.102	2.782	5.513	6.458
Diseño y asesoramiento	16.406	21.135	34.751	29.275	34.751	4.543	8.546	9.627
Búsqueda y colocación de paquetes	1.500	543	1.302	1.058	1.302	237	358	504
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	83.354	55.483	53.506	40.195	53.506	12.533	24.390	28.628
Otras	124.964	109.561	107.055	74.310	107.055	26.127	64.199	75.263
Comisiones satisfechas	147.144	118.558	148.163	105.956	148.163	52.987	106.457	123.814
III. Resultado de inversiones financieras	43.725	27.088	29.452	22.367	29.452	10.697	70.866	80.678
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	28.507	16.614	29.066	21.730	29.066	15.770	51.948	43.873
V. Margen bruto	495.763	413.708	376.293	273.350	376.293	98.614	275.721	318.832
VI. Resultado de explotación	145.364	85.837	55.978	38.755	55.978	27.315	107.737	120.056
VII. Resultado de actividades continuadas	120.683	91.771	54.528	40.421	54.528	23.965	96.529	108.323
VIII. Resultado neto del ejercicio	157.065	91.771	54.528	40.421	54.528	23.965	96.529	108.323

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

2 Datos disponibles: julio de 2020.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	92.832	114.751	101.039	46.603	74.611	101.039	24.876	135.330
Activos monetarios y deuda pública	3.909	11.193	2.625	1.816	2.266	2.625	1.054	20.266
Otros valores de renta fija	34.369	11.842	27.811	14.210	21.178	27.811	6.399	2.073
Cartera interior	20.941	8.304	13.186	5.680	8.873	13.186	2.581	8.133
Cartera exterior	13.428	3.538	14.625	8.530	12.305	14.625	3.818	-6.060
Renta variable	53.601	10.844	8.009	6.250	5.218	8.009	914	24.095
Cartera interior	11.494	9.901	7.006	3.542	4.265	7.006	1.250	24.344
Cartera exterior	42.107	943	1.003	2.708	953	1.003	-336	-249
Derivados	-40.286	-1.167	-3.873	-1.236	-1.911	-3.873	-321	-2.236
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-288	-107	-3.492	-934	-2.105	-3.492	-1.597	-3.106
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	114	3.884	1.084	255	829	1.084	-303	-2.766
Diferencias de cambio netas	4.353	283	118	-78	-24	118	68	8.055
Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.330	28.949	15.571	21.755	28.949	15.703	43.893
Otras operaciones	12.906	61.649	39.808	10.749	27.405	39.808	2.959	45.056
MARGEN DE INTERESES								
Total	21.377	73.968	38.127	12.445	27.327	38.127	-1.582	12.589
Activos monetarios y deuda pública	1.576	2.036	1.027	648	839	1.027	147	302
Otros valores de renta fija	1.285	1.300	3.319	1.432	1.971	3.319	597	832
Cartera interior	415	124	734	67	113	734	341	409
Cartera exterior	870	1.176	2.585	1.365	1.858	2.585	256	423
Renta variable	6.140	3.673	2.767	1.824	1.800	2.767	48	827
Cartera interior	3.047	2.892	2.456	924	1.564	2.456	30	657
Cartera exterior	3.093	781	311	900	236	311	18	170
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-288	-107	-3.492	-934	-2.105	-3.492	-1.597	-3.106
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	114	3.884	1.084	255	829	1.084	-303	-2.766
Otras operaciones	12.550	63.182	33.422	9.220	23.993	33.422	-474	16.500
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	43.725	27.088	29.451	17.278	22.366	29.451	10.699	70.865
Activos monetarios y deuda pública	2.333	9.157	1.598	1.168	1.427	1.598	907	19.964
Otros valores de renta fija	33.084	10.542	24.492	12.778	19.207	24.492	5.802	1.241
Cartera interior	20.526	8.180	12.452	5.613	8.760	12.452	2.240	7.724
Cartera exterior	12.558	2.362	12.040	7.165	10.447	12.040	3.562	-6.483
Renta variable	47.461	7.171	5.242	4.426	3.418	5.242	866	23.268
Cartera interior	8.447	7.009	4.550	2.618	2.701	4.550	1.220	23.687
Cartera exterior	39.014	162	692	1.808	717	692	-354	-419
Derivados	-40.286	-1.167	-3.873	-1.236	-1.911	-3.873	-321	-2.236
Otras operaciones	1.133	1.385	1.992	142	225	1.992	3.445	28.628
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	27.730	13.695	33.461	16.880	24.918	33.461	15.759	51.876
Diferencias de cambio netas	4.353	283	118	-78	-24	118	68	8.055
Otros productos y cargas de explotación	24.154	16.330	28.949	15.571	21.755	28.949	15.703	43.893
Otras operaciones	-777	-2.918	4.394	1.387	3.187	4.394	-12	-72

