

3 Entidades financieras y servicios de inversión

3.1 Inversión colectiva

Después de seis años de crecimiento ininterrumpido, en 2018 se produjo una ligera contracción en el patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero. Esta fue consecuencia, principalmente, del descenso del valor de la cartera de inversiones debido a la inestabilidad presente en los mercados financieros durante buena parte del año. Por el contrario, continuaron produciéndose nuevas entradas de recursos, aunque a un ritmo mucho menor que en años anteriores, e incluso en el último trimestre se llegaron a efectuar reembolsos netos en muchas categorías. Las fórmulas relativamente arriesgadas continuaron aumentando su peso relativo, aunque con menos fuerza que en 2017, siendo los fondos globales, con diferencia, los que experimentaron la mayor expansión.

Como ya sucediera en el ejercicio anterior, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) observaron una reducción en el número de entidades. Sin embargo, mientras que gran parte de las bajas de 2017 fueron consecuencia de absorciones por parte de otras IIC, en 2018 estas tan solo explicaron el 20% de las bajas totales.

En 2018 continuó la expansión del patrimonio y de la cuota de mercado de las instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España, cuya información se vio afectada, además, por la entrada en vigor de una nueva circular que persigue mejorar la información que se recibe de estas instituciones.

3.1.1 Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión españoles (FI), que había crecido de forma ininterrumpida desde 2012 acumulando un avance de más del 120%, experimentó una contracción durante el último trimestre de 2018. Esta contracción compensó los avances de los trimestres anteriores y propició un descenso del patrimonio del 2,3% respecto a finales de 2017 (5,7% en los últimos 3 meses), que se situó en 259.095 millones de euros. Esta reducción se debió exclusivamente a los rendimientos negativos de la cartera de los FI, de casi 20.000 millones de euros, ya que las suscripciones de participaciones (en términos netos) fueron positivas, concretamente de 7.842 millones. No obstante, en el cuarto trimestre del año, como se ha mencionado anteriormente, se observaron suscripciones netas negativas de prácticamente 4.000 millones de euros, como consecuencia del incremento de la aversión al riesgo originada por las turbulencias en las bolsas.

Como se aprecia en el anexo estadístico II.1, las categorías de fondos que registraron una mayor caída patrimonial fueron, por este orden, la de fondos de renta fija (3.675 millones de euros menos que en 2017, lo que supone una tasa de variación del -5,2%) y la de gestión pasiva (3.339 millones menos, -17,1%). Cabe mencionar que en ambas vocaciones ya se había producido una contracción del patrimonio gestionado

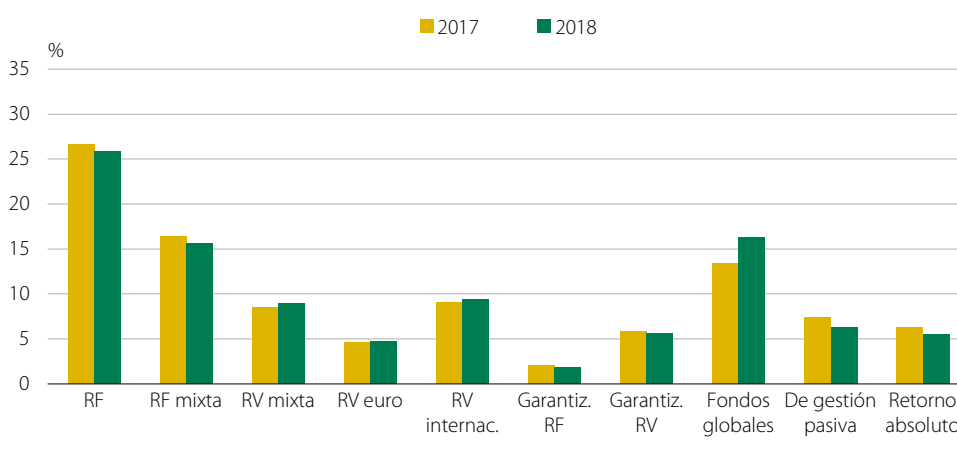
en 2017. Los fondos de renta fija mixta, por su parte, registraron un descenso de 2.936 millones de euros (un 6,7% menos que en 2017), mientras que en los de retorno absoluto el retroceso fue de 2.533 millones. Estas dos últimas vocaciones, a diferencia de las anteriormente mencionadas, habían experimentado en 2017 un avance significativo, siendo especialmente elevado en el caso de los fondos de retorno absoluto, cuyo patrimonio creció un 36,8%, frente al 11,5% de crecimiento medio del sector.

En relación con los avances patrimoniales, el más importante se produjo, con diferencia, en los fondos globales, con un aumento de 6.626 millones de euros, un 18,7% más que a finales de 2017, gracias a las elevadas suscripciones realizadas durante el año (9.449 millones en términos netos). También experimentaron entradas de recursos de los partícipes los fondos de renta variable (entre 1.790 y 3.864 millones de euros) aunque, al haberse producido una importante contracción en el valor de la cartera, el efecto sobre el patrimonio a finales de año fue mucho más reducido. Así, los fondos de renta variable mixta y renta variable internacional incrementaron su patrimonio en 869 y 340 millones de euros, respectivamente, mientras que los de renta variable euro cerraron el año con una ligera contracción patrimonial de 26 millones.

Como viene sucediendo desde 2013, las variaciones patrimoniales registradas durante el ejercicio en las distintas categorías de fondos se tradujeron en un descenso del peso relativo conjunto de las fórmulas más conservadoras (fondos de renta fija y fondos garantizados de renta fija y renta variable) en el patrimonio total de los FI, aunque con una intensidad mucho menor que en los ejercicios anteriores, ya que pasó del 34,5% en 2017 al 33,4% en 2018. En el lado opuesto, aumentó la cuota conjunta de categorías con niveles de riesgo mayores, lo que refleja una búsqueda de rentabilidades más altas por parte de los inversores. No obstante, si bien en 2017 este incremento de las vocaciones más arriesgadas fue muy elevado, con importantes suscripciones tanto en los fondos globales como en los de renta variable internacional y euro, en 2018 tan solo fueron significativas, como ya se ha mencionado, en los fondos globales (véase gráfico 3.1.1).

Fondos de inversión: distribución del patrimonio

GRÁFICO 3.1.1



Fuente: CNMV.

La rentabilidad agregada de los FI en el conjunto del ejercicio se situó en terreno negativo, con una cifra del -4,9%, lastrada sobre todo por el mal comportamiento registrado en el último trimestre del año (el rendimiento de la cartera fue del

-4,13% en este trimestre). A excepción de los fondos garantizados de renta fija, cuyo rendimiento fue del 0,09%, el resto de categorías de fondos de inversión experimentó una rentabilidad negativa en el conjunto del año. En línea con la tendencia bajista de las cotizaciones bursátiles, los fondos menos rentables fueron los de renta variable euro, con un rendimiento del -13,01% en 2018 (-11,94% en el cuarto trimestre) y los de renta variable internacional, con un -12,34% (-13,06% el último trimestre), seguidos por los de renta variable mixta (-6,45% en todo el año y -5,83% en los últimos 3 meses).

Los mercados de valores
y sus agentes
Entidades financieras
y servicios de inversión

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión¹

CUADRO 3.1.1

Importes en millones de euros

| | 2017 | % | 2018 | % | % var. 18/17 |
|---|----------------|--------------|----------------|--------------|-----------------|
| Patrimonio | 265.195 | 100,0 | 259.095 | 100,0 | -2,3 |
| Cartera de inversiones financieras | 244.598 | 92,2 | 241.016 | 93,0 | -1,5 |
| Cartera interior | 83.032 | 31,3 | 74.486 | 28,7 | -10,3 |
| Valores representativos de deuda | 55.389 | 20,9 | 50.538 | 19,5 | -8,8 |
| Acciones y otros instrumentos de patrimonio | 10.912 | 4,1 | 10.868 | 4,2 | -0,4 |
| Instituciones de inversión colectiva | 7.626 | 2,9 | 6.985 | 2,7 | -8,4 |
| Depósitos en EE. CC. | 8.657 | 3,3 | 5.855 | 2,3 | -32,4 |
| Derivados | 441,4 | 0,2 | 235 | 0,1 | -46,8 |
| Otros | 6,8 | 0,0 | 5 | 0,0 | -26,5 |
| Cartera exterior | 161.557 | 60,9 | 166.522 | 64,3 | 3,1 |
| Valores representativos de deuda | 67.794 | 25,6 | 74.079 | 28,6 | 9,3 |
| Acciones y otros instrumentos de patrimonio | 27.082 | 10,2 | 26.661 | 10,3 | -1,6 |
| Instituciones de inversión colectiva | 66.100 | 24,9 | 65.624 | 25,3 | -0,7 |
| Depósitos en EE. CC. | 74,7 | 0,0 | 21 | 0,0 | -71,9 |
| Derivados | 504,7 | 0,2 | 136 | 0,1 | -73,1 |
| Otros | 1,4 | 0,0 | 1 | 0,0 | -28,6 |
| Inversiones dudosas, morosas o en litigio | 9,3 | 0,0 | 8 | 0,0 | -14,0 |
| Tesorería | 19.988 | 7,5 | 16.897 | 6,5 | -15,5 |
| Neto deudores/acreedores | 608 | 0,2 | 1.182 | 0,5 | 94,4 |

Fuente: CNMV. (1) Excluidas las IIC de inversión libre (FIL y FIICIL).

Como viene sucediendo desde 2013, la distribución del patrimonio agregado de los FI se modificó en 2018 en favor de la cartera exterior, cuyo peso relativo se situó en el 64,3% al cierre del ejercicio, 3 puntos porcentuales más que en 2017 y 12 más que en 2016 (hasta alcanzar los 166.522 millones de euros). La cartera interior, por su parte, redujo su importancia, tanto en términos absolutos como relativos, hasta los 74.486 millones de euros, un 28,7% del total.

Es interesante destacar, en cualquier caso, que la tendencia hacia un mayor peso en el patrimonio de los fondos de los activos internacionales se centró en 2018, esencialmente, en la renta fija. Tanto en términos absolutos como relativos, la inversión directa en renta variable española e internacional de nuestros fondos se mantuvo en niveles similares a los de 2017: 4,2% y 10,3% del patrimonio, respectivamente. Y algo parecido ocurrió en lo que se refiere a la parte de las carteras invertida en otras instituciones de inversión colectiva, que a fin de 2018 ascendía

a 6.985 millones de euros de inversión en instituciones españolas y a 65.624 en instituciones extranjeras.

Las sociedades gestoras continuaron el proceso de racionalización de la oferta de fondos aunque, como ya sucedió en 2017, a un ritmo mucho menor que en el periodo entre 2012 y 2016. Esto dio lugar a un descenso en el número de fondos superior a 450. Así, a lo largo del ejercicio, se produjeron 160 bajas de FI y 101 altas, lo que hizo que el número de vehículos se situara en 1.617 al cierre del año (véase cuadro 3.1.2). Un total de 157 bajas fueron consecuencia de absorciones por parte de otros FI. Esta reducción en el número de vehículos —y a pesar del descenso patrimonial de los fondos— dio lugar a un leve incremento del patrimonio medio por fondo durante el ejercicio, que pasó de 158,2 millones de euros en 2017 a 160,2 millones en 2018.

En relación con la oferta de fondos es de destacar la evolución experimentada por los fondos negociados en bolsa desde que se iniciara su comercialización en España en 2006. Desde un principio existió un número relativamente elevado de ETF autóctonos, cotizados en el mercado español, junto con otros ofrecidos por entidades extranjeras y no cotizados en el mercado español. Su evolución ha sido desigual, entre otras razones por el diferente tratamiento fiscal de estos productos (véase capítulo 2), que ha provocado la casi desaparición de aquellos negociados en el mercado español. Además, tanto los inversores como las gestoras españolas han mostrado escaso interés por este segmento de la inversión colectiva, siendo su participación muy reducida. Esto contrasta con lo sucedido en otros países europeos en los que estos productos han tenido gran éxito en los últimos años debido a su sencillez, elevada flexibilidad y reducidas comisiones. Así, según datos de Thomson Reuters Lipper al cierre del ejercicio su patrimonio se mantenía por encima de 630.000 millones de euros, unos niveles similares a los de 2017.

Altas y bajas en el registro de entidades en 2018

CUADRO 3.1.2

| Tipo de entidad | Entidades registradas a 31/12/17 | Altas | Bajas | Entidades registradas a 31/12/18 |
|--|----------------------------------|------------|------------|----------------------------------|
| Total IIC de carácter financiero | 4.564 | 111 | 289 | 4.386 |
| Fondos de inversión | 1.676 | 101 | 160 | 1.617 |
| Sociedades de inversión | 2.833 | 6 | 126 | 2.713 |
| IIC de IIC de inversión libre | 8 | 0 | 1 | 7 |
| IIC de inversión libre | 47 | 4 | 2 | 49 |
| Total IIC inmobiliarias | 7 | 0 | 0 | 7 |
| Fondos de inversión inmobiliaria | 3 | 0 | 0 | 3 |
| Sociedades de inversión inmobiliaria | 4 | 0 | 0 | 4 |
| Total IIC extranjeras comercializadas en España | 1.013 | 117 | 106 | 1.024 |
| Fondos extranjeros | 455 | 47 | 73 | 429 |
| Sociedades extranjeras | 558 | 70 | 33 | 595 |
| SGIIC | 109 | 11 | 1 | 119 |
| Depositarios | 54 | 0 | 17 | 37 |

Fuente: CNMV.

El número de participes, al contrario de lo que ocurrió con el patrimonio, se incrementó un 9,0% a lo largo de 2018, hasta alcanzar los 11,2 millones (véase anexo

estadístico II.1), a pesar del retroceso que mostró durante los últimos 3 meses (-48.000 partícipes), como el resto de las magnitudes de estas instituciones. Por categorías, los fondos globales fueron los que experimentaron el mayor avance, con 414.793 partícipes más, seguidos por los fondos de renta variable internacional, con un incremento de 359.999. Por el contrario, en los fondos de gestión pasiva se produjo la mayor reducción de partícipes, 95.774 menos que al cierre de 2017. El 98% de los partícipes de los FI eran personas físicas, el mismo porcentaje que en 2017, y concentraban el 83,3% del patrimonio total, 9 décimas por encima de la cifra del ejercicio anterior.

Circular 1/2019, de 28 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2009, de 4 de febrero, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora, modificada parcialmente por la Circular 3/2011, de 9 de junio

RECUADRO 3

El Reglamento (UE) 2017/1131 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre fondos del mercado monetario (en adelante, el reglamento) recoge una nueva definición de fondos monetarios y sus criterios de valoración, al objeto de establecer unas normas comunes en la Unión Europea en relación, entre otros aspectos, con la composición de la cartera, los activos aptos, su vencimiento, liquidez y diversificación, y la calidad crediticia de los emisores y de los instrumentos del mercado monetario en los que invierten. Esta nueva definición pretende evitar una disparidad en los niveles de protección de los inversores y prevenir y mitigar cualquier riesgo potencial de contagio derivado de posibles retiradas bruscas y masivas de fondos por parte de los inversores. Estos cambios hacen preciso modificar la definición de las vocaciones referidas a monetarios incluidas en el anexo de la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

Puesto que el reglamento es de aplicación directa en todos los Estados miembros y es muy extenso en cuanto a características y requisitos de los distintos tipos de fondos monetarios, se ha optado por recoger en la nueva circular únicamente las vocaciones nuevas de monetarios y por remitirse al cumplimiento del reglamento.

Coincidiendo con la adaptación que exige el reglamento, y atendiendo al elevado número, patrimonio y heterogeneidad según la duración de su cartera de los fondos encuadrados en la categoría Renta fija euro¹, se ha considerado adecuado crear una nueva categoría de IIC en función de su vocación inversora y desglosarla en dos: Renta fija euro a corto plazo y Renta fija euro.

El hecho de que las características de las IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado sean diferentes a las de las IIC que replican o reproducen un índice y a las de las IIC cotizadas —a pesar de que todas ellas llevan a cabo una gestión pasiva— ha provocado que se desglose la categoría de IIC de gestión pasiva en dos: IIC que replican un índice (que sustituye a la denominación de IIC de gestión pasiva) e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El Consejo de Estado emitió su preceptivo dictamen el 14 de febrero de 2019. El proyecto de circular examinado no ha suscitado observación alguna, ni de legalidad ni de oportunidad, por lo que se ha permitido su aprobación.

Nueva clasificación de las IIC monetarias del Reglamento (UE) 2017/1131

Para adecuar las vocaciones inversoras a los tipos de fondos monetarios (FMM) definidos en el reglamento, se ha modificado el anexo de la Circular 1/2009, en la que se sustituyen las vocaciones de Monetario a corto plazo y Monetario por las siguientes:

- 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.

Con carácter general, los FMM siguen teniendo como objetivo mantener el principal y ofrecer un rendimiento acorde con los tipos del mercado monetario. No obstante, los FMM estándar tienen por objeto ofrecer rendimientos ligeramente superiores a los del mercado monetario, pudiendo tener un vencimiento medio ponderado y una vida media ponderada superiores a los FMM a corto plazo.

Asimismo, los FMM no pueden realizar ventas en corto ni tener exposición a renta variable o materias primas, celebrar acuerdos de préstamo de valores o de toma de valores en préstamo, prestar dinero en efectivo ni tomarlo en préstamo.

Adicionalmente, las gestoras de FMM deberán:

- Establecer un procedimiento de evaluación interna de la calidad crediticia de los activos, basado en métodos de evaluación prudentes, sistemáticos y continuos.
- Efectuar periódicamente pruebas de resistencia ante distintos escenarios para determinar posibles hechos o cambios futuros en la coyuntura económica que puedan tener repercusiones negativas sobre los FMM.
- Establecer y aplicar procedimientos que permitan anticipar el efecto de reembolsos simultáneos por parte de múltiples inversores.

De forma específica, las características principales de cada uno de los tipos de FMM que establece el reglamento son las siguientes:

FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública: Invier-ten al menos un 99,5% de sus activos en instrumentos del mercado moneta-rio emitidos o garantizados por las Administraciones y organismos recogidos

en el artículo 17.7 del reglamento, y pactos de recompra inversa garantizados con deuda pública del mismo tipo o dinero en efectivo. No obstante, también pueden invertir en otros activos, tales como titulizaciones y pagarés de titulación, depósitos, pactos de recompra o pactos de recompra inversa, otros FMM a corto plazo y activos líquidos accesorios. Estos FMM pretenden mantener inalterado el valor liquidativo de la participación y sus activos se valoran generalmente según el método del coste amortizado. Las suscripciones y los reembolsos se podrán realizar a valor liquidativo constante.

FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad: Los activos en cartera de estos FMM —que tienen unos criterios menos restrictivos que los exigidos a los FMM a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública— se pueden valorar a precios de mercado o, si esto no fuera posible, de forma prudente empleando la valoración según el modelo implantado por la gestora. Las suscripciones y los reembolsos se podrán realizar a valor liquidativo constante si la diferencia entre este y el valor liquidativo calculado a precios de mercado o según el modelo no supera los 20 p.b.

FMM a corto plazo de valor liquidativo variable: Pueden invertir en los mismos activos y la cartera podrá tener el mismo vencimiento medio ponderado y la vida media ponderada que el FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, si bien las exigencias de liquidez establecidas son inferiores. En cuanto a la valoración de sus activos, solo pueden hacerla a precios de mercado o según el modelo desarrollado por la gestora.

FMM estándar de valor liquidativo variable: Pueden invertir en los mismos activos que los anteriores FMM con alguna flexibilidad adicional en cuanto al vencimiento de los instrumentos del mercado monetario y las titulizaciones o pagarés de titulación y, además, puede invertir en otros FMM tanto a corto plazo como estándar. En cuanto a la valoración de sus activos, al igual que los FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, solo pueden hacerla a precios de mercado o según el modelo.

¹ En marzo de 2018 había 203 fondos con vocación Renta fija euro, con un patrimonio de 55.841 millones de euros, de los cuales 81 tenían una duración inferior a 1 año y un patrimonio de 23.179 millones de euros.

3.1.2 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

Como en 2017, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en 2018, ya que se produjeron 126 bajas y tan solo 6 altas. En todo caso, a finales de año había 2.713 SICAV registradas frente a las 2.833 de diciembre de 2017. Este descenso se vio reflejado también en el número de accionistas, que retrocedió un 1,2%, hasta alcanzar los 416.029. Prácticamente todas las SICAV, más del 99%, cotizaban en el Mercado Alternativo Bursátil.

El patrimonio de estas IIC descendió un 11,4%, en parte como consecuencia de las bajas pero también por la negativa evolución de los mercados durante el año, hasta los 27.835,9 millones de euros. El patrimonio medio por SICAV se redujo ligeramente desde los 11,1 millones de euros a finales de 2017 hasta los 10,3 millones en 2018, mientras que el patrimonio medio por accionista lo hizo desde los 74.595 euros hasta los 67.296.

La evolución moderadamente negativa durante 2018, en número de entidades y volumen de patrimonio, de este segmento de la inversión colectiva en España fue reflejo de que, aunque descendiera, se mantuvo cierto nivel de incertidumbre acerca de posibles cambios regulatorios que pudieran afectarlo. Se trata de un segmento que ha sido y puede seguir siendo relevante desde la perspectiva del desarrollo y la sofisticación, en el mejor de los sentidos, de los servicios de inversión en España y que contribuye a que exista un buen número de profesionales con experiencia de alto nivel en las diversas facetas de la gestión de patrimonios.

Con referencia a la distribución del patrimonio de estos vehículos, en el cuadro 3.1.3 se puede observar que durante 2018 se produjo un aumento de la tesorería de 310 millones, lo que supuso un avance del 12,8%. Sin embargo, este aumento fue inferior a la contracción de la cartera de inversiones financieras (-13,8%), lo que dio lugar al descenso patrimonial ya mencionado. El peso relativo de la cartera exterior dentro de la cartera total, después de varios años de aumentos significativos, se mantuvo prácticamente invariable, con un porcentaje de alrededor del 79% (71,1% del patrimonio total). Entre las diferentes categorías de inversión extranjera, los valores representativos de deuda incrementaron ligeramente su importancia relativa, mientras que descendió algunas décimas el peso de las IIC y de las acciones y otros instrumentos de patrimonio.

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión¹

CUADRO 3.1.3

Importes en millones de euros

| | 2017 | % | 2018 | % | % var. 18/17 |
|---|----------------|--------------|----------------|--------------|-----------------|
| Patrimonio | 31.425 | 100,0 | 27.836 | 100,0 | -11,4 |
| Cartera de inversiones financieras | 28.805 | 91,7 | 24.841 | 89,2 | -13,8 |
| Cartera interior | 6.229 | 19,8 | 5.031 | 18,1 | -19,2 |
| Valores representativos de deuda | 1.654 | 5,3 | 1.434 | 5,2 | -13,3 |
| Acciones y otros instrumentos de patrimonio | 2.675 | 8,5 | 2.194 | 7,9 | -18,0 |
| Instituciones de inversión colectiva | 1.626 | 5,2 | 1.194 | 4,3 | -26,6 |
| Depósitos en EE. CC. | 236 | 0,8 | 164 | 0,6 | -30,5 |
| Derivados | -0,6 | 0,0 | -0,2 | 0,0 | -66,7 |
| Otros | 39,7 | 0,1 | 46,2 | 0,2 | 16,4 |
| Cartera exterior | 22.566 | 71,8 | 19.804 | 71,1 | -12,2 |
| Valores representativos de deuda | 4.397 | 14,0 | 4.242 | 15,2 | -3,5 |
| Acciones y otros instrumentos de patrimonio | 6.988 | 22,2 | 5.979 | 21,5 | -14,4 |
| Instituciones de inversión colectiva | 11.154 | 35,5 | 9.541 | 34,3 | -14,5 |
| Depósitos en EE. CC. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - |
| Derivados | 19,3 | 0,1 | 27,6 | 0,1 | 43,0 |
| Otros | 8,9 | 0,0 | 14,5 | 0,1 | 62,9 |
| Inversiones dudosas, morosas o en litigio | 9,3 | 0,0 | 5,6 | 0,0 | -39,8 |
| Inmovilizado intangible | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - |
| Inmovilizado material | 0,6 | 0,0 | 0,5 | 0,0 | -16,7 |
| Tesorería | 2421,7 | 7,7 | 2731,9 | 9,8 | 12,8 |
| Neto deudores/acreedores | 197,5 | 0,6 | 262,6 | 0,9 | 33,0 |
| Pro memoria: n.º accionistas | 421.273 | - | 416.029 | - | -1,2 |

Fuente: CNMV.

Por su parte, la cartera interior, a pesar de la importante reducción en términos absolutos (-19,2%), mantuvo también su peso relativo casi constante (una reducción de algo menos de 2 puntos porcentuales). La distribución entre los distintos instrumentos fue similar a la de 2017: los instrumentos de deuda nacionales aumentaron ligeramente su peso dentro de la cartera interior (pasaron del 26,6% al 28,5%), al igual que las acciones y otros instrumentos de deuda, que lo hicieron 7 décimas, hasta el 43,6%. Por el contrario, la inversión en IIC redujo su importancia relativa dentro de la cartera interior, del 26,1% al 23,7%. En todo caso, es interesante destacar que los porcentajes de inversión en renta variable nacional y en instituciones de inversión colectiva españolas de las SICAV son superiores a los de los fondos de inversión (7,9% y 4,3% frente a 4,2% y 2,7%, respectivamente).

3.1.3 IIC de inversión libre

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.

El patrimonio agregado de estas instituciones, que aumentó de forma significativa en 2017 (+26,8%), se mantuvo prácticamente estable en 2018, con una contracción del 1,3%, hasta situarse a finales de diciembre en 2.730 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre, el descenso fue del 1,5%, hasta los 2.263 millones de euros, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre el patrimonio casi no experimentó cambios, con un retroceso de apenas 1,5 millones de euros, hasta los 467,2 millones.

Al cierre del año, los fondos de inversión libre concentraban el 74,2% del total del segmento (73,1% en 2017). Los fondos de IIC de inversión libre continuaron siendo los menos relevantes, con una proporción respecto al total del 7,8% (7,5% en el ejercicio anterior). Las fórmulas societarias en su conjunto suponían el 18,0%.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, y fue negativa para todas las categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento en la cartera del -6,23% hasta diciembre, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del -2,05%. Al igual que en los FI, el menor rendimiento se produjo en el último trimestre del año.

El número total de partícipes y accionistas de estas instituciones permaneció casi constante en 2018, con tan solo 6 menos que al cierre de 2017, por lo que a finales de diciembre había un total de 7.246. No obstante, el análisis por tipología revela que en el caso de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 21,5% durante el año, hasta los 4.442, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre se experimentó una reducción del 22%, para finalizar diciembre con 2.804 partícipes.

Por su parte, el número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de 2018 ascendía a 56, 1 más que al cierre del año anterior. Como se observa en el cuadro 3.1.2, el número de IIC de inversión libre aumentó de 47 a 49 tras producirse 4 altas y 2 bajas, mientras que las IIC de IIC de inversión libre pasaron de 8 a 7 como consecuencia de 1 baja.

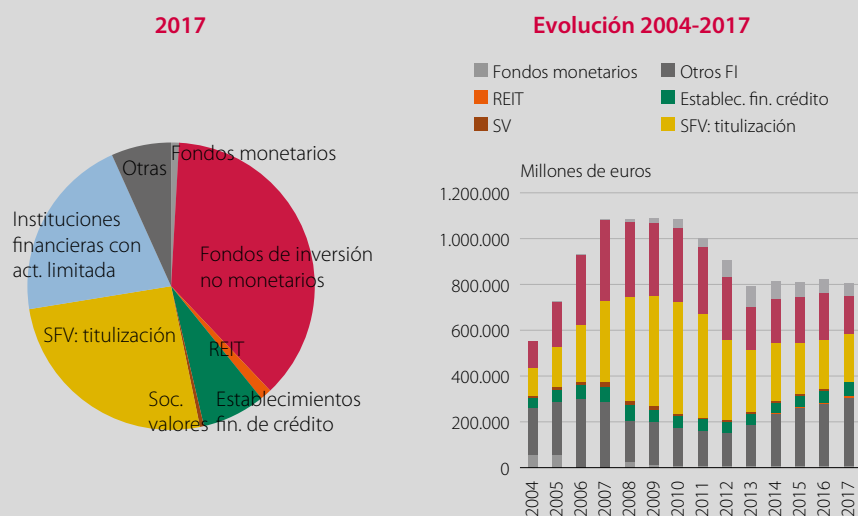
La intermediación financiera no bancaria en España¹

RECUADRO 4

La financiación no bancaria es una valiosa alternativa a la financiación bancaria, ya que incrementa las fuentes disponibles de recursos para las empresas y los hogares, a la vez que puede promover una sana competencia con las entidades bancarias tradicionales. La experiencia acumulada a raíz de la crisis financiera iniciada en 2007 muestra, no obstante, la capacidad de algunas entidades que proporcionan financiación no bancaria de generar ciertos riesgos para la estabilidad financiera análogos a los que generan los bancos. Estos riesgos pueden generarse tanto de forma directa como a través de la conexión de estas entidades con el sistema bancario tradicional. La denominación de este sector —que originalmente fue «banca en la sombra» (*shadow banking*), por estar sus actividades fuera del ámbito de la regulación bancaria— ha evolucionado hacia intermediación financiera no bancaria (IFNB), tras varios años de debate en diversos foros internacionales, con lo que se evita la connotación negativa del primer término. Dada su importancia sistémica, la cuantificación del tamaño de la IFNB y de los riesgos asociados para la estabilidad financiera se ha convertido en un objetivo crucial de muchos organismos, entre los que destacan la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés) o el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB).

Distribución de otros intermediarios financieros (OIF)

GRÁFICO R4.1



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

El volumen de activos del sistema financiero español se situaba en 4,7 billones de euros en 2017, aproximadamente 4 veces el PIB, concentrando las entidades bancarias algo menos del 60% del total. A distancia se situaban las denominadas OIF (otras instituciones financieras), con más de un 17% del total. En los primeros años del análisis de la banca en la sombra (y en algunos actuales), los activos de las OIF se tomaban como aproximación de la IFNB en un sentido amplio (*broad measure*). Sin embargo, los análisis posteriores empezaron a seleccionar ciertos tipos de entidades dentro de las OIF que podían considerarse parte de la IFNB. Entre ellas destacan los fondos de inversión, los vehículos de propósito especial para la titulización (SFV, por sus siglas en

inglés), las sociedades de valores y los establecimientos financieros de crédito. Las entidades que forman parte de las OIF pero no de la IFNB son las instituciones financieras con actividad limitada y prestamistas de dinero (las más importantes por su volumen de activos), los fondos y las sociedades de inversión inmobiliaria (REIT, por sus siglas en inglés), y otras entidades de tamaño relativamente pequeño².