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	3.127	1.583	1.252	783	1.252	-4	551	564
II. Comisiones netas	120.674	135.782	130.293	89.925	130.293	34.779	65.697	76.080
Comisiones percibidas	142.771	156.624	150.842	103.815	150.842	40.524	75.912	88.864
Tramitación y ejecución de órdenes	20.449	20.018	23.194	17.375	23.194	8.196	14.004	15.214
Colocación y aseguramiento de emisiones	3.427	1.120	580	580	580	979	1.172	1.172
Depósito y anotación de valores	903	824	879	649	879	216	417	487
Gestión de carteras	12.470	15.412	14.890	9.600	14.890	3.404	6.648	7.755
Diseño y asesoramiento	11.263	26.446	14.426	9.639	14.426	6.705	11.004	14.634
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	60.571	63.821	62.866	43.829	62.866	14.549	29.299	34.155
Otras	33.689	28.983	34.008	22.143	34.008	6.475	13.367	15.445
Comisiones satisfechas	22.097	20.842	20.549	13.890	20.549	5.745	10.215	12.784
III. Resultado de inversiones financieras	1.133	-51	910	824	910	-7.366	-6.788	-6.498
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-1.680	-279	1.194	739	1.194	-198	-416	-698
V. Margen bruto	123.254	137.035	133.648	92.271	133.648	27.211	59.044	69.448
VI. Resultado de explotación	17.024	12.031	9.284	8.749	9.284	-5.456	-3.604	-1.882
VII. Resultado de actividades continuadas	11.620	7.459	6.163	8.107	6.163	-5.109	-1.547	17
VIII. Resultado neto del ejercicio	11.620	7.459	6.163	8.107	6.163	-5.109	-1.547	17

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

2 Datos disponibles: julio de 2020.

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera¹

CUADRO 2.10

Miles de euros²

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

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

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

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Ratio de capital total ³	33,40	42,36	46,92	36,69	35,74	46,92	37,13	38,13
Exceso de recursos propios (miles de euros)	803.793	915.383	1.165.707	919.410	901.336	1.165.707	1.098.487	1.140.674
% exceso ⁴	317,54	429,49	486,52	358,66	346,78	486,52	364,11	376,63
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	18	20	23	21	24	23	25	26
> 100-≤ 300 %	23	29	31	28	26	31	27	25
> 300-≤ 500 %	14	10	10	9	10	10	12	11
> 500 %	18	15	13	19	20	13	13	14
SOCIEDADES DE VALORES								
Ratio de capital total ³	34,28	45,16	49,63	38,02	36,95	49,63	39,05	39,90
Exceso de recursos propios (miles de euros)	755.143	874.235	1.118.273	870.260	852.187	1.118.273	1.037.871	1.076.407
% exceso ⁴	328,55	464,51	520,42	375,22	361,84	520,42	388,12	398,76
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	8	7	7	5	7	7	6	8
> 100-≤ 300 %	10	10	14	14	14	14	13	13
> 300-≤ 500 %	8	7	4	4	3	4	6	4
> 500 %	13	14	11	15	15	11	11	12
AGENCIAS DE VALORES								
Ratio de capital total ³	24,69	21,17	23,34	24,11	24,11	23,34	22,14	23,62
Exceso de recursos propios (miles de euros)	48.452	40.952	47.249	49.151	49.149	47.249	60.616	64.267
% exceso ⁴	208,66	164,84	191,77	201,36	201,40	191,77	176,80	195,19
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	10	13	16	16	17	16	19	18
> 100-≤ 300 %	12	18	16	14	12	16	14	12
> 300-≤ 500 %	6	3	6	5	7	6	6	7
> 500 %	5	1	2	4	5	2	2	2
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Ratio de capital total ³	30,70	29,68	25,72	-	-	25,72	-	-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	198	196	185	-	-	185	-	-
% exceso ⁴	282,86	272,22	221,50	-	-	221,50	-	-
N.º entidades según porcentaje del exceso								
≤ 100 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 100-≤ 300 %	1	1	1	-	-	1	-	-
> 300-≤ 500 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 500 %	0	0	0	-	-	0	-	-

1 Solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información según lo establecido en 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.

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

3 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.

4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.12

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Media ³ (%)	17,73	12,27	9,23	4,93	6,91	9,23	10,41	25,53
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	20	40	32	36	39	32	44	39
0-≤ 15 %	28	22	22	24	27	22	13	10
> 15-≤ 45 %	22	10	19	20	17	19	17	15
> 45-≤ 75 %	4	6	7	3	4	7	3	8
> 75 %	15	14	12	11	10	12	15	19
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	17,84	12,16	8,87	3,92	6,36	8,87	14,25	27,89
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	7	18	13	18	19	13	17	15
0-≤ 15 %	17	12	13	12	15	13	6	6
> 15-≤ 45 %	11	5	7	8	5	7	10	7
> 45-≤ 75 %	1	2	1	1	1	1	1	6
> 75 %	4	2	2	0	0	2	2	3
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	16,49	13,24	12,05	14,55	11,80	12,05	-13,84	9,77
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	21	19	18	20	19	27	24
0-≤ 15 %	11	10	9	12	12	9	7	4
> 15-≤ 45 %	10	5	11	12	12	11	7	8
> 45-≤ 75 %	3	4	6	2	3	6	2	2
> 75 %	11	12	10	11	10	10	13	16
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA²								
Media ³ (%)	20,65	-0,84	19,74	-	-	19,74	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	0	1	0	-	-	0	-	-
0-≤ 15 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 15-≤ 45 %	1	0	1	-	-	1	-	-
> 45-≤ 75 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 75 %	0	0	0	-	-	0	-	-

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.13

Miles de euros

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

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

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

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	4.564	4.386	4.233	4.290	4.233	4.182	4.152	4.115
Fondos de inversión	1.676	1.617	1.595	1.611	1.595	1.578	1.562	1.540
Sociedades de inversión	2.833	2.713	2.569	2.614	2.569	2.535	2.518	2.502
IIC de IIC de inversión libre	8	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	47	49	62	58	62	62	65	66
Total IIC inmobiliarias	7	7	5	6	5	5	5	5
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	4	3	4	3	3	3	3
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.013	1.024	1.033	1.017	1.033	1.035	1.042	1.038
Fondos extranjeros comercializados en España	455	429	399	392	399	402	402	400
Sociedades extranjeras comercializadas en España	558	595	634	625	634	633	640	638
SGIIC	109	119	123	123	123	124	124	455
Depositarias IIC	54	37	36	36	36	36	36	558

1 Datos disponibles: agosto de 2020.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero ²	10.704.585	11.627.118	12.132.581	11.620.670	12.132.581	12.142.357	12.324.766	12.591.193
Fondos de inversión	10.283.312	11.213.482	11.734.029	11.221.151	11.734.029	11.746.642	11.939.407	12.207.368
Sociedades de inversión	421.273	413.636	398.552	399.519	398.552	395.715	385.359	383.825
Total IIC inmobiliarias ²	1.424	905	799	811	799	796	795	795
Fondos de inversión inmobiliaria	1.097	483	483	483	483	483	483	483
Sociedades de inversión inmobiliaria	327	422	316	328	316	313	312	312
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	1.984.474	3.172.682	3.361.901	3.144.420	3.361.901	3.421.733	3.834.258	-
Fondos extranjeros comercializados en España	431.295	547.517	521.648	488.522	521.648	531.035	572.841	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	1.553.179	2.625.165	2.840.253	2.655.898	2.840.253	2.890.698	3.261.417	-

1 Datos disponibles: julio de 2020.

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

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

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

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

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	296.619,5	286.930,9	308.170,1	301.467,3	308.170,1	274.633,1	289.847,9	291.194,0
Fondos de inversión ²	265.194,8	259.095,0	279.377,4	273.100,7	279.377,4	250.126,3	263.619,4	265.159,7
Sociedades de inversión	31.424,7	27.835,9	28.792,7	28.366,6	28.792,7	24.506,9	26.228,5	26.034,3
Total IIC inmobiliarias	991,4	1.058,2	1.072,9	1.069,5	1.072,9	1.076,8	1.205,1	1.207,6
Fondos de inversión inmobiliaria	360,0	309,4	309,4	309,3	309,4	309,7	309,7	310,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	631,4	748,8	763,5	760,2	763,5	767,1	895,4	897,2
Total IIC extranjeras comercializadas en España ^{3,4}	150.420,6	162.701,9	178.841,5	177.366,2	178.841,5	167.800,5	171.882,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	26.133,9	34.237,1	30.843,4	30.010,6	30.843,4	29.844,4	26.201,3	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	124.286,7	128.464,9	147.998,1	147.355,6	147.998,1	137.956,1	145.681,6	-

1 Datos disponibles: julio de 2020.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2020, del orden de 7.415,0 millones de euros.