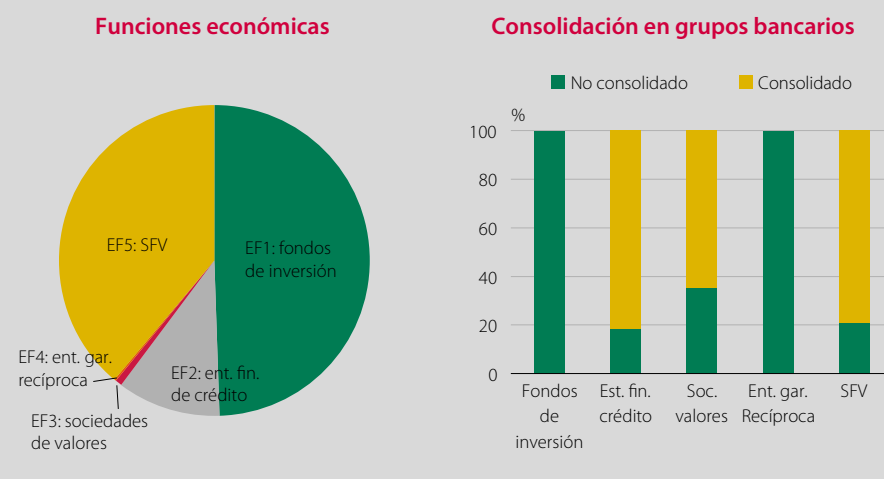
Tras varios años de crecimiento significativo, los activos de las OIF alcanzaron su nivel máximo en el periodo 2007-2010, cuando superaron el billón de euros (véase panel derecho del gráfico R4.1). Entre 2010 y 2013 sus activos sufrieron un descenso (explicado, sobre todo, por las titulizaciones) y desde entonces se han mantenido estables, aunque se ha producido una cierta recomposición (menor relevancia de las titulizaciones y mayor de los fondos de inversión). En la zona del euro, en cambio, las OIF han venido experimentando un crecimiento positivo desde 2011, con una expansión acumulada hasta 2017 del 17%.

El FSB desarrolló en 2013 un marco basado en cinco funciones económicas para identificar y clasificar las entidades pertenecientes a la entonces llamada banca en la sombra. Con ello, se pretendía que las autoridades competentes categorizaran las entidades financieras no bancarias no tanto por su forma legal, sino más bien por el tipo de actividad que desarrollan; de esta forma, se conseguiría una coherencia internacional a la hora de identificar los riesgos asociados a la IFNB. De acuerdo con esta clasificación, las entidades que pertenecen a la IFNB en España son las siguientes:

- **Función económica 1 (EF1):** fondos de inversión cuyas características los hacen susceptibles a reembolsos masivos. Se han incluido en esta categoría los fondos de renta fija, los fondos mixtos, los fondos monetarios, los fondos de inversión libre y las SICAV.
- **Función económica 2 (EF2):** concesión de préstamos dependientes de financiación a corto plazo. En el caso español, la conforman los establecimientos financieros de crédito, las plataformas de financiación participativa (PFP) y los vehículos que en los últimos años están realizando la denominada actividad de *direct lending*³.
- **Función económica 3 (EF3):** intermediación en actividades del mercado dependientes de financiación a corto plazo o financiación garantizada. Está compuesta por las sociedades de valores.
- **Función económica 4 (EF4):** entidades que realizan una actividad de «facilitación» a la creación de crédito. En España pertenecen a esta clase de entidades las sociedades de garantía recíproca.
- **Función económica 5 (EF5):** intermediación crediticia basada en la titulación para la financiación de entidades financieras. Se incluyen los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés), cuyo objeto es la titulización de activos.

De acuerdo con esta clasificación, los activos de la IFNB en España a finales de 2017 en su definición amplia —es decir, sin eliminar los que consolidan en grupos bancarios— ascendían a 531.922 millones de euros, un 1,9% más que en 2016. Una vez eliminada la fracción que consolida en los bancos, la cifra de IFNB se sitúa en 319.077 millones de euros, lo que supone un 6,8% del sistema financiero nacional y un 39,6% del subsector OIF. Las entidades pertenecientes a la EF1 y EF5 son las que tienen un mayor peso en el total, con un 49,5% y un 38,9%, respectivamente (véase panel izquierdo del gráfico R4.2), situándose a continuación los establecimientos financieros de crédito EF2, con un 10,8% del total. Sin embargo, si se deducen las entidades que consolidan en los bancos, estos valores cambian de forma significativa. Así, los fondos de inversión, en los que no existe consolidación, ganan en importancia relativa, hasta el 82,5% del total de la IFNB, mientras que los vehículos de titulización y los establecimientos financieros de crédito, en los que dicha consolidación en bancos es muy relevante (véase panel derecho del gráfico R4.2), su peso relativo desciende hasta el 13,5% y el 3,3% de la IFNB, respectivamente.

Distribución de la intermediación financiera no bancaria. 2017 GRÁFICO R4.2



Fuente: Elaboración propia con datos del BCE.

Para identificar y realizar un seguimiento de los riesgos potenciales asociados a la IFNB, se han calculado indicadores que tratan de cuantificar el riesgo de crédito, la transformación de vencimientos, el riesgo de liquidez y el apalancamiento de las entidades cuya actividad es más significativa (los fondos de inversión⁴, los establecimientos financieros de crédito, las sociedades de valores y los SFV)⁵. El cuadro R4.1 recoge una representación de la intensidad de los riesgos analizados en función de: i) el resultado de un indicador relevante para cada uno de los riesgos y tipos de entidad y ii) la posición del valor de este indicador en relación con algunos umbrales previamente determinados. Como se puede observar, los riesgos más importantes asociados a los fondos de inversión españoles son el riesgo de crédito —ya que, por su propia naturaleza, estos fondos muestran un porcentaje elevado de activos crediticios en sus carteras (excepto los fondos mixtos)— y el riesgo de liquidez, que se encuentra en un nivel medio y en ascenso en las tres vocaciones analizadas.

En los fondos de titulización, tan solo el riesgo de transformación de vencimientos está en un nivel moderado, situándose el resto en un nivel alto. Sin embargo, algunos de estos niveles altos se producen por el propio modelo de negocio de la entidad. Este es el caso, por ejemplo, del riesgo de crédito, que será siempre elevado en la medida en que el activo de los SFV está formado por los créditos traspasados por la entidad originadora o cedente, o del apalancamiento (tal y como se ha definido de forma homogénea entre entidades), que también será alto, puesto que estas instituciones no tienen fondos propios.

En el caso de los establecimientos financieros de crédito, el riesgo de crédito es elevado, ya que alrededor del 90% de los activos financieros corresponde a créditos concedidos, y también lo es el riesgo de liquidez. En las sociedades de valores, por su parte, se observa que a finales de 2017 el riesgo de crédito era alto (por encima del 80%), el nivel de apalancamiento era moderado y el riesgo de liquidez y el de transformación de vencimientos estaban en un nivel bajo.

Riesgos asociados a la IFNB (2017)¹

CUADRO R4.1

| | Fondos de inversión | | | Establecimientos financieros de crédito | Sociedades de valores | SFV: titulización |
|---|---------------------|------------|--------|---|--------------------------|----------------------|
| | Monetarios | Renta fija | Mixtos | | | |
| Riesgo de crédito | ● | ● | ○ | ● | ● | ● |
| Transformación de vencimientos | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| Riesgo de liquidez | ● | ● | ● | ● | ○ | ● |
| Apalancamiento | ○ | ○ | ○ | ● | ○ | ● |
| Interconectividad con el sist. bancario | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ● |
| Importancia relativa (%) | 1,3 | 13,0 | 28,7 | 10,8 | 0,7 | 38,9 |

Fuente: CNMV. (1) La ausencia de color apunta a la presencia de un riesgo bajo, mientras que los colores morados informan de un riesgo moderado, medio y alto en función de la intensidad del color (claro, medio y fuerte).

- 1 Este recuadro es un resumen del informe «La intermediación financiera no bancaria» elaborado por Anna Isperto y publicado en el *Boletín trimestral de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de 2019.
- 2 En el epígrafe «Otras» se encuentran las cámaras de contrapartida central (CCP, por sus siglas en inglés), la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria) y las entidades de capital riesgo (aunque sus inversiones en préstamos se podrían incluir en la EF2).
- 3 El *direct lending* se refiere a los préstamos o créditos que se están concediendo a empresas, generalmente de tamaño mediano o pequeño, por parte, entre otros, de vehículos de inversión colectiva de tipo cerrado.
- 4 Se analizan por separado los riesgos asociados a los fondos monetarios, fondos de renta fija y fondos mixtos.
- 5 Las entidades de garantía recíproca no se incluyen, ya que su dimensión en el sector es inferior al 0,5%.

3.1.4 IIC inmobiliarias

Las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias han experimentado, desde los momentos más agudos de la crisis financiera, una continua e incesante reducción tanto del patrimonio gestionado como del número de partícipes, por lo que se puede considerar que es en la actualidad un subsector irrelevante dentro de la inversión colectiva, con una gestión de alrededor de 1.000 millones de euros, habiendo llegado a gestionar más de 9.500 millones a mediados del año 2007. Desde hace algunos años el negocio relacionado con el sector inmobiliario se realiza mediante las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI), que son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países¹.

En 2018 no se produjeron apenas movimientos en el registro de IIC inmobiliarias de la CNMV, con tan solo una baja de un fondo de inversión inmobiliaria (FII), cuyo número había permanecido constante desde enero de 2015. De esta forma, el número de entidades a final de año era de seis: dos FII y cuatro sociedades de inversión inmobiliaria (SII). Cabe mencionar, no obstante, que estos dos FII que todavía permanecen operativos informaron en 2011 y 2015 a la CNMV de que estaban iniciando un proceso de liquidación.

Con la baja del FII anteriormente mencionada, el patrimonio de estos vehículos experimentó un retroceso del 14,1% a lo largo de 2018, hasta los 309,4 millones de euros, mientras que el número de partícipes se contrajo un 56,0% para situarse en 483. La rentabilidad de estos fondos, por primera vez desde que comenzó la crisis, dejó el terreno negativo y se situó en el 0,25% anual, como consecuencia de la revalorización del primer trimestre, ya que en los siguientes 9 meses del año la rentabilidad fue prácticamente nula. Estas cifras, no obstante, no se acercan —al menos todavía— a las del sector inmobiliario, que se ha recuperado con fuerza durante los últimos años.

El número de sociedades de inversión inmobiliaria (SII), por su parte, ha permanecido constante desde el tercer trimestre de 2017, por lo que a finales de 2018 había un total de cuatro entidades. Su patrimonio total se incrementó un 18,6%, hasta situarse en 749 millones de euros, mientras que el número de accionistas pasó de 327 a 425. Este hecho tuvo su origen en la última sociedad dada de alta en 2017, que, en el plazo legal establecido, incrementó su número de partícipes desde 1 hasta 100 (el mínimo legal).

3.1.5 IIC extranjeras comercializadas en España

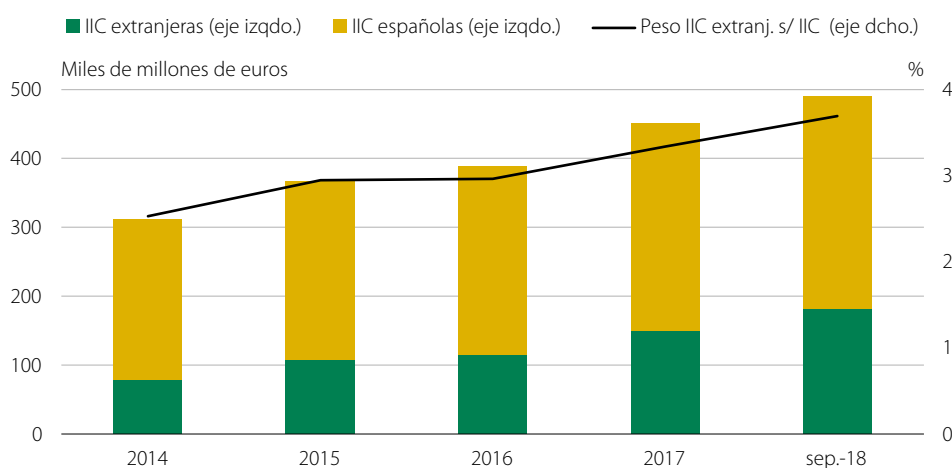
El volumen de inversión de las IIC extranjeras comercializadas en España no ha dejado de aumentar durante los últimos años, como puede observarse en el gráfico

1 Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario. Las SOCIMI se caracterizan por tener un régimen fiscal específico que las exime de pagar el impuesto de sociedades y les permite gozar de una bonificación del 95% en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida, tienen la obligación de distribuir el 80% de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50% de los generados por la venta de activos. Su actividad se centra en el desarrollo, la rehabilitación y la explotación de inmuebles en alquiler, la tenencia de participaciones en otras SOCIMI y el desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias. Asimismo, deben contar con un capital mínimo de cinco millones de euros y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación como el MAB.

3.1.2. De hecho, desde mediados de 2012 hasta finales de 2017 esta cifra se quintuplicó. Como se observa en dicho gráfico, a lo largo del ejercicio pasado la inversión volvió a crecer con fuerza, hasta situarse por encima de los 180.000 millones de euros a finales de septiembre. No obstante, cabe mencionar que este último dato podría no ser del todo comparable con la información publicada hasta diciembre de 2017, ya que 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 (véase recuadro inferior). Este importe era equivalente al 36,9% del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país, 6 puntos porcentuales más que en 2017.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España¹

GRÁFICO 3.1.2



Fuente: CNMV. (1) A partir del primer trimestre de 2018 los datos de partícipes y volumen de inversión se estiman con los datos recibidos hasta el momento: el 99,2% de las entidades obligadas en el primer trimestre, el 95,5% en el segundo y el 93,9% en el tercero.

En línea con la tendencia de los últimos años, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante 2018 en 11 entidades, por lo que al cierre del ejercicio había un total de 1.024 vehículos de este tipo (429 fondos y 595 sociedades). Este incremento se debió exclusivamente al elevado número de altas producidas en las sociedades de inversión, ya que el número de fondos se redujo en 26. La mayor parte de las altas correspondieron, como en los ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo e Irlanda, con 18 y 16 más, respectivamente. Por el contrario, el número de vehículos franceses con inversores en nuestro país registró un descenso de 29 (véase anexo estadístico II.5).