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

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	265.194,8	259.095,0	279.377,4	270.916,0	273.100,7	279.377,4	250.126,3	263.619,4
Cartera de inversiones financieras	244.598,0	241.016,2	256.750,7	251.189,1	251.719,1	256.750,7	225.972,0	240.056,3
Cartera interior	83.032,1	74.486,1	66.520,4	73.843,0	69.542,8	66.520,4	55.616,4	55.564,9
Valores representativos de deuda	55.389,1	50.537,5	44.637,7	51.611,7	47.670,3	44.637,7	38.960,2	39.528,1
Instrumentos de patrimonio	10.911,7	10.868,4	9.047,9	9.788,0	9.258,3	9.047,9	5.696,7	5.810,0
Instituciones de inversión colectiva	7.625,9	6.984,9	8.581,9	7.690,2	7.982,2	8.581,9	7.729,5	8.019,8
Depósitos en EE. CC.	8.657,1	5.854,8	4.004,8	4.493,0	4.375,5	4.004,8	3.103,6	2.067,2
Derivados	441,4	235,4	243,2	254,7	251,3	243,2	114,8	126,9
Otros	6,8	5,2	4,9	5,4	5,2	4,9	11,7	12,8
Cartera exterior	161.556,6	166.522,5	190.224,5	177.336,6	182.169,4	190.224,5	170.350,5	184.486,8
Valores representativos de deuda	67.794,0	74.079,1	83.817,5	77.987,5	82.625,8	83.817,5	82.667,6	83.963,6
Instrumentos de patrimonio	27.081,8	26.660,8	33.115,9	26.943,6	30.924,1	33.115,9	25.407,5	29.738,0
Instituciones de inversión colectiva	66.099,9	65.624,3	73.054,4	72.134,2	68.328,8	73.054,4	62.442,1	70.616,8
Depósitos en EE. CC.	74,7	21,1	4,5	29,9	14,7	4,5	4,5	11,1
Derivados	504,7	136,0	231,3	240,4	275,0	231,3	-172,1	156,4
Otros	1,4	1,2	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	9,3	7,6	5,8	9,5	6,9	5,8	5,0	4,6
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	19.988,5	16.897,1	21.735,1	18.625,3	20.954,7	21.735,1	21.319,0	21.651,0
Neto deudores/acreadores	608,3	1.181,7	891,6	1.101,6	426,9	891,6	2.835,3	1.912,1

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	31.424,7	27.835,9	28.792,7	29.105,8	28.366,6	28.792,7	24.506,9	26.228,5
Cartera de inversiones financieras	28.804,9	24.840,8	25.940,3	25.773,8	25.140,6	25.940,3	21.490,8	23.583,5
Cartera interior	6.229,4	5.031,5	4.588,3	4.828,1	4.621,3	4.588,3	3.622,1	3.438,0
Valores representativos de deuda	1.653,8	1.433,8	1.217,1	1.346,1	1.265,2	1.217,1	1.155,8	885,1
Instrumentos de patrimonio	2.674,5	2.193,7	1.982,8	2.077,3	1.992,2	1.982,8	1.440,5	1.497,5
Instituciones de inversión colectiva	1.625,9	1.193,8	1.232,2	1.217,6	1.178,6	1.232,2	892,6	927,5
Depósitos en EE. CC.	236,2	164,3	98,6	152,7	134,6	98,6	79,8	73,0
Derivados	-0,6	-0,2	0,8	-16,9	-2,1	0,8	-3,0	-3,0
Otros	39,7	46,2	56,8	51,2	52,9	56,8	56,5	58,0
Cartera exterior	22.566,2	19.803,8	21.348,2	20.940,9	20.512,8	21.348,2	17.864,4	20.142,0
Valores representativos de deuda	4.396,6	4.241,6	4.617,7	4.495,4	4.469,0	4.617,7	4.030,2	4.075,8
Instrumentos de patrimonio	6.987,8	5.979,1	6.133,8	6.188,7	5.975,1	6.133,8	4.998,1	6.022,3
Instituciones de inversión colectiva	11.153,5	9.540,9	10.549,0	10.205,1	10.023,7	10.549,0	8.781,9	9.988,5
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1	0,0	0,0
Derivados	19,3	27,6	34,1	36,6	27,6	34,1	41,9	42,1
Otros	8,9	14,5	12,5	14,1	16,3	12,5	12,3	13,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	9,3	5,6	3,8	4,8	6,4	3,8	4,3	3,5
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.421,7	2.731,9	2.659,8	3.121,1	2.926,1	2.659,8	2.707,5	2.396,2
Neto deudores/acreedores	197,5	262,6	192,1	210,3	299,4	192,1	308,0	248,3