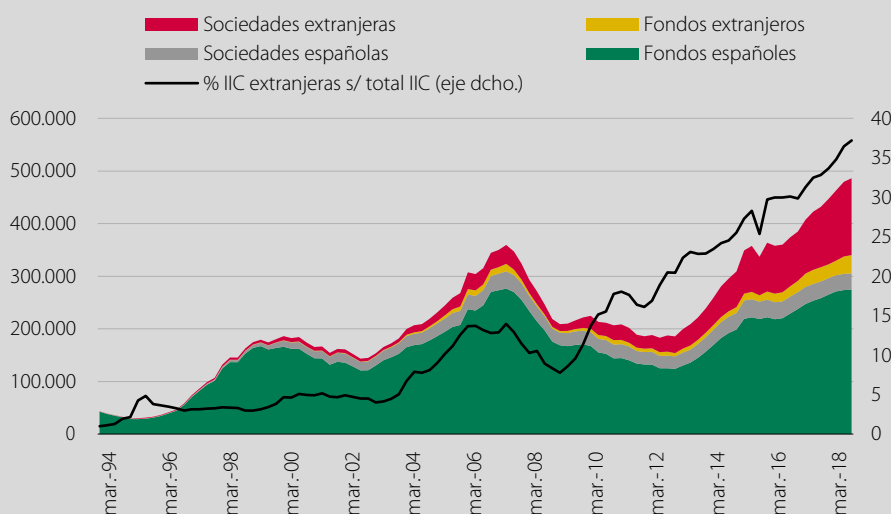
Nueva Circular sobre IIC extranjeras

RECUADRO 5

La Circular 2/2011, de 9 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores regula la información que las IIC extranjeras que se comercializan en España han de remitir a la CNMV y a socios y partícipes. Además, establece el estado estadístico que, con carácter trimestral, también deben enviar a la CNMV. En los últimos años, varias circunstancias han aconsejado una modificación de

esta circular. Por una parte, existían ciertas dudas en relación con la certeza de disponer de toda la información que la CNMV precisa y, por otra parte, también surgió la necesidad de contar con información sobre las IIC no armonizadas, algo que no contemplaba la normativa, todo ello en un contexto de fuerte crecimiento de la comercialización transfronteriza de productos de inversión colectiva. En los últimos diez años, el patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España ha pasado desde cifras cercanas a los 20.000 millones de euros (un 8% del patrimonio total de las IIC) hasta un importe superior a los 180.000 millones (un 35% de ese patrimonio) (véase gráfico R5.1).

Patrimonio IIC españolas y extranjeras comercializadas¹ en España GRÁFICO R5.1



Fuente: CNMV. (1) El envío de los datos es obligatorio para todas las combinaciones «comercializador-IIC», haya comercializado o no en el trimestre.

En consecuencia, se adoptó la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 2/2011, de 9 de junio, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV. Según esta modificación, para cada combinación «comercializador-IIC», armonizada o no armonizada, se establece la obligación de recabar, además de los datos requeridos en la circular original, los siguientes:

- **Datos identificativos:** ISIN, denominación del compartimento, denominación de la gestora, denominación del depositario, LEI de la IIC, LEI del compartimento, LEI de la gestora, LEI del depositario, LEI de la IIC principal, país de la gestora, país del depositario y país de la IIC principal.
- **Otras variables cualitativas:** ETF (sí/no), autogestionada (sí/no), subordinada (sí/no), fondo de fondos (sí/no), vocación inversora de la IIC (SEC2010) y vocación inversora (SEC2010) de la IIC principal en el caso de ser subordinada.
- **Variables cuantitativas:** valor liquidativo de final del trimestre anterior y del trimestre actual, porcentajes de comisión de gestión (sobre patrimonio, sobre resultados o mixta), de depositaría, de suscripción y de

reembolso efectivamente cobrados, desglose de partícipes/accionistas en personas físicas y personas jurídicas, desglose de volumen de inversión en personas físicas y personas jurídicas (con detalle del volumen correspondiente a otros comercializadores) e importe comercializado que procede o va a otro comercializador de la IIC en España.

La granularidad de la información requerida a las IIC extranjeras, junto con la ampliación del espectro de instituciones requeridas para aportar información, hacen que la recepción y el tratamiento de datos estadísticos continúen en proceso. Sin embargo, cuando este finalice, la CNMV dispondrá de una información muy útil que servirá tanto a sus tareas de supervisión como a los trabajos de análisis del sector e identificación de riesgos. Los últimos datos disponibles, referidos solamente a UCITS, se corresponden al tercer trimestre de 2018 y se han obtenido con la información proporcionada por el 93,9% de las entidades obligadas. Estos datos revelan que el volumen de inversión de las sociedades de inversión extranjeras se situó en 146.000 millones de euros, mientras que el de los fondos era algo inferior a los 35.000 millones. Por su parte, el número de inversores superaba los 3,03 millones, repartidos en 2,44 millones en las sociedades y 593.000 en los fondos de inversión. El número de IIC comercializadas en España era superior a 1.000 (el 57% eran sociedades y el 43%, fondos).

3.1.6 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

A finales de 2018 había un total de 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 10 más que al cierre de 2017, tras haberse producido 11 altas y 1 baja (véase anexo estadístico II.6). Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014. El patrimonio gestionado por estas entidades se contrajo un 3,2%, hasta situarse ligeramente por encima de los 290.000 millones de euros, mostrándose en línea con la tendencia general del sector. Este retroceso se debió en gran medida al comportamiento negativo de los fondos de inversión mobiliarios, que representan casi el 90% del patrimonio total gestionado, con un descenso del 2,3%, seguido por las SICAV, cuya contracción patrimonial fue del 11,4%. El sector, por otra parte, siguió mostrando una elevada concentración: las 3 mayores gestoras mantenían, a finales de 2017, una cuota conjunta del 42% del patrimonio total, la misma cifra que en 2017.

A pesar de la disminución del patrimonio gestionado por estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos aumentaron un 47,8% con respecto a 2017, hasta los 1.115,4 millones de euros. Este avance se explica por el incremento de las comisiones netas, tanto por el aumento de las percibidas (7,2% hasta los 3.189 millones de euros) como por el descenso de las satisfechas (15,3% hasta los 1.487 millones). Dentro de los ingresos por comisiones, cabe señalar el significativo crecimiento de las comisiones incluidas en el epígrafe «Otras», concretamente las referidas a la gestión de carteras, que doblaron su importe. Por otra parte, las comisiones de gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 83% del total de las comisiones percibidas por las gestoras (casi el 90% en 2017)— permanecieron prácticamente estables (1,5 millones de euros más, hasta los 2.649 millones). Estas comisiones alcanzaron un importe total equivalente al 0,91% del patrimonio, por encima del 0,88% de finales de 2017 (véase cuadro 3.1.4).

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 3.1.4

| Importes en miles de euros | | | |
|---|------------------|------------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | Var. (%) |
| Margen de intereses | 3.361 | 1.745 | -48,1 |
| Comisiones netas | 1.219.956 | 1.702.106 | 39,5 |
| Comisiones percibidas | 2.975.368 | 3.188.844 | 7,2 |
| Gestión de IIC | 2.647.397 | 2.648.974 | 0,1 |
| Suscripción y reembolso | 21.555 | 11.386 | -47,2 |
| Otras | 306.412 | 528.484 | 72,5 |
| Comisiones satisfechas | 1.755.412 | 1.486.738 | -15,3 |
| Resultado de inversiones financieras netas | 12.362 | 216 | -98,3 |
| Rendimientos de instrumentos de capital | 10.302 | 5.320 | -48,4 |
| Diferencias de cambio netas | -635 | -270 | -57,5 |
| Otros productos y cargas de explotación netas | -479 | 23.210 | -4.945,5 |
| Margen bruto | 1.244.867 | 1.732.326 | 39,2 |
| Gastos de explotación | 466.615 | 584.485 | 25,3 |
| Personal | 285.496 | 358.061 | 25,4 |
| Generales | 181.119 | 226.424 | 25,0 |
| Amortizaciones y otras dotaciones netas | 24.840 | 20.995 | -15,5 |
| Pérdidas netas por deterioro de activos financieros | 303 | 9.495 | - |
| Resultado neto de explotación | 753.109 | 1.117.351 | 48,4 |
| Otras ganancias y pérdidas | 1.455 | -1.926 | -232,4 |
| Resultado antes de impuestos | 754.564 | 1.115.425 | 47,8 |
| Impuesto sobre beneficios | -204.655 | -312.116 | 52,5 |
| Resultado de actividades continuadas | 549.909 | 803.309 | 46,1 |
| Resultado de actividades interrumpidas | 0 | 0 | - |
| Resultado neto del ejercicio | 549.909 | 803.309 | 46,1 |

Fuente: CNMV.

Aunque hubo una mejora sustancial de los resultados del sector, el año cerró con 26 entidades en pérdidas, 7 más que en 2017, y su valor agregado aumentó un 85,9%, hasta los 12,3 millones de euros (véase cuadro 3.1.5).

Resultados antes de impuestos, n.º de entidades en pérdidas e importe de las pérdidas

CUADRO 3.1.5

| Importes en miles de euros | | | |
|----------------------------|-------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| | Resultados antes de impuestos | N.º entidades en pérdidas | Importe de las pérdidas |
| 2014 | 545.484 | 14 | 2.828 |
| 2015 | 626.446 | 11 | 3.526 |
| 2016 | 600.818 | 13 | 7.369 |
| 2017 | 754.562 | 19 | 6.630 |
| 2018 | 1.115.425 | 26 | 12.323 |

Fuente: CNMV.

3.1.7 Depositarios de IIC

Durante 2018 se redujo de forma sustancial el número de depositarios registrados en la CNMV, ya que se produjeron 17 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 37. No obstante, todas las bajas producidas correspondieron a entidades que no venían ejerciendo de modo efectivo la actividad de depositaria de IIC y a las que se había dirigido la CNMV al objeto de que reconsideraran su permanencia en el registro. A finales de 2018 el número de depositarios operativos continuaba siendo de 24. De estos, los grupos bancarios mantienen un claro predominio en el sector. Así, el 94,8% del patrimonio total de las IIC estaba depositado en estos grupos al finalizar 2018, el mismo porcentaje que en 2017; de este un 10,7% correspondía a sucursales de entidades financieras extranjeras (11,8% en 2017), en su mayoría comunitarias. El 5,2% restante se repartía entre cooperativas de crédito, sociedades de valores y compañías de seguros.

3.2 Prestación de servicios de inversión

Pueden prestar servicios de inversión diversos tipos de entidades: las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión (ESI) —categoría que incluye las sociedades gestoras de cartera (SGC) y las empresas de asesoramiento financiero (EAFI)— y las sociedades gestoras de IIC. Las entidades de crédito son, con notable diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión en nuestro país y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios. Por su parte, las sociedades y agencias de valores conservan un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes. Las SGC, las EAFI y las SGIIC ofrecen un catálogo de servicios financieros más limitado que las sociedades y agencias de valores.

Con independencia del tipo de entidad, si se atiende al modelo de negocio de estas entidades y a su vinculación con los bancos comerciales tradicionales se puede deducir que cerca del 70% del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en sentido amplio² (medido a través de las comisiones percibidas) lo desarrollan bancarios comerciales o entidades que consolidan sus cuentas en ellos (sociedades de valores o SGIIC pertenecientes a sus grupos) y que el resto corresponde a entidades o grupos cuya actividad no está relacionada mayoritariamente con la banca comercial. Entre estas últimas destacan, a la vista de la relevancia de los ingresos que perciben por esta actividad (véase epígrafe 3.2.3), algunos bancos que están especializados en la prestación de servicios de inversión.

En esta sección se presenta con detalle la evolución de la actividad y la situación económico-financiera de las entidades cuya supervisión prudencial corresponde a la CNMV³. También se examina con cierta atención la actividad de las entidades de crédito que prestan servicios de inversión y, por lo tanto, están sometidas también a la supervisión de la CNMV en lo que respecta al cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y en su relación con los clientes. En este último caso, la

² Incluida la actividad de gestión de IIC.

³ La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, a las sociedades gestoras de cartera y a las entidades de asesoramiento financiero tanto en la vertiente prudencial como en el cumplimiento de las normas de conducta. En el caso de las entidades de crédito, solo supervisa esta segunda vertiente en relación con la prestación de servicios de inversión.

CNMV no desarrolla una actividad de supervisión integral de las entidades —que incluya solvencia y normas de conducta—, como en el caso de las empresas de servicios de inversión (ESI) o las SGIIC (véase epígrafe 3.1).

La actividad de las sociedades y agencias de valores en 2018 disminuyó en comparación con la de ejercicios anteriores, especialmente la de las primeras. Los resultados de ambos tipos de entidades vinieron marcados por el cambio de modelo de negocio que, de forma paulatina, están experimentando, en especial las sociedades de valores. Tradicionalmente, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes eran la principal fuente de ingresos para las agencias y las sociedades de valores. Sin embargo, el desplazamiento de la actividad de las sociedades de valores pertenecientes a entidades de crédito a sus matrices y el traslado de una parte de la negociación de valores admitidos a cotización en las bolsas españolas hacia plataformas de negociación radicadas en otros países europeos (véase sección 2.1) han motivado que el peso de esta partida haya sido menor en los últimos ejercicios. Hay que señalar que 2018 fue además un ejercicio en el que las sociedades de valores vieron disminuir sus ingresos en todas las partidas, salvo en la de comisiones por asesoramiento en materia de inversión. Por su parte, las agencias de valores aumentaron sus ingresos, liderados por el incremento de las comisiones por asesoramiento en materia de inversión y por gestión de carteras. En ambos casos el aumento de los ingresos vinculados al servicio de asesoramiento en materia de inversión podría estar relacionado con la puesta en marcha de MiFID II.

El descenso de los ingresos de las sociedades de valores se tradujo en un menor margen bruto agregado del sector en comparación con el del año anterior. La caída de la actividad del sector también se vio reflejada en unos gastos de explotación inferiores, sobre todo de las sociedades. A pesar de esos menores gastos, en el cómputo total los resultados antes de impuestos del sector se vieron reducidos en comparación con los registrados en el ejercicio anterior. En conjunto, dicho resultado descendió un 34,0% con respecto a 2017 (34,5% para las sociedades de valores y 25,2% para las agencias).

Un número elevado de entidades (39 de 91) cerraron el ejercicio con pérdidas (18 sociedades de valores y 21 agencias). El importe agregado de las pérdidas aumentó en más de un 70% con respecto al año anterior. En el caso de las sociedades de valores, las pérdidas casi se doblaron. La combinación de unos peores resultados agregados y de una cantidad relevante de entidades en pérdidas es el reflejo de un proceso de ajuste notable en el sector, que se deriva del desplazamiento de parte del negocio a las entidades de crédito y del proceso de reorientación del negocio desde los servicios de inversión tradicionales hacia otros servicios de inversión, que por el momento no son igual de rentables. En cualquier caso, el sector siguió gozando de un amplio margen de cobertura en relación con los recursos propios exigidos por la normativa, si bien para un número importante de estas entidades la holgura real que proporciona el exceso de recursos propios sobre los exigibles es reducida, al tratarse de importes poco significativos en términos absolutos.

En cuanto a las empresas de asesoramiento financiero, tanto el volumen total de patrimonio asesorado como los resultados de estas entidades disminuyeron de forma marginal. Hay que destacar que el peso de los clientes minoristas aumentó de forma apreciable por segundo ejercicio consecutivo.

Con respecto a las sociedades gestoras de cartera, al cierre de 2018 una sola entidad estaba registrada en la CNMV, la misma que al finalizar 2017. Esto no quiere decir que en los últimos años no se hayan creado entidades cuyo principal modelo de

negocio sea la gestión de carteras de clientes, sino que estas han preferido ejercer su actividad como agencias de valores. Los requisitos para constituir una sociedad gestora de cartera o una agencia de valores con un programa de actividades parecido no son muy diferentes, lo que favorece la creación de agencias por su flexibilidad a la hora de decidir prestar progresivamente otros servicios de inversión.