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.741	1.725	1.710	1.723	1.710	1.697	1.692	1.668
Renta fija ⁴	290	279	281	283	281	283	283	278
Renta fija mixta ⁵	155	168	173	171	173	173	175	173
Renta variable mixta ⁶	176	184	185	186	185	187	186	183
Renta variable euro	111	113	113	113	113	112	110	108
Renta variable internacional	211	236	263	257	263	272	275	279
Garantizado renta fija	79	67	66	66	66	66	63	59
Garantizado renta variable ⁷	188	163	155	159	155	147	145	138
Fondos globales	225	242	255	252	255	254	247	250
De gestión pasiva ⁸	202	172	133	148	133	119	125	120
Retorno absoluto	104	99	84	86	84	82	81	78
PARTÍCIPIES								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.227.026	11.739.183	11.751.437	11.944.057	12.212.040
Renta fija ⁴	2.627.547	2.709.547	3.668.324	3.376.056	3.668.324	3.660.775	3.793.867	3.969.468
Renta fija mixta ⁵	1.197.523	1.188.157	1.087.881	1.044.836	1.087.881	1.203.900	1.204.871	1.186.067
Renta variable mixta ⁶	584.408	624.290	707.159	695.444	707.159	707.919	715.404	738.845
Renta variable euro	710.928	831.115	598.901	553.832	598.901	532.060	500.778	491.767
Renta variable internacional	1.865.367	2.225.366	2.655.123	2.512.222	2.655.123	2.732.902	2.775.877	2.896.328
Garantizado renta fija	190.075	165.913	154.980	161.392	154.980	148.317	145.787	144.715
Garantizado renta variable ⁷	527.533	494.660	428.470	461.897	428.470	391.235	383.372	371.019
Fondos globales	1.086.937	1.501.730	1.359.915	1.291.162	1.359.915	1.355.885	1.376.316	1.363.046
De gestión pasiva ⁸	638.966	543.192	429.428	474.947	429.428	396.398	435.035	437.224
Retorno absoluto	858.170	930.641	646.042	652.278	646.042	619.085	609.793	610.603
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	273.100,7	279.377,4	250.126,3	263.619,4	265.159,7
Renta fija ⁴	70.563,9	66.889,3	78.583,2	77.871,1	78.583,2	73.475,8	76.179,4	77.747,2
Renta fija mixta ⁵	43.407,0	40.471,0	40.819,9	38.959,2	40.819,9	41.312,7	42.581,8	42.036,3
Renta variable mixta ⁶	22.386,7	23.256,0	28.775,8	27.613,4	28.775,8	25.829,7	27.511,7	28.845,6
Renta variable euro	12.203,2	12.177,7	10.145,1	10.034,3	10.145,1	6.618,2	7.027,7	6.475,7
Renta variable internacional	24.064,6	24.404,9	34.078,9	30.447,0	34.078,9	27.636,0	31.757,0	31.900,2
Garantizado renta fija	5.456,7	4.887,4	4.809,3	5.143,1	4.809,3	4.505,2	4.517,4	4.465,8
Garantizado renta variable ⁷	15.417,5	14.556,0	13.229,1	14.395,0	13.229,1	11.684,0	11.626,5	11.383,9
Fondos globales	35.511,5	42.137,2	43.041,9	41.702,5	43.041,9	37.120,7	39.071,8	39.089,3
De gestión pasiva ⁸	19.477,8	16.138,6	14.073,8	15.355,0	14.073,8	11.708,7	13.054,6	13.044,6
Retorno absoluto	16.705,9	14.172,5	11.818,3	11.577,6	11.818,3	10.233,0	10.289,6	10.169,2

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

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

3 Datos disponibles: julio de 2020.

4 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo.

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

8 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

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

CUADRO 3.7

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	10.287.454	11.217.569	11.739.183	11.227.026	11.739.183	11.751.437	11.944.057	12.212.040
Personas físicas	10.080.255	11.008.977	11.534.957	11.024.532	11.534.957	11.551.161	11.738.396	12.005.781
Residentes	9.994.395	10.917.387	11.440.086	10.931.913	11.440.086	11.456.061	11.642.328	11.908.960
No residentes	85.860	91.590	94.871	92.619	94.871	95.100	96.068	96.821
Personas jurídicas	207.199	208.592	204.226	202.494	204.226	200.276	205.661	206.259
Entidades de crédito	515	655	1.928	638	1.928	1.415	1.435	1.441
Otros agentes residentes	205.804	207.073	201.408	200.945	201.408	198.000	203.379	203.965
Entidades no residentes	880	864	890	911	890	861	847	853
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	273.100,7	279.377,4	250.126,3	263.619,4	265.159,7
Personas físicas	218.429,6	215.785,0	231.434,8	227.293,8	231.434,8	207.225,4	218.464,1	219.810,9
Residentes	215.290,8	212.758,3	228.214,4	224.066,0	228.214,4	204.390,5	215.479,5	216.815,0
No residentes	3.138,8	3.026,7	3.220,4	3.227,8	3.220,4	2.834,9	2.984,6	2.996,0
Personas jurídicas	46.765,1	43.310,0	47.942,6	45.806,9	47.942,6	42.900,8	45.155,3	45.348,8
Entidades de crédito	342,2	384,1	523,7	321,5	523,7	412,4	440,1	446,6
Otros agentes residentes	45.518,8	41.967,9	46.628,9	44.662,0	46.628,9	41.913,2	44.127,4	44.321,4
Entidades no residentes	904,1	957,9	790,0	823,4	790,0	575,2	587,8	580,8

1 Datos disponibles: julio de 2020.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019		2020		
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	151.586,4	130.577,0	156.702,7	35.971,0	32.555,6	34.009,0	40.155,8	22.418,1
Renta fija	59.088,5	53.165,8	91.050,8	19.188,6	15.125,4	15.896,8	17.098,9	10.772,7
Renta fija mixta	20.513,3	14.823,4	14.154,1	3.396,7	3.373,1	4.623,9	7.341,1	1.628,1
Renta variable mixta	10.452,2	10.406,8	11.156,0	4.411,4	1.624,4	3.665,9	3.238,3	1.160,3
Renta variable euro	9.452,9	7.024,3	2.998,4	672,9	511,4	769,0	714,8	664,9
Renta variable internacional	14.866,5	13.265,2	16.864,0	3.305,0	7.452,2	3.843,4	5.649,8	3.758,1
Garantizado renta fija	986,9	796,0	854,1	301,5	36,7	8,4	45,5	204,7
Garantizado renta variable	2.413,1	2.116,8	898,2	395,5	68,6	22,4	15,4	8,9
Fondos globales	21.571,9	20.455,3	12.713,7	3.416,6	2.296,0	3.628,0	4.395,4	1.978,3
De gestión pasiva	2.374,0	3.014,3	2.261,9	383,0	376,4	476,8	928,1	1.541,1
Retorno absoluto	9.867,1	5.493,3	3.751,5	499,9	1.691,4	1.074,5	728,4	701,2
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	130.248,0	122.669,5	154.273,0	35.660,4	32.262,7	31.757,6	42.240,3	22.286,0
Renta fija	62.087,2	55.823,7	80.046,4	16.719,5	10.531,1	14.948,6	18.569,8	9.413,2
Renta fija mixta	18.011,6	16.685,2	16.004,2	5.360,9	4.307,6	3.049,7	5.333,4	2.072,5
Renta variable mixta	4.942,6	7.344,0	7.943,7	1.792,4	1.551,0	2.970,6	2.962,3	1.142,5
Renta variable euro	6.908,0	5.246,8	6.540,2	1.899,1	1.024,1	1.235,0	1.536,8	1.037,7
Renta variable internacional	10.363,6	9.476,0	12.963,1	3.466,6	4.691,8	2.352,9	3.911,7	4.160,7
Garantizado renta fija	3.876,9	1.202,9	1.136,7	277,3	162,9	287,3	306,9	203,8
Garantizado renta variable	3.001,5	2.582,6	2.739,2	381,1	816,4	1.101,5	1.302,8	222,0
Fondos globales	8.587,6	11.301,6	15.133,7	3.124,3	5.702,2	3.133,4	4.841,6	2.187,2
De gestión pasiva	6.954,8	5.776,3	5.272,0	1.063,1	1.139,0	1.757,8	2.027,1	817,8
Retorno absoluto	5.488,2	7.230,5	6.493,7	1.575,9	2.336,3	920,8	1.447,8	1.028,4

1 Datos estimados.

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

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

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	21.325,0	7.841,8	2.467,5	326,2	295,6	2.247,9	-2.103,9	145,6
Renta fija	-3.638,0	-2.766,0	10.732,6	2.469,2	4.352,6	914,1	-3.186,6	1.393,8
Renta fija mixta	2.890,5	-1.063,7	-1.506,1	-1.631,4	-949,3	1.618,4	3.742,5	-353,7
Renta variable mixta	5.498,6	2.485,9	3.288,8	2.623,8	-0,8	693,1	411,2	6,8
Renta variable euro	2.549,7	1.848,7	-3.588,2	-1.272,8	-518,3	-466,0	-836,8	-366,0
Renta variable internacional	4.514,0	3.864,1	4.113,8	-38,9	2.843,5	1.492,7	1.735,7	-355,5
Garantizado renta fija	-3.262,6	-575,8	-282,6	24,2	-126,2	-278,9	-261,3	-43,8
Garantizado renta variable	-309,5	-667,2	-1.857,0	-4,7	-745,2	-1.078,6	-1.313,7	-213,0
Fondos globales	13.405,9	9.448,9	-2.553,9	93,2	-3.325,4	495,4	-574,7	-253,4
De gestión pasiva	-4.585,0	-2.790,4	-3.026,8	-680,3	-780,1	-1.295,8	-1.099,7	737,5
Retorno absoluto	4.287,3	-1.899,6	-2.852,9	-1.256,1	-454,9	153,5	-720,6	-407,0
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	6.022,6	-13.919,3	18.002,8	2.229,8	1.898,4	4.197,3	-27.140,2	13.353,6
Renta fija	-24,1	-908,5	961,9	342,6	316,0	-202,0	-1.920,7	1.309,9
Renta fija mixta	451,4	-1.865,1	1.866,9	296,2	267,5	248,0	-3.245,8	1.627,0
Renta variable mixta	577,8	-1.616,6	2.231,0	261,2	264,1	469,4	-3.357,3	1.675,2
Renta variable euro	987,8	-1.871,2	1.556,4	105,4	-124,2	577,1	-2.690,2	776,0
Renta variable internacional	1.872,3	-3.522,6	5.561,1	213,7	341,1	2.139,2	-8.178,5	4.477,5
Garantizado renta fija	39,4	6,6	204,4	107,9	71,5	-54,9	-42,8	56,1
Garantizado renta variable	251,3	-194,2	530,0	218,0	202,0	-87,3	-231,3	155,6
Fondos globales	1.190,3	-2.602,1	3.460,8	355,3	359,1	844,5	-5.345,9	2.204,0
De gestión pasiva	472,9	-537,5	1.133,2	266,7	157,6	176,4	-1.262,9	608,4
Retorno absoluto	203,4	-796,6	498,7	63,5	43,7	87,2	-864,8	464,4