3.2.1 Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendía a 114 a finales de 2018, 8 menos que en 2017. Este descenso guarda relación con el efecto de consolidación derivado del proceso de reorganización del sector bancario a raíz de la crisis financiera. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 467, una menos que el año anterior. De ellas, 412 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 56 a través de sucursales. Casi todas estas entidades procedían de otros Estados miembros de la Unión Europea (461 entidades, véase anexo estadístico II.12).

El cuadro 3.2.1 muestra los ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios de valores y por la comercialización de fondos de inversión y otros productos financieros no bancarios. Es importante señalar que en 2017 se produjo una modificación contable que afectó a los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España. Se debieron adaptar a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP (FINancial REPorting) de la Unión Europea⁴. Este cambio contable hace que la comparación de los datos sobre los ingresos por comisiones bancarias del año 2016 con los de 2017 y 2018 se realice sobre una base no homogénea.

En cualquier caso, debe destacarse el aumento en las comisiones que las entidades de crédito percibieron por servicios relacionados con valores, en particular por la gestión de patrimonio de terceros vinculado a la puesta en marcha de MiFID II. En cambio, se observa un descenso significativo en los ingresos por compraventa de valores, lo que puede estar relacionado con el hecho de que una parte relevante de la negociación sobre valores españoles tiene lugar en mercados extranjeros. En cambio, los ingresos percibidos por la comercialización de productos no bancarios descendieron (un 2,6%), observándose diferencias entre los distintos productos, con avances en los ingresos por comercialización de seguros y disminuciones en los percibidos por la de fondos de inversión y de pensiones. El peso conjunto de los ingresos por prestación de servicios sobre valores y por comercialización de fondos de inversión en el total de las comisiones percibidas por estas entidades se redujo desde el 26,1% en 2017 hasta el 24,5% en 2018.

4 El reglamento europeo para la elaboración de la información financiera supervisora se conoce como FINREP (Reglamento de Ejecución (UE) n.º 680/2014 de la Comisión, de 16 de abril, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con la comunicación de información con fines de supervisión por parte de las entidades, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013).

Ingresos de las entidades de crédito por la prestación de servicios en valores y comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 3.2.1

Importes en millones de euros

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | % s/ total comisiones EE. CC. ¹ |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------------|--|
| Por servicios en valores | 1.476 | 1.334 | 1.436 | 1.575 | 10,6 |
| Aseguramiento y colocación de valores | 218 | 190 | 231 | 187 | 1,3 |
| Compraventa de valores | 488 | 410 | 457 | 367 | 2,5 |
| Administración y custodia | 632 | 596 | 551 | 562 | 3,8 |
| Gestión de patrimonio | 138 | 138 | 197 | 459 | 3,1 |
| Por comercialización de productos financieros no bancarios | 4.211 | 4.389 | 4.380 | 4.268 | 28,6 |
| Fondos de inversión | 2.296 | 2.187 | 2.290 | 2.074 ¹ | 13,9 |
| Fondos de pensiones | 458 | 520 | 498 | 492 ¹ | 3,3 |
| Seguros | 1.224 | 1.446 | 1.330 | 1.507 | 10,1 |
| Otros | 236 | 236 | 262 | 195 | 1,3 |
| Pro memoria: | | | | | |
| Por servicios de valores y comercialización de fondos de inversión | 3.772 | 3.521 | 3.726 | 3.649 | 24,5 |
| Ingresos totales por comisiones | 13.617 | 13.486 | 14.295 | 14.924 | 100,0 |

Fuente: Banco de España. En 2017 se han modificado los estados de carácter reservado que las entidades de crédito remiten al Banco de España, debido a la adaptación a los criterios de elaboración, terminología, definiciones y formatos de los estados FINREP de la Unión Europea. (1) Datos estimados.

La comparación entre las comisiones percibidas por las entidades de crédito y por las empresas de servicios de inversión pone de manifiesto el peso preponderante de las primeras en la prestación de servicios de inversión. Como se puede comprobar en el cuadro, la prestación de este tipo de servicios la realizan en su mayoría las entidades de crédito. Ello se debe, en gran medida, al hecho de que una buena parte de las empresas de servicios de inversión (sociedades y agencias de valores) cuyo accionista principal o único era una entidad de crédito han desaparecido, para asumir las propias entidades de crédito la actividad antes realizada por ellas.

Como se puede observar en el cuadro 3.2.2, las entidades de crédito incluso superan con amplia holgura a las sociedades y agencias de valores en los servicios de tramitación o ejecución de órdenes de compraventa de valores, segmento en el que las empresas de servicios de inversión mostraron durante muchos años una participación mayoritaria en las comisiones. Desde 2013 esta tendencia cambió y en los últimos años las entidades de crédito han ganado de forma progresiva cuota de mercado en este segmento, hasta alcanzar casi dos tercios del mismo.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2018

CUADRO 3.2.2

Importes en millones de euros

| | Sociedades y agencias de valores ¹ | Entidades de crédito (EE. CC.) | Total | % EE. CC./total |
|--------------------------------------|---|--------------------------------|--------------|-----------------|
| Total servicios de inversión | 385 | 3.649 | 4.033 | 90,5 |
| Colocación y aseguramiento | 12 | 187 | 199 | 94,0 |
| Compraventa de valores | 180 | 367 | 547 | 67,1 |
| Gestión de patrimonios | 29 | 459 | 488 | 94,1 |
| Administración y custodia | 44 | 562 | 606 | 92,7 |
| Comercialización fondos de inversión | 119 | 2.074 ² | 2.193 | 94,6 |

Fuente: CNMV y Banco de España. (1) Incluye sociedades gestoras de cartera. (2) No está disponible la desagregación entre comercialización de fondos de inversión y de fondos de pensiones.

3.2.2 Empresas de servicios de inversión⁵

3.2.2.1 Sociedades y agencias de valores

Autorización y registro

A finales de 2018, estaban registradas en la CNMV un total de 91 sociedades y agencias de valores, 2 más que a finales de 2017. Este aumento en el número de entidades parece confirmar el final de la tendencia negativa del sector, que fue consecuencia del importante proceso de ajuste de los últimos años (en 2008 había un total de 101 sociedades y agencias de valores). Aunque los grupos bancarios siguen con los procesos de integración de sus agencias y sociedades de valores en el banco matriz, el número de altas de entidades independientes compensó con creces las bajas. Este hecho pone de manifiesto cómo el sector se está transformando hacia una mayor presencia de entidades independientes que prestan servicios de inversión distintos de la recepción y transmisión de órdenes y su posterior ejecución.

En total, 39 entidades cerraron 2018 con pérdidas, 19 más que en 2017. En cuanto al volumen agregado de las pérdidas, estas fueron notablemente superiores tanto para las sociedades como para las agencias de valores. En el caso de las primeras, las pérdidas casi se doblaron, mientras que para las agencias el aumento fue del 37,7% (véanse cuadros 3.2.5 y 3.2.7).

Como se puede apreciar en el cuadro 3.2.3, en 2018 se produjeron siete altas y cinco bajas. De las primeras, seis correspondieron a entidades independientes y la restante pertenece a una empresa del sector asegurador. Respecto a las bajas, tres de las registradas correspondieron a sociedades de valores que se integraron en su matriz bancaria. Las otras dos bajas de entidades fueron de agencias de valores independientes, de las cuales una de ellas se convirtió en una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (véase anexo estadístico II.8).

Por su parte, durante 2018 no se produjo ninguna actividad corporativa que generara un cambio de control entre las agencias y sociedades de valores (véase anexo estadístico II.9). En cambio, sí se produjo un cambio significativo en el número de representantes utilizados por las empresas de servicios de inversión: este pasó de 6.208 a finales del ejercicio 2017 a 2.441 a finales del ejercicio 2018.

Como es habitual, la mayoría de las sociedades y agencias de valores que utilizan el pasaporte comunitario para operar en otros países de la Unión Europea lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios. En concreto, a finales de 2018, 48 entidades se encontraban bajo este régimen (2 más que el año anterior, véase anexo estadístico II.10), mientras que 7 entidades españolas mantenían sucursales en otros países. Esta cifra es la misma que la del cierre de 2017, aunque se apreció un aumento del número de países europeos donde estas entidades operan (Francia, Países Bajos y Suecia se añadieron a la lista).

5 De acuerdo con el artículo 143 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, son empresas de servicios de inversión las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera y las empresas de asesoramiento financiero.

Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 3.2.3

| Tipo de entidad | Entidades a 31/12/17 | Altas | Bajas | Entidades a 31/12/18 |
|----------------------------------|----------------------|------------|-----------|----------------------|
| Entidades nacionales | 89 | 7 | 5 | 91 |
| Sociedades de valores | 41 | 1 | 3 | 39 |
| Agencias de valores | 48 | 6 | 2 | 52 |
| Entidades extranjeras | 2.869 | 215 | 82 | 3.002 |
| Con sucursal | 53 | 11 | 3 | 61 |
| En libre prestación de servicios | 2.816 | 204 | 79 | 2.941 |
| Pro memoria: | | | | |
| Representantes | 6.208 | 351 | 4.118 | 2.441 |

Fuente: CNMV.

Como se indica en el cuadro 3.2.3, en 2018 un total de 215 entidades autorizadas en otros Estados miembros comunicaron a la CNMV su intención de comenzar a prestar servicios de inversión en España. Por su parte, el número de comunicaciones por abandono de esa actividad fue de 82. La mayoría de estas comunicaciones, tanto de altas como de bajas, correspondió a entidades acogidas al régimen de libre prestación de servicios, cuyo número aumentó hasta 2.941, por encima de las 2.816 de 2017. La mayor parte de estas entidades estaban autorizadas en el Reino Unido y Chipre. A su vez, el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 53 a 61, de las que la mitad estaban radicadas en el Reino Unido, país sumido en el proceso de salida de la Unión Europea conocido como *brexít* (véase anexo estadístico II.7).

En relación con las entidades autorizadas en otros Estados miembros que operan en España bajo la modalidad de libre prestación de servicios, aunque la CNMV (como autoridad del Estado miembro de acogida) no recibe información sobre la actividad que desarrollan, es probable que muchas de ellas no sean entidades activas (situación a la que suele hacerse referencia como «just in case notifications»).

La necesidad de asegurar unos niveles mínimos de supervisión sobre estas entidades que operan transfronterizadamente en régimen de libre prestación de servicios ha generado un debate en ESMA relacionado con la posibilidad de que la autoridad de acogida cuente con una mínima información sobre su actividad en su territorio y con el establecimiento de fórmulas de cooperación entre las autoridades de origen y de acogida. La CNMV está participando de modo especialmente activo en este debate.

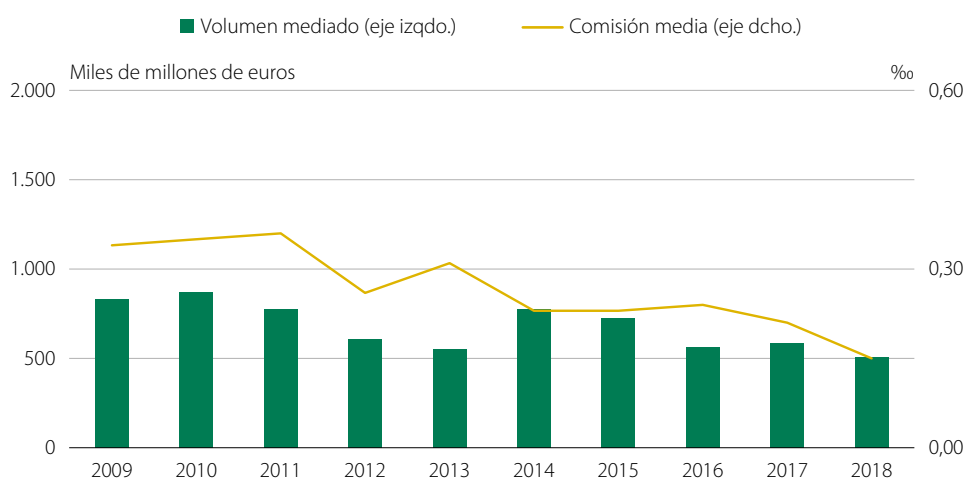
Resultados

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2018 un resultado conjunto antes de impuestos de 115,9 millones de euros, lo que supuso un descenso del 34,0% con respecto al año anterior. La caída fue algo más acusada en las sociedades de valores (34,5%) que en las agencias de valores (25,2%). Una parte del descenso se debió a la baja de tres sociedades de valores que pertenecían a entidades de crédito. Sin embargo, la evolución del resto de las entidades tampoco fue favorable ya que, descontando las cifras de las tres citadas sociedades de valores que causaron baja, los beneficios antes de impuestos disminuyeron un 28,2%, desde los 155,4 millones registrados en 2017 hasta a los 111,5 millones en 2018.

Como se aprecia en el cuadro 3.2.4, las sociedades de valores experimentaron una notable reducción de sus ingresos con respecto al año anterior. A ello contribuyeron todas las partidas salvo la de margen de intereses, la cual aumentó de forma significativa. Destaca, en particular y debido a su importancia, la caída de los ingresos por comisiones netas (-26,4%), que hizo que esta partida pasara a representar el 71,5% de los ingresos de este tipo de entidades (81,1% en 2017). Esta evolución se explica por la disminución, sobre todo, de las comisiones percibidas por tramitación y ejecución de órdenes, comercialización de IIC y gestión de carteras. También cabe destacar el descenso experimentado en la partida de resultados de inversiones financieras (-38,0%).

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes continuaron siendo las más importantes. Estas comisiones proceden fundamentalmente de la mediación en los mercados de renta variable nacional. Hay que destacar, como se ha comentado anteriormente, que los ingresos por esta partida disminuyeron un 26,3% con respecto al año anterior. De nuevo, una parte de este descenso se debe a la baja de dos sociedades de valores que pertenecían a entidades de crédito y cuya principal actividad era la intermediación en la negociación. Los volúmenes mediados en estos mercados se vieron reducidos en el último ejercicio, en línea con el descenso de la contratación bursátil en los mercados españoles (véase sección 1.2) y el mayor peso en la intermediación de valores de las entidades de crédito. Por su parte, la comisión media en concepto de corretaje experimentó un notable descenso. La combinación de ambos factores provocó la disminución de los ingresos ya mencionada (véase gráfico 3.2.1).

Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable en bolsas reguladas españolas GRÁFICO 3.2.1



Fuente: CNMV.

En cuanto al resto de comisiones, resulta particularmente significativo el descenso de las percibidas por comercialización de IIC (-33,4%) y por gestión de carteras (-72,8%). Por el lado positivo, se registraron aumentos en las comisiones por depósito y anotación de valores y por asesoramiento en materia de inversión. En el caso de estas últimas, el ascenso fue notable (72,1%) y podría estar vinculado a la puesta en marcha de MiFID II. También podría estar relacionado con ello el hecho de que las comisiones satisfechas a otras entidades también descendieron de forma destacada —un 19,4% con respecto al año anterior, en línea con una menor actividad del sector— y supusieron el 28,6% de las comisiones percibidas.

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores volvieron a descender (-7,7%). Esta tendencia se explica tanto por la prolongación del ajuste de los gastos de estas entidades, que comenzó a raíz de la crisis para adaptarse a los cambios en los mercados financieros, como por la menor presencia de sociedades vinculadas a entidades de crédito, las cuales tenían un tamaño apreciable.