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

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

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	3,41	-4,19	7,67	1,08	0,95	1,77	-9,74	5,44
Renta fija	0,59	-0,79	1,83	0,61	0,55	-0,14	-2,39	1,89
Renta fija mixta	2,22	-3,25	5,75	1,01	0,95	0,87	-7,22	4,11
Renta variable mixta	4,36	-5,46	9,79	1,33	1,32	2,03	-11,38	6,58
Renta variable euro	11,14	-11,98	16,01	1,44	-0,81	6,20	-30,24	11,68
Renta variable internacional	10,80	-11,89	21,00	1,21	1,55	7,10	-25,19	15,31
Garantizado renta fija	1,14	0,56	4,52	2,21	1,50	-1,01	-0,82	1,42
Garantizado renta variable	2,18	-0,80	4,20	1,61	1,54	-0,56	-1,77	1,46
Fondos globales	5,39	-5,11	9,24	1,09	1,15	2,32	-12,50	6,04
De gestión pasiva	2,81	-2,55	7,88	1,81	1,15	1,36	-9,82	5,29
Retorno absoluto	2,32	-4,01	4,93	0,74	0,59	0,98	-7,37	4,74
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,91	0,86	0,85	0,21	0,21	0,21	0,20	0,20
Renta fija	0,54	0,45	0,44	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10
Renta fija mixta	1,05	0,96	0,92	0,22	0,23	0,23	0,21	0,22
Renta variable mixta	1,34	1,26	1,29	0,32	0,32	0,33	0,31	0,31
Renta variable euro	1,71	1,47	1,49	0,37	0,37	0,38	0,36	0,36
Renta variable internacional	1,69	1,41	1,41	0,35	0,34	0,35	0,32	0,31
Garantizado renta fija	0,48	0,38	0,36	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,58	0,53	0,47	0,12	0,11	0,11	0,11	0,11
Fondos globales	1,07	0,98	1,03	0,25	0,26	0,27	0,26	0,26
De gestión pasiva	0,52	0,48	0,42	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10
Retorno absoluto	0,91	0,79	0,81	0,20	0,20	0,21	0,20	0,19
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,07	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,11	0,10	0,10	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,07	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

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

CUADRO 3.11

%

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ²
Total fondos de inversión	2,42	-4,89	7,12	0,71	1,57	-9,30	5,56	0,38
Renta fija	-0,13	-1,44	1,38	0,42	-0,26	-2,43	1,82	0,38
Renta fija mixta	1,10	-4,27	4,75	0,69	0,59	-6,97	3,96	0,47
Renta variable mixta	3,23	-6,45	9,25	0,97	1,68	-11,06	6,54	0,70
Renta variable euro	11,16	-13,01	14,27	-1,13	5,95	-28,48	11,94	-2,49
Renta variable internacional	8,75	-12,34	22,18	1,37	6,91	-23,11	16,43	0,27
Garantizado renta fija	0,72	0,09	3,98	1,39	-1,07	-0,94	1,20	0,46
Garantizado renta variable	1,61	-1,33	3,62	1,42	-0,63	-1,86	1,35	0,21
Fondos globales	4,46	-5,69	8,45	0,77	2,04	-12,00	6,15	0,78
De gestión pasiva	2,13	-3,16	7,45	0,96	1,27	-9,29	5,54	-0,29
Retorno absoluto	1,44	-4,81	3,94	0,35	0,75	-7,50	4,66	0,77

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

2 Datos disponibles: julio de 2020.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II ¹
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.656	4.444	7.548	5.846	6.451	7.548	8.025	8.053
Patrimonio (millones de euros)	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.321,5	2.467,1	2.832,4	2.523,3	2.700,1
Suscripciones (millones de euros)	663,9	500,7	1.290,0	139,6	208,3	835,4	215,5	45,6
Reembolsos (millones de euros)	607,2	320,4	937,0	226,2	68,7	570,7	86,1	25,3
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	56,7	180,3	353,0	-86,7	139,6	264,8	129,3	20,3
Rendimientos netos (millones de euros)	149,4	-153,8	217,2	13,1	6,0	100,6	-438,5	156,5
Rentabilidad (%)	7,84	-6,47	10,35	0,36	0,22	3,94	-13,75	6,40
Rendimientos de gestión ² (%)	9,51	-5,46	9,94	0,85	0,49	4,08	-15,76	6,11
Gastos comisión de gestión ² (%)	2,59	1,70	1,19	0,25	0,23	0,25	0,23	0,15
Gastos de financiación ² (%)	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes	3.596	2.804	2.859	2.850	2.861	2.859	2.855	2.857
Patrimonio (millones de euros)	468,7	468,8	566,7	513,7	562,4	566,7	546,8	559,9
Suscripciones (millones de euros)	205,4	7,2	72,3	0,2	42,2	0,0	2,2	-
Reembolsos (millones de euros)	22,1	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,4	0,1	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	183,4	6,6	71,4	0,0	42,2	-0,4	2,1	-
Rendimientos netos (millones de euros)	-8,3	-6,5	26,5	6,8	6,5	4,6	-22,0	-
Rentabilidad (%)	-1,66	-1,28	5,23	1,34	1,10	0,83	-3,49	2,48
Rendimientos de gestión ³ (%)	-0,24	-3,04	6,32	1,64	1,61	1,12	-3,08	-
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,45	1,64	1,63	0,39	0,39	0,36	0,36	-
Gastos comisión de depósito ³ (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,01	-

1 Datos disponibles: mayo de 2020.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.676	1.617	1.595	1.611	1.595	1.578	1.562	1.540
Sociedades de inversión	2.824	2.713	2.560	2.605	2.560	2.530	2.512	2.496
IIC de IIC de inversión libre	8	7	7	7	7	7	7	7
IIC de inversión libre	47	49	62	58	62	62	65	66
Fondos de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	4	3	4	3	3	3	3
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	265.194,8	259.095,0	279.377,4	273.100,7	279.377,4	250.126,3	263.619,4	265.159,7
Sociedades de inversión	31.021,1	27.479,7	28.385,5	27.984,6	28.385,5	24.220,8	25.883,3	25.687,2
IIC de IIC de inversión libre ³	468,7	468,8	566,7	562,5	566,7	546,8	559,9	-
IIC de inversión libre ³	2.298,2	2.262,2	2.832,4	2.461,7	2.832,4	2.523,3	2.700,1	-
Fondos de inversión inmobiliaria	360,0	309,4	309,4	309,3	309,4	309,7	309,7	310,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	631,5	748,8	763,5	760,2	763,5	767,1	895,4	897,2

1 Datos disponibles: julio de 2020.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles: mayo de 2020.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2017	2018	2019	2019			2020	
				II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN^{2,3} (millones de euros)								
Total	150.420,6	162.335,0	178.841,5	179.976,2	177.664,7	178.841,5	167.800,5	171.882,9
Fondos	26.133,9	34.209,6	30.843,4	33.322,4	30.207,0	30.843,4	29.844,4	26.201,3
Sociedades	124.286,7	128.125,5	147.998,1	146.653,8	147.457,7	147.998,1	137.956,1	145.681,6
N.º DE INVERSORES²								
Total	1.984.474	3.173.245	3.361.901	3.117.731	3.145.703	3.361.901	3.421.733	3.834.258
Fondos	431.295	547.826	521.648	496.837	488.584	521.648	531.035	572.841
Sociedades	1.553.179	2.625.419	2.840.253	2.620.894	2.657.119	2.840.253	2.890.698	3.261.417
N.º DE INSTITUCIONES⁴								
Total	1.013	1.024	1.033	1.020	1.017	1.033	1.035	1.042
Fondos	455	429	399	403	392	399	402	402
Sociedades	558	595	634	617	625	634	633	640
ESTADO DE ORIGEN⁴								
Luxemburgo	429	447	462	457	461	462	463	469
Francia	292	263	222	234	221	222	222	221
Irlanda	184	200	220	211	216	220	219	221
Alemania	35	42	48	46	47	48	49	49
Reino Unido	33	27	23	25	24	23	23	23
Países Bajos	2	2	4	2	4	4	4	4
Austria	21	24	30	25	25	30	31	31
Bélgica	5	5	5	5	4	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	8	9	11	10	10	11	11	11
Liechtenstein	3	4	4	4	4	4	4	4

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

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

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

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2017	2018	2019	2019		2020		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	3	2	2	2	2	2	2	2
Partícipes	1.097	483	483	483	483	483	483	483
Patrimonio (millones de euros)	360,0	309,4	309,4	309,3	309,4	309,7	309,7	310,4
Rentabilidad (%)	-2,60	0,24	-0,02	-0,01	0,02	0,09	0,01	0,22
SOCIEDADES								
Número	4	4	3	4	3	3	3	3
Accionistas	327	422	316	328	316	313	312	312
Patrimonio (millones de euros)	631,5	748,8	763,5	760,2	763,5	767,1	895,4	897,2

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

2 Datos disponibles: julio de 2020.