Respecto a los gastos por amortizaciones y otras dotaciones, estos aumentaron de forma considerable (52,9%). El descenso del margen bruto se compensó en parte con unos menores gastos. Sin embargo, la disminución de los gastos no pudo evitar un descenso del resultado de explotación (-40,9%), que pasó de 145,4 millones de euros en 2017 a 85,8 millones en 2018. El resultado antes de impuestos cayó un 34,5% y se situó en 103,8 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores¹

CUADRO 3.2.4

Importes en miles de euros

| | 2017 | 2018 | % var. 18/17 |
|---|----------------|----------------|---------------|
| Margen financiero | 21.377 | 73.969 | 246,0 |
| Comisiones netas | 402.154 | 296.037 | -26,4 |
| Comisiones percibidas | 549.298 | 414.595 | -24,5 |
| Tramitación y ejecución de órdenes | 217.601 | 160.320 | -26,3 |
| Colocación y aseguramiento de emisiones | 17.553 | 11.090 | -36,8 |
| Depósito y anotación de valores | 38.200 | 42.958 | 12,5 |
| Comercialización de IIC | 83.354 | 55.483 | -33,4 |
| Gestión de carteras | 49.720 | 13.505 | -72,8 |
| Asesoramiento en materia de inversión | 5.555 | 9.562 | 72,1 |
| Otras | 137.315 | 121.677 | -11,4 |
| Comisiones satisfechas | 147.144 | 118.558 | -19,4 |
| Resultado de inversiones financieras | 43.725 | 27.088 | -38,0 |
| Diferencias de cambio netas | 4.353 | 283 | -93,5 |
| Otros productos y cargas de explotación | 24.154 | 16.331 | -32,4 |
| Margen bruto | 495.763 | 413.708 | -16,5 |
| Gastos de explotación | 342.176 | 315.951 | -7,7 |
| Personal | 216.587 | 194.594 | -10,1 |
| Generales | 125.589 | 121.357 | -3,4 |
| Amortizaciones y otras dotaciones | 7.369 | 11.267 | 52,9 |
| Pérdidas netas por deterioro de activos financieros | 854 | 653 | -23,5 |
| Resultado neto de explotación | 145.364 | 85.837 | -40,9 |
| Otras ganancias y pérdidas | 13.197 | 18.016 | 36,5 |
| Resultado antes de impuestos | 158.561 | 103.853 | -34,5 |
| Impuesto sobre beneficios | 37.878 | 12.082 | -68,1 |
| Resultado de actividades continuadas | 120.683 | 91.771 | -24,0 |
| Resultado de actividades interrumpidas | 36.382 | 0 | -100,0 |
| Resultado neto del ejercicio | 157.065 | 91.771 | -41,6 |

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

La evolución de la cuenta de resultados agregada en los últimos años pone de manifiesto el proceso de cambio experimentado por el modelo de negocio de las

sociedades de valores. Su principal negocio tradicional, la intermediación en los mercados de valores, tiende a tener cada vez menos peso, mientras que las actividades de comercialización y de gestión y asesoramiento a terceros son cada vez más importantes en su cuenta de resultados. Es de destacar que, como puede observarse en el cuadro 3.2.4, la actividad de negociación por cuenta propia (*proprietary trading*) —muy importante para las empresas de servicios de inversión en la mayoría de países de nuestro entorno— es muy baja en nuestro país para las sociedades de valores.

Como ha venido sucediendo en los últimos años, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector. En concreto, cuatro sociedades de valores acumularon el 92,1% del resultado agregado, lo que indica una mayor concentración que en años precedentes. Esto se debe a que el subsector de las sociedades de valores es cada vez más pequeño y a que las sociedades más grandes van ganando tamaño relativo. En general, las entidades con mayor tamaño tienden a ser cada vez más rentables, mientras que las entidades pequeñas encuentran mayores dificultades para ser viables.

El análisis por entidades revela que 18 sociedades de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 11 más que al cierre de 2017 (véase cuadro 3.2.5). 8 de ellas ya habían registrado pérdidas en el ejercicio 2017. De estas 18 sociedades, 15 son entidades independientes, 2 pertenecen a entidades de crédito españolas y 1 a una entidad de crédito internacional. El importe acumulado de las pérdidas casi dobló al del año anterior, al pasar de 14,7 millones de euros en 2017 a 28,8 millones de euros en 2018.

Resultados antes de impuestos, n.º de sociedades de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos

CUADRO 3.2.5

Importes en miles de euros

| | Resultados antes de impuestos (total) ¹ | N.º de entidades en pérdidas | Importe de las pérdidas antes de impuestos |
|------------------------------|--|------------------------------|--|
| Sociedades de valores | | | |
| 2015 | 192.776 | 8 | -14.829 |
| 2016 | 181.194 | 7 | -8.957 |
| 2017 | 158.561 | 7 | -14.701 |
| 2018 | 103.853 | 18 | -28.789 |

Fuente: CNMV. (1) Incluye los resultados de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros porque, a diferencia de las sociedades de valores, no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. Una parte de las agencias obtiene el grueso de sus ingresos de la tramitación y ejecución de órdenes, pero la mayoría de ellas ha tendido a especializarse en determinados servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Las entidades independientes predominan en este subsector (30 de un total de 52 agencias de valores), al contrario que en el caso de las sociedades de valores, que en su mayoría están controladas por un grupo financiero (solo 9 entidades de un total de 39 son independientes).

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores descendió un 25,2%, hasta situarse en 12,5 millones de euros. El deterioro de los resultados se debió al incremento de los gastos ordinarios de este tipo de entidades, fundamentalmente a los gastos de personal, que fue superior al aumento de los ingresos que se produjo en el ejercicio.

En términos netos las comisiones experimentaron un aumento del 13,0% con respecto al año anterior. En términos brutos (comisiones percibidas), destacaron por su cuantía los incrementos en las partidas de asesoramiento en materia de inversión (122,3% con respecto a 2017 y que podría guardar relación con la puesta en marcha de MiFID II), de comercialización de IIC (7,4%) y de gestión de carteras (23,4%). Estas partidas supusieron más del 67,0% de las comisiones percibidas. Entre los descensos más destacables estuvieron las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones (-67,3%) y otras comisiones (-12,8%).

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores¹

CUADRO 3.2.6

Importes en miles de euros

| | 2017 | 2018 | % var. 18/17 |
|---|----------------|----------------|--------------|
| Margen financiero | 3.127 | 1.583 | -49,4 |
| Comisiones netas | 120.194 | 135.782 | 13,0 |
| Comisiones percibidas | 142.323 | 156.624 | 10,0 |
| Tramitación y ejecución de órdenes | 20.459 | 20.018 | -2,2 |
| Colocación y aseguramiento de emisiones | 3.427 | 1.120 | -67,3 |
| Depósito y anotación de valores | 924 | 824 | -10,8 |
| Comercialización de IIC | 59.398 | 63.821 | 7,4 |
| Gestión de carteras | 12.492 | 15.412 | 23,4 |
| Asesoramiento en materia de inversión | 11.572 | 25.725 | 122,3 |
| Otras | 34.051 | 29.704 | -12,8 |
| Comisiones satisfechas | 22.129 | 20.842 | -5,8 |
| Resultado de inversiones financieras | 1.139 | -51 | - |
| Diferencias de cambio netas | -578 | 85 | - |
| Otros productos y cargas de explotación | -1.128 | -364 | 67,7 |
| Margen bruto | 122.754 | 137.035 | 11,6 |
| Gastos de explotación | 103.052 | 121.611 | 18,0 |
| Personal | 66.372 | 82.237 | 23,9 |
| Generales | 36.680 | 39.374 | 7,3 |
| Amortizaciones y otras dotaciones | 2.783 | 3.381 | 21,5 |
| Pérdidas netas por deterioro de activos financieros | -10 | 12 | - |
| Resultado neto de explotación | 16.929 | 12.031 | -28,9 |
| Otras ganancias y pérdidas | -163 | 501 | - |
| Resultado antes de impuestos | 16.766 | 12.532 | -25,2 |
| Impuesto sobre beneficios | 4.876 | 5.073 | 4,0 |
| Resultado de actividades continuadas | 11.890 | 7.459 | -37,3 |
| Resultado de actividades interrumpidas | 0 | 0 | - |
| Resultado neto del ejercicio | 11.890 | 7.459 | -37,3 |

Fuente: CNMV. (1) Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

La mayor actividad de las agencias de valores en varias de sus líneas de negocio no se tradujo en este caso en un incremento de las comisiones satisfechas a terceros, pues estas descendieron un 5,8%. El margen bruto agregado reflejó el mejor comportamiento de los ingresos netos por servicios, al incrementarse en un 11,6%.

Por su parte, los gastos de explotación aumentaron de forma notable, un 18,0% con respecto al año anterior. Dentro de estos gastos, los de personal se incrementaron un 23,9% y los gastos generales experimentaron un ascenso del 7,3%. El incremento de los gastos de explotación hizo que el resultado neto de explotación fuera de 12,0 millones de euros, lo que supone un 28,9% menos que en 2017.

El descenso de los resultados antes de impuestos afectó de forma muy desigual a las agencias de valores. En particular, la mitad de las que estaban registradas tanto a finales de 2017 como a finales de 2018 obtuvieron unos mejores resultados. Con respecto a la otra mitad, el deterioro de los resultados agregados derivó en un aumento del número de entidades en pérdidas (de 13 a 21). El incremento de las pérdidas acumuladas fue de casi 3 millones de euros, al pasar de 7,9 millones en 2017 a 10,9 millones en 2018 (véase cuadro 3.2.7). 11 de las 21 agencias en pérdidas al cierre del ejercicio ya habían sufrido pérdidas el año anterior.

Resultados antes de impuestos, n.º de agencias de valores en pérdidas e importe de las pérdidas antes de impuestos

CUADRO 3.2.7

Importes en miles de euros

| | Resultados antes de impuestos ¹ | N.º de entidades en pérdidas | Importe de las pérdidas antes de impuestos |
|----------------------------|--|------------------------------|--|
| Agencias de valores | | | |
| 2015 | 22.781 | 12 | -3.689 |
| 2016 | 10.822 | 11 | -7.402 |
| 2017 | 16.766 | 13 | -7.952 |
| 2018 | 12.532 | 21 | -10.947 |

Fuente: CNMV. (1) Incluye los resultados de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no solo al finalizar este.

Solvencia

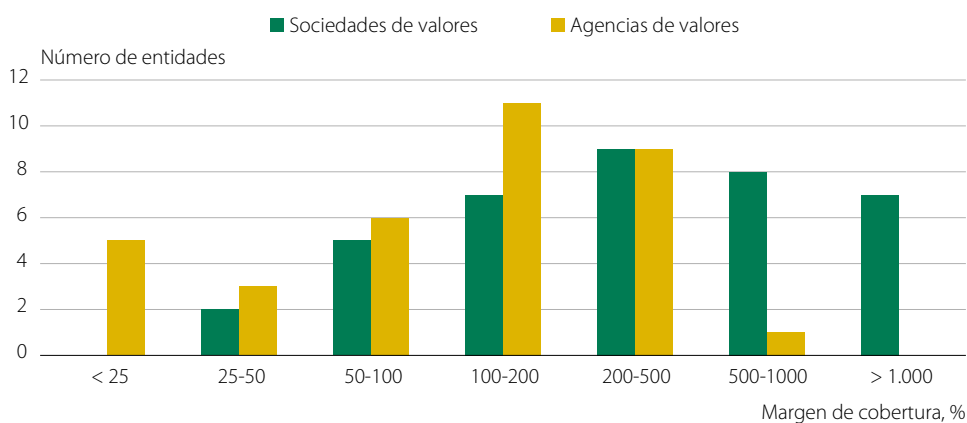
El sector en su conjunto continuó exhibiendo niveles relativos de solvencia elevados durante 2018: a finales de año el margen de recursos propios era 4,3 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2017 ese dato era sensiblemente inferior, en concreto, 3,2. Si bien cabe recordar que la holgura real de estos márgenes es escasa al tratarse de importes absolutos reducidos.

Como es habitual, este margen fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias de valores. Así, mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en torno a 4,7, para las segundas se mantuvo en 1,7. En cuanto a la distribución de esta ratio, en el gráfico 3.2.2 se observa que a finales de 2018 la mayoría de sociedades de valores seguía teniendo un margen de cobertura sobre recursos propios exigibles superior al 200%. Las agencias de valores presentaban una mayor dispersión. Por su parte, ninguna sociedad de

valores cerró el ejercicio con déficit de recursos propios. En cambio, dos agencias de valores sí cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios, aunque de escasa cuantía⁶.

Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 3.2.2



Fuente: CNMV.

3.2.2.2 Empresas de asesoramiento financiero

Las empresas de asesoramiento financiero son un tipo de empresas de servicios de inversión que se introdujo con la trasposición a nuestro ordenamiento jurídico de la primera Directiva MiFID. Estas entidades, que ofrecen a sus clientes como única actividad reservada el servicio de asesoramiento en materia de inversión financiera, cuentan con una amplia cartera de clientes minoristas, aunque sus ingresos proceden principalmente del asesoramiento a grandes inversores, incluidas las IIC y otros inversores institucionales.

Al cierre de 2018 el número de entidades de este tipo registradas en la CNMV era de 158, lo que supone 13 entidades menos que en 2017. Se produjeron 6 altas y 19 bajas, todas ellas de entidades independientes salvo 3 de las bajas: una vinculada a una empresa del sector asegurador, otra a una entidad de crédito internacional y la tercera vinculada a una entidad de crédito nacional. Es importante señalar que dos de ellas se dieron de baja por transformarse en SGIIC y una tercera en agencia de valores. El patrimonio total asesorado se situó en 30.491 millones de euros, lo que supone un descenso del 1% con respecto al ejercicio anterior. La mayor parte de los contratos de asesoramiento suscritos correspondía a clientes minoristas (el 92,0% de un total de 6.542), si bien estos contratos representaron el 31,2% del patrimonio asesorado. En cualquier caso, cabe señalar que, al igual que en 2017, se registró un aumento importante del patrimonio asesorado a minoristas y un descenso del correspondiente a los profesionales o no minoristas (véase cuadro 3.2.8). Por último, el beneficio conjunto de este tipo de entidades descendió ligeramente, al pasar de 11,3 millones de euros obtenidos en 2017 a 10,7 millones en 2018, lo que refleja una bajada de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras

6 Dentro de las tareas de supervisión se mantuvo un estrecho seguimiento de las entidades que pusieron de manifiesto incidencias patrimoniales o de solvencia.

entidades. Concretamente, estos pasaron de 13,7 millones en 2017 a 10,8 millones de euros en 2018.

EAFI: número de contratos y volumen del patrimonio asesorado¹ CUADRO 3.2.8

Importes en miles de euros

| | 2017 | 2018 | % var. 18/17 |
|--|-------------------|-------------------|--------------|
| Número de contratos | | | |
| Clientes minoristas | 6.321 | 6.020 | -4,8 |
| Clientes no minoristas | 454 | 522 | 15,0 |
| Total | 6.775 | 6.542 | -3,4 |
| Patrimonio asesorado (miles de euros) | | | |
| Clientes minoristas | 9.096.071 | 9.501.755 | 4,5 |
| Clientes no minoristas | 21.694.464 | 20.989.794 | -3,2 |
| Total | 30.790.535 | 30.491.549 | -1,0 |

Fuente: CNMV. (1) Datos provisionales de 2018 con el 92,9% de las entidades registradas.

3.2.3 Consideraciones acerca de la prestación de servicios de inversión en España por parte de las entidades de crédito y de las empresas de servicios de inversión

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

Una de las piezas a efectos de este análisis es la identificación de las entidades que tienen forma jurídica de banco pero cuyo modelo de negocio se basa en la prestación de servicios de inversión. Para ello puede tomarse como referencia el cociente entre los ingresos percibidos por la prestación de servicios de inversión y el total de ingresos de la entidad, identificándose como banco especializado en servicios de inversión a aquel cuyo cociente sea superior a dos tercios⁷. Se estima que el importe de ingresos relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁸ de estas

7 Entre las entidades más importantes por el volumen de ingresos que perciben se encuentran Allfunds, Banco Inversis, Cecabank y Renta 4.

8 Algunas de estas entidades (por ejemplo, Allfunds) tienen un negocio muy relevante fuera de España.

entidades fue superior a los 900 millones de euros en 2018 en conjunto. Sin embargo, si se tiene en cuenta el volumen de comisiones que estas entidades retroceden a terceros —en algunos casos, de importe significativo debido a su modelo específico de negocio—, el volumen de ingresos se reduciría hasta una cifra global cercana a los 350 millones de euros (en torno al 8% de las comisiones totales percibidas por las entidades de crédito en este negocio).

En el caso de las entidades financieras no bancarias (sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de IIC) se ha procedido a identificar aquellas que pertenecen a un grupo bancario comercial y que, en consecuencia, se encuadrarían en el ámbito de la prestación de servicios de inversión de este tipo de entidades. En el ámbito de las agencias y sociedades de valores, estas entidades son poco relevantes en la actualidad, ya que las entidades de crédito han ido absorbiendo durante los últimos años a sus sociedades y agencias de valores en un contexto de fuerte reorganización del sector financiero español. En 2018 se produjo, por ejemplo, la absorción por parte de Bankinter y de Banco Santander de las sociedades de valores pertenecientes a sus respectivos grupos financieros. A finales de 2018 había un total de 7 sociedades de valores que pertenecían a alguna entidad de crédito nacional cuyo negocio principal era la banca comercial. Estas sociedades concentraban el 4% de los activos totales de las SV en 2018 y cerca del 7% de los ingresos percibidos por este tipo de entidades. En el ámbito de las SGIIC, la relevancia de las vinculadas con bancos comerciales es mayor, pues concentran casi el 60% de las comisiones netas de retrocesiones derivadas de la gestión de IIC y la mitad del importe total de las comisiones percibidas por el conjunto de gestoras.

Atendiendo a todas estas consideraciones, se estima que aproximadamente el 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 es desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

Un sector independiente especializado en el ámbito de los servicios de inversión lo más potente posible es deseable y positivo. Cuanto más relevantes sean las entidades independientes, más innovación, mayor dinamismo y más competencia en el sector. Además de los consiguientes beneficios en términos de menores costes y mejor servicio para los inversores, ello es también interesante desde dos perspectivas: i) la del deseable aumento del equilibrio entre la financiación puramente bancaria y la financiación de las empresas a través de los mercados y ii) la de los esfuerzos por impulsar la cultura inversora de los españoles, que, además de caracterizarse por una baja propensión al ahorro, está más centrada en las inversiones en inmuebles y en productos de muy bajo riesgo en relación con los patrones observados en otras economías europeas.

Revisión horizontal del cumplimiento de las obligaciones del Reglamento PRIIPS

RECUADRO 6

De acuerdo con el Plan de actividades de la CNMV de 2018 se ha realizado una revisión horizontal del cumplimiento de las obligaciones del Reglamento PRIIPS (Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, sobre los documentos de datos fundamentales relativos a productos de inversión minorista empaquetados y los productos de inversión basados en seguros) que comenzó a aplicarse el 1 de enero de 2018.

Este reglamento exige la elaboración de un documento informativo (en adelante KID, por sus siglas en inglés) para su entrega a los clientes minoristas antes de venderles o recomendarles determinados productos. El KID es un documento corto —máximo tres caras— y altamente estandarizado, que debe incluir información clave del producto de forma resumida y en un lenguaje no técnico para facilitar la comprensión por parte del inversor minorista y la comparación con alternativas de inversión. Además de explicaciones sobre el funcionamiento del producto, el KID incluye elementos numéricos como un indicador de riesgo con una escala del uno al siete, una tabla de posibles resultados en distintos escenarios y una tabla de costes, que implican cálculos según metodologías definidas en la norma.

El objetivo general de esta actuación ha sido comprobar que el contenido de los documentos se ajusta a la norma, que los productores los publican en sus páginas web y que los distribuidores los entregan a los clientes con antelación suficiente. La revisión se ha efectuado sobre una muestra representativa de 17 entidades, que aglutinan aproximadamente el 90% del volumen de PRIIP sujetos a la supervisión de la CNMV y comercializados a clientes minoristas. En el marco de esta actuación se han analizado KID de deuda estructurada, contratos financieros, derivados y CFD.

En términos generales, los KID analizados aportan la información prevista sobre el funcionamiento, las características y los objetivos de los productos de forma resumida, así como sobre los costes —incluidos los implícitos en los precios—, y se consideran un documento útil para el inversor. No obstante, el Reglamento PRIIPS se encuentra actualmente en revisión para incorporar las modificaciones que se estiman necesarias una vez observadas las deficiencias de la normativa puestas de manifiesto desde su aplicación.

Por otra parte, se han detectado aspectos de mejora en lo que respecta a la redacción de los documentos a la hora de hacerlos más comprensibles para el inversor minorista, al igual que incidencias en los indicadores calculados —algunas de ellas destacables— que en la actualidad pueden dificultar la consecución de los objetivos de comprensión y comparabilidad que persigue la norma.

Se consideran especialmente relevantes las siguientes incidencias:

- Deficiencias en la información sobre los costes implícitos en el precio (costes de entrada). Se han identificado diferencias en la estimación del valor razonable del producto que implican que en algunos casos se esté informando de costes menores a los reales. El valor razonable debe reflejar el precio por el que podría ser intercambiado un instrumento entre partes interesadas debidamente informadas, un valor que debe ser el mismo tanto si se compra como si se vende el producto, y que no debe incluir costes específicos en los que puedan incurrir las partes.
- Ausencia de información concreta sobre los costes en los que incurrirá el cliente en caso de salida anticipada.
- KID excesivamente genéricos sobre derivados OTC, y en particular sobre CFD, que no informan al cliente de las condiciones que aplican a la

operación que va a contratar. El KID que se entregue a los clientes debe incluir un nivel de detalle suficiente sobre las condiciones de la operación, e informar en todo caso de la divisa, el plazo, los precios, los niveles de barrera y los costes representativos, por lo que la opción adecuada normalmente es elaborar distintos KID por subyacentes concretos.

Cabe destacar la falta de información precontractual sobre los costes efectivamente aplicados que se deriva de elaborar KID excesivamente genéricos y de servirse de estos para cumplir con las obligaciones previstas en la Directiva MiFID.

Por otra parte, en el cálculo de escenarios de rentabilidad, además de ciertos errores puntuales de aplicación de la norma —como anualizar los ratios en productos con plazo inferior al año— se han identificado aspectos que no se tratan en detalle en dicha norma, lo que dificulta una implantación uniforme de la metodología por parte de las entidades. Un ejemplo de esto último es el tratamiento de los cupones y los reembolsos parciales, o el de los productos autocancelables, para los que las entidades han utilizado diferentes enfoques que, en cualquier caso, deberían explicar en el KID para facilitar su comprensión.

Aunque no se ha realizado un análisis completo de la aplicación de la metodología PRIIP para calcular los escenarios, el análisis de los datos en los KID examinados en esta actuación apunta a que los escenarios presentados son por lo general coherentes, si bien en algún caso se observa un inadecuado sesgo histórico.

La CNMV continuará promoviendo la publicación de aclaraciones en el grupo de trabajo del Comité Mixto de las tres autoridades europeas supervisoras (ESA, por sus siglas en inglés) y actualizará el documento de preguntas y respuestas publicado cuando resulte oportuno.

La información recabada en esta actuación se tendrá en cuenta en todo caso en el trabajo que llevarán a cabo las ESA durante 2019 para la revisión del Reglamento PRIIPS.

3.3 Entidades de capital riesgo y plataformas de financiación participativa

3.3.1. Entidades de capital riesgo y otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado

Entidades registradas en la CNMV

La actividad de capital privado y capital riesgo siguió en 2018 la tendencia alcista de los últimos ejercicios, registrándose un número elevado de inscripciones tanto de vehículos como de sociedades gestoras. En total, se inscribieron un total de 59 vehículos de inversión cerrados y 8 nuevas sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado. El registro de la CNMV cerró el ejercicio con un total de 369 vehículos de inversión de tipo cerrado y 94 sociedades gestoras, lo que supone un aumento del 13,2% y el 5,6%, respectivamente, con respecto a las cifras de cierre de 2017 y marca un nuevo máximo histórico del registro.

En el ámbito de los vehículos de inversión de tipo cerrado, entre las citadas 59 nuevas entidades se siguió observando una gran variedad con respecto a su naturaleza

jurídica así como a su objetivo de inversión. En cuanto a las entidades de capital riesgo —fondos de capital riesgo (FCR) y sociedades de capital riesgo (SCR)—, se produjeron 37 altas; en el caso de ECR-Pyme, tanto fondos como sociedades, se registraron 2 altas. También se inscribieron 3 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y un fondo de emprendimiento social europeo con forma societaria (FESE), figuras contempladas respectivamente por 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; estos fondos se podrán comercializar a inversores que aporten más de 100.000 euros tanto en España como en países de la Unión Europea. En total a 31 de diciembre de 2018 figuraban inscritos 8 fondos de capital riesgo europeos y 1 fondo de emprendimiento social europeo, lo que supone un incremento del 80% frente al ejercicio precedente.

Por último, en el ejercicio 2018, de nuevo cobraron protagonismo las inscripciones de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC), habiéndose registrado 16 nuevas entidades, de las cuales 10 eran fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC). Esta nueva figura de inversión, a la que le es de aplicación el régimen general de tributación en el Impuesto de Sociedades, fue introducida por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, y goza de gran flexibilidad en cuanto al régimen de inversiones tanto en la política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión. En 2018, por ejemplo, se inscribieron dos sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) con una política de inversión centrada en el sector inmobiliario y un FICC enfocado al sector de las infraestructuras. Por otra parte, se inscribieron seis nuevos FICC que eran antiguos vehículos de capital riesgo y que se acogieron a esta figura con el fin de poder tener un régimen más flexible en cuanto al cumplimiento de los coeficientes de inversión. Cabe señalar, además, que en 2018 un fondo de inversión a largo plazo europeo (FILPE) comenzó su actividad en España (otro fondo se sumó en 2019). Estas entidades no aparecen en el registro de la CNMV puesto que son de regulación directa europea.

La iniciativa del ICO a través de Fond-ICO Global, FCR siguió teniendo gran relevancia en cuanto a la captación de nuevos recursos del sector privado a través de fórmulas de coinversión. A este respecto, hay que destacar que en el pasado ejercicio se produjo un aumento de 500 millones en los recursos propios comprometidos de este fondo, por lo que su importe global alcanza los 2.000 millones de euros. Asimismo, cabe reseñar que en el ejercicio 2018 se resolvió una nueva convocatoria, la décima, con la selección de 7 fondos, de los que la mayoría estaban registrados en la CNMV.

En cuanto a las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (SGEIC), su número se incrementó en 8 entidades, de forma que a 31 de diciembre de 2018 figuraban 94 SGEIC inscritas en el Registro de la CNMV. Cuatro de las nuevas SGEIC inscritas se constituyeron cumpliendo con todos los requisitos exigidos por la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativa⁹, que implican la posibilidad de obtener el pasaporte europeo para los vehículos gestionados, así como la facultad de poder comercializar las ECR gestionadas tanto a inversores profesionales como a inversores considerados no profesionales, siempre que estos últimos se comprometan a invertir un mínimo de 100.000 euros y declaren por escrito que son conscientes de los riesgos ligados al compromiso asumido.

9 Incluidas Oquendo Capital, SGEIC, S.A.; Avior Capital, SGEIC, S.A.; Asterion Industrial Partners, SGEIC, S.A.; y Qualitas Equity Funds, SGEIC, S.A.

Altas y bajas en el Registro en 2018

CUADRO 3.3.1

| Tipo de entidad | Entidades registradas a | | | Entidades registradas a 31/12/18 |
|--|-------------------------|-----------|-----------|----------------------------------|
| | 31/12/17 | Altas | Bajas | |
| Sociedades de capital riesgo (SCR) | 105 | 16 | 0 | 121 |
| Fondos de capital riesgo (FCR) | 173 | 21 | 13 | 181 |
| Sociedades de capital riesgo pyme (SCR-Pyme) | 16 | 1 | 0 | 17 |
| Fondos de capital riesgo pyme (FCR-Pyme) | 12 | 1 | 3 | 10 |
| Fondos de capital riesgo europeo (FCRE) | 5 | 3 | 0 | 8 |
| Fondos de emprendimiento social europeo (FESE) | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Total entidades de capital riesgo (ECR) | 311 | 43 | 16 | 338 |
| Sociedades de inversión colectiva de tipo cerrado (SICC) | 13 | 6 | 0 | 19 |
| Fondos de inversión colectiva de tipo cerrado (FICC) | 2 | 10 | 0 | 12 |
| Total entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC) | 15 | 16 | 0 | 31 |
| Total ECR + EICC | 326 | 59 | 16 | 369 |
| Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC) | 89 | 8 | 3 | 94 |

Fuente: CNMV.

Algunos datos relevantes del sector de capital riesgo

De acuerdo con la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI), el año 2018 finalizó con una cifra histórica en términos de volumen de inversión en capital privado y capital riesgo, cercana a los 5.850 millones de euros y repartida en un total de 670 operaciones, lo que supone un incremento del 17% con respecto a la cifra registrada en 2017.

En relación con el tamaño de las inversiones, en 2018 se contabilizaron un total de 8 grandes operaciones (conocidas como *megadeals*) que superaron los 100 millones de euros cada una (3 de ellas superiores a los 1.000 millones). En conjunto, estas operaciones representaron un volumen de inversión cercano a los 3.700 millones de euros (63% del total). En cuanto a la actividad en el segmento medio, en operaciones que se cuantifican entre 10 y 100 millones, se registró un volumen cercano a los 1.467 millones de euros, materializadas en 56 operaciones, cifras muy similares a las del ejercicio 2017.

Los operadores internacionales concentraron el 77% de la inversión total con una presencia muy relevante de grandes operaciones, mientras que las ECR y demás operadores nacionales intervinieron, en general, en un número mayor de operaciones pero de menor tamaño.

La inversión de los fondos de *venture capital* —es decir, fondos que invierten en las primeras fases de desarrollo de la empresa (capital semilla y arranque)—, siguiendo con los datos de ASCRI, mantuvo un protagonismo destacado en el ejercicio 2018, con un volumen de inversión de 417 millones de euros (538 millones en 2017) en un total de 510 operaciones. En este segmento hay un mayor protagonismo de operadores nacionales privados y fondos públicos, frente a los fondos internacionales. Como viene siendo habitual en los últimos ejercicios, siguió existiendo un apoyo relevante en este segmento de inversiones de los programas de fondos públicos Fond-ICO Global y la iniciativa del CDTI, Innvierte.

En cuanto al volumen de desinversiones, la cifra estimada descendió considerablemente con respecto a la registrada en 2017 y alcanzó un importe ligeramente superior a los 2.000 millones de euros tras cerrar 295 operaciones.

Los sectores que más volumen de inversión recibieron a lo largo del ejercicio pasado fueron los de energía y recursos naturales (20,4%), y hostelería/ocio (17,9%), mientras que por número de operaciones el sector de la informática fue el más relevante, con el 46% del total de operaciones.

3.3.2 Plataformas de financiación participativa

A lo largo de 2018 se presentaron 12 solicitudes de autorización de plataformas de financiación participativa (PFP), de modo que desde la publicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, que regula dichas entidades y hasta finales de 2018, el número total de solicitudes asciende a 66. El número de solicitudes presentadas en 2018 fue superior al de 2017, aunque la cifra sigue alejada de las que se registraron en los primeros años: 24 solicitudes en 2015 y 21 en 2016 (véase cuadro 3.3.2). Esta evolución se explica por el hecho de que la mayoría de las solicitudes recibidas en los primeros años se refería a plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su negocio.

Número de solicitudes de PFP

CUADRO 3.3.2

| Tipo de PFP | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Total acumulado |
|-----------------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------------|
| Valores | 10 | 7 | 3 | 2 | 22 |
| Préstamos | 12 | 7 | 3 | 4 | 26 |
| Mixta | 1 | 7 | 3 | 6 | 17 |
| Sin dato ¹ | 1 | - | - | - | 1 |
| Total | 24 | 21 | 9 | 12 | 66 |

Fuente: CNMV. (1) En la solicitud de autorización no se indicaba el tipo de PFP.

Sin embargo, el número de PFP autorizadas en 2018 fue inferior al del año precedente: 2 frente a las 9 de 2017. Las 2 plataformas autorizadas eran de valores, mientras que en 2017 se autorizaron 4 de valores, 2 de préstamos y 3 mixtas. Además, en 2018 se denegó 1 proyecto de plataforma (4 en 2017) y desistieron o se dieron por desistidos otros 13 (4 en 2017). Una de las autorizaciones concedidas a un proyecto de PFP de valores caducó en 2018, al transcurrir más de un año sin haber realizado su inscripción en el Registro de la CNMV.

Número de PFP autorizadas

CUADRO 3.3.3

| Tipo de PFP | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Total acumulado |
|--------------|----------|-----------|----------|----------|-----------------|
| Valores | 1 | 7 | 4 | 2 | 14 |
| Préstamos | 0 | 8 | 2 | 0 | 10 |
| Mixta | 0 | 2 | 3 | 0 | 5 |
| Total | 1 | 17 | 9 | 2 | 29 |

Fuente: CNMV.

Número de PFP denegadas y desistidas

CUADRO 3.3.4

| Tipo de PFP | 2016 | | 2017 | | 2018 | | Total acumulado | |
|-----------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------------|------------|
| | Denegadas | Desistidas | Denegadas | Desistidas | Denegadas | Desistidas | Denegadas | Desistidas |
| Valores | 1 | 2 | 1 | 1 | – | 2 | 2 | 5 |
| Préstamos | 0 | 4 | 2 | 2 | – | 5 | 2 | 11 |
| Mixta | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 6 | 1 | 7 |
| Sin dato ¹ | 0 | 1 | 0 | 0 | – | – | 0 | 1 |
| Total | 1 | 7 | 4 | 4 | 1 | 13 | 5 | 24 |

Fuente: CNMV. (1) En la solicitud de autorización no se indicaba el tipo de PFP.

A finales de 2018, en el Registro de la CNMV había inscritas un total de 26 plataformas, de las cuales 5 se registraron en 2018, 8 en 2017, 12 en 2016 y 1 en 2015. Entre las principales características de las plataformas registradas destacan las siguientes:

- 11 son de valores, 10 de préstamos y 5 mixtas.
- 4 son inmobiliarias: 1 de ellas de préstamos, 1 mixta y 2 de valores.
- 14 tienen su domicilio social en Madrid, 7 en Barcelona, 2 en Valencia, 1 en Soria, 1 en Santa Cruz de Tenerife y 1 en Bilbao.
- 1 PFP de préstamos y 1 de valores, ambas registradas en 2016, están controladas por sociedades extranjeras dedicadas a la actividad de *crowdfunding*.
- Solo 1, registrada en 2016, es híbrida (tiene autorización para actuar como PFP y como entidad de pagos).

Número de PFP registradas

CUADRO 3.3.5

| Tipo PFP | 2015 | | | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | Total acumulado | | |
|--------------|---------------|----------|-----------|----------------------------|----------|-----------|----------------------------|----------|-----------|----------------------------|----------|-----------|-----------------|-----------|-----------|
| | De las cuales | | | De las cuales ¹ | | | De las cuales ¹ | | | De las cuales ¹ | | | De las cuales | | |
| | Total | Madrid | Barcelona | Total | Madrid | Barcelona | Total | Madrid | Barcelona | Total | Madrid | Barcelona | Total | Madrid | Barcelona |
| Valores | 1 | 1 | 0 | 4 | 3 | 1 | 3 | 0 | 2 | 3 | 1 | 1 | 11 | 5 | 4 |
| Préstamos | 0 | 0 | 0 | 8 | 4 | 2 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 10 | 6 | 2 |
| Mixtas | | | | 0 | 0 | 0 | 4 | 3 | 0 | 1 | 0 | 1 | 5 | 3 | 1 |
| Total | 1 | 1 | 0 | 12 | 7 | 3 | 8 | 4 | 2 | 5 | 2 | 2 | 26 | 14 | 7 |

Fuente: CNMV. (1) Adicionalmente, en 2016 se registró una PFP con domicilio social en Soria y otra en Valencia. En 2017, además, se registró una PFP con domicilio social en Santa Cruz de Tenerife y otra en Valencia. En 2018, también se registró una PFP con domicilio social en Bilbao.

La información recibida de las plataformas en relación con su actividad en 2018 revela que estas entidades captaron 103,5 millones de euros, un volumen significativamente superior al de 2017 (61 millones de euros). Además, el número de proyectos publicados ascendió a 3.618 (647 en 2017) y el número de inversores se situó en 20.028 (24.614 en 2017). Se observa una gran heterogeneidad en el sector, ya que dos de las plataformas concentraban el 54,4% de la financiación total captada y el 54,8% de los inversores, y una tercera acumulaba ella sola tres cuartas partes de los proyectos.

En definitiva, se observa que el desarrollo de esta actividad es todavía escaso en España, tal y como sucede en la mayoría de países europeos de referencia. Esta es una de las razones por las que la Comisión Europea está promoviendo una iniciativa normativa que pueda fomentar este tipo de financiación instaurando un régimen de pasaporte europeo que podría convivir con los regímenes puramente locales de cada Estado miembro. En todo caso, el principio rector sería que los importes totales a financiar siempre deberían situarse por debajo del límite cuantitativo fijado para considerar una emisión como oferta pública (como máximo 8 millones de euros, de acuerdo con la normativa vigente sobre folletos informativos en la Unión Europea).

Revisión horizontal de la adaptación a MIFID II de la información sobre costes e incentivos

RECUADRO 7

De acuerdo con el Plan de actividades de la CNMV, en 2018 se realizó una revisión horizontal sobre el nivel de adaptación a las nuevas obligaciones de información relativas a costes e incentivos contenidos en MiFID II. La revisión se efectuó sobre una muestra representativa de 15 entidades que aglutinaban, al cierre de 2017, el 86% de los clientes minoristas de las entidades de crédito, el 80% del importe de las compras de clientes minoristas sobre instrumentos financieros, el 76% del importe del patrimonio efectivamente gestionado y el 90% del importe de las recomendaciones de compra emitidas a minoristas. La comprobación se realizó en un estadio de adaptación de las entidades a las nuevas obligaciones y con parte de la normativa aplicable pendiente de trasposición.

A las entidades objeto de revisión se les comunicaron los resultados del análisis efectuado sobre cada uno de los aspectos analizados: i) información relativa a costes y gastos conexos, ii) modelos de confirmación de la ejecución de las órdenes y iii) requisitos para el cobro de incentivos. A este respecto, las nuevas exigencias normativas, así como la adaptación a de las entidades revisadas a ellas, se resumen en los siguientes cuatro apartados:

1. Adaptación a las nuevas exigencias de información *ex ante* respecto a costes y gastos conexos

- De acuerdo con la nueva normativa, los costes y gastos informados deben ser los que realmente vaya a soportar el cliente, si bien cuando resulte adecuado pueden basarse en un supuesto importe de la inversión. En el caso de la renta variable, la renta fija y los derivados negociados en MEF, la mayoría de las entidades optaron por referir la información a un importe estandarizado y a tarifas máximas, y no a cada operación en tramitación. Esto se considera insuficiente en los citados instrumentos, ya que los costes pueden variar de forma significativa en función de las tarifas pactadas con cada cliente y del importe de la operación.

No obstante, en instrumentos como la renta variable o derivados de MEF, con una interpretación flexible de la normativa y la posibilidad de una operativa más reiterativa, se considera suficiente que se detalle la información referida a las tarifas pactadas con el cliente y el importe de

la operación en la primera operación de cada año natural, junto con una descripción general de las tarifas aplicables —en ese caso puede omitirse el detalle *ex ante* en las operaciones posteriores del año.

- La información debe estar agregada de forma que el cliente pueda comprender el coste total, y debe facilitarse tanto en importe como en porcentaje. También deben desglosarse por separado los costes correspondientes al producto y a los servicios, y los incentivos percibidos. Una minoría de entidades presentaba de forma generalizada un total de costes —tanto en importe como en porcentaje— y, por lo común, no se detallaban separadamente los costes correspondientes al producto y a los servicios. Tampoco, en ninguno de los casos, se indicaba explícitamente que alguna de esas partidas era nula cuando esto resultaba necesario.
- La información debe incluir todos los costes relacionados con los servicios y con los productos, y reflejar tanto los costes de entrada y de salida como los costes recurrentes. Asimismo, debe abarcar los costes explícitos además de los implícitos —entre los que se incluyen los posibles márgenes implícitos y los costes de cambio.

En la renta variable y la renta fija, no siempre se agregaban los cánones y corretajes de terceros. También resultaba infrecuente que se detallasen los costes de operaciones societarias (como los aplicados al cobro de dividendos o cupones) o, en el caso de la renta fija, que se considerasen los posibles márgenes implícitos incluidos en el precio. Sin embargo, en las IIC, en general, las entidades sí habían agregado sus costes de transacción.

En el caso de los costes de salida, en la renta variable y en la renta fija tampoco se detallaban siempre en el momento de la compra, o solo se hacía una referencia a su posible aplicación sin cuantificarlos. Si se ha informado al cliente con precisión de los costes de salida en el momento de la compra, se considera que resultaría innecesario informar de ellos *ex ante* al tramitar las operaciones de venta, salvo cuando en dicho momento las tarifas aplicables hayan variado respecto a las informadas en la compra.

Habitualmente, tampoco se consideraban los costes de cambio implícitos en la operativa en una divisa diferente al euro.

En el caso de los incentivos percibidos, no siempre se detallaba su importe, pues con frecuencia solo se informa en términos de porcentaje.

- En cuanto a la ilustración del efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad, en general, las entidades habían optado por mostrar los costes en diferentes plazos o escenarios, con una referencia genérica a que reducirían la rentabilidad. Otras entidades optaron por presentar una rentabilidad orientativa simulada poco razonable sobre la que poder comparar el efecto de los costes, o directamente no hacían referencia a este aspecto. En ninguno de estos casos se considera que la información facilitada resulte adecuada.

- En las IIC armonizadas y en el resto de instrumentos PRIIP se debe informar de cualesquiera otros costes y gastos que comporte el producto que no hayan quedado reflejados en el DFI o KID, así como de los costes y gastos correspondientes a la prestación del servicio y, en su caso, de los incentivos percibidos. En el caso específico de las IIC, entre los costes que no figuran en el DFI están los costes de transacción. En estructurados y derivados OTC, las entidades entregaban de forma generalizada el KID de PRIIP como único documento informativo de los costes. Este enfoque solo resulta adecuado cuando el cliente no pueda incurrir en otros costes —como los gastos de custodia en los estructurados o los costes de cambio en la operativa en divisas—, sobre los que sería necesario informar.
- Finalmente, la información relativa a costes y gastos debe facilitarse a los clientes con antelación suficiente, y en un soporte duradero o a través de un sitio web (siempre que el cliente acceda habitualmente a internet). En el caso del canal telefónico, en general, las entidades, o no informaron del establecimiento de procedimientos específicos o se limitaban a facilitar la información verbalmente, con lo que no se cumple el requisito del soporte duradero.

2. Adaptación a las nuevas exigencias en los modelos de confirmación de ejecuciones

La confirmación de la ejecución de órdenes debe detallar la suma total de las comisiones y gastos. En general, las entidades habían optado por un detalle por separado de los diferentes conceptos de gastos, sin informar de su importe total. Además, era habitual que no se agregasen los márgenes internos aplicados al total de costes. En relación con el tipo de cambio, aunque solía detallarse, resultaba infrecuente que se hiciera referencia a los costes de cambio implícitos, que deberían incluirse en el total de costes.

3. Adaptación a las nuevas exigencias de información *ex post* respecto a costes y gastos conexos

Con algunas especificidades, las exigencias de información *ex post* respecto a costes y gastos conexos resultan similares a las exigencias *ex ante*. Esta información debe enviarse con una periodicidad mínima anual, debe estar basada en los costes reales y debe facilitarse de forma personalizada.

En cuanto a los servicios diferentes al de gestión de carteras, en general se informaba del importe totalizado de los costes y con frecuencia se detallaban por separado los costes de los productos y los servicios. Por el contrario, no solía facilitarse ninguna ilustración del efecto acumulado de los costes sobre la rentabilidad.

En el caso de la gestión de carteras, usualmente sí se presentaba el importe total y el porcentaje de los costes. Por el contrario, no siempre se detallaban por separado los costes de gestión y los costes de ejecución. Con frecuencia no se hacía mención a la posibilidad del cliente de solicitar un mayor detalle de los costes en los que había incurrido.

4. Adaptación a las nuevas exigencias para el cobro de incentivos

Con carácter general, en el ámbito de la gestión discrecional de carteras, las entidades optaron por la inclusión de clases de IIC sin retrocesiones, de forma que mayoritariamente dejaban de percibir incentivos por esta actividad. Sin embargo, ante la posible existencia de IIC o compartimentos en los que no existan clases sin retrocesiones, no todas las entidades habían establecido herramientas que les permitiesen la identificación, asignación y transferencia de los incentivos percibidos a sus clientes.

En general, las entidades han optado por la prestación del servicio de asesoramiento en la modalidad de no independiente, combinado con herramientas o servicios de valor añadido que justificaran el mantenimiento del cobro de retrocesiones.

En la distribución fuera de los ámbitos del asesoramiento y la gestión de carteras, por lo común se mantenía el cobro de incentivos ofertando a los clientes IIC de terceros, junto con herramientas adicionales de valor añadido, como buscadores o comparadores de IIC, informes de evolución de las inversiones, informes de rentabilidades y costes, o una combinación de los anteriores. En relación con esta cuestión, hay que tener en cuenta que los comparadores no siempre permiten contrastar simultáneamente IIC del grupo e IIC de terceros, mientras que los informes de rentabilidades y costes no siempre se refieren a cada uno de los instrumentos en cartera, lo que se considera insuficiente. Por otro lado, dos entidades habían vinculado la distribución de IIC del grupo a la prestación en exclusiva de una modalidad de servicio de asesoramiento simplificada, y otras tres estaban en proceso de migración a ese modelo.