



**BOLETÍN DE LA CNMV**  
Trimestre III  
2021





**BOLETÍN DE LA CNMV**

**Trimestre III  
2021**

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

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

Esta publicación, como la mayoría de las elaboradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, está disponible en el sitio web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

# Índice

<b>I</b>	<b>Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas</b>	<b>11</b>
<b>II</b>	<b>Informes y análisis</b>	<b>83</b>
	Objetivos de Desarrollo Sostenible, índices de sostenibilidad y gobierno corporativo: Un análisis de las sociedades cotizadas españolas	85
	Irma Martínez García y Silvia Gómez Ansón	
	Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible	121
	María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto	
<b>III</b>	<b>Anexo legislativo</b>	<b>161</b>
<b>IV</b>	<b>Anexo estadístico</b>	<b>167</b>



## Siglas y acrónimos

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

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

RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCR	Sociedad de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de carteras
SGECR	Sociedad gestora de entidades de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de inversión libre
SMN	Sistema multilateral de negociación
SNCE	Sistema Nacional de Compensación Electrónica
SOC	Sistema organizado de contratación
SOCIMI	Sociedad anónima cotizada de inversión en el mercado inmobiliario
SPV/SFV	Vehículo de propósito especial
SREP	Proceso de revisión y evaluación supervisora
STOR	Comunicación de operaciones sospechosas
SV	Sociedad de valores
TAE	Tasa anual equivalente
TER	Gastos operativos de un fondo
TIR	Tasa interna de retorno
TRLMV	Texto refundido de la LMV
T2S	Target2-Securities
UCITS	Institución de inversión colectiva en valores mobiliarios
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VTD	Valor teórico del derecho
XBRL	Lenguaje extensible de informes de negocios



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



## Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macrofinanciero	18
2.1	La evolución económica y financiera internacional	18
2.2	La evolución económica y financiera nacional	29
2.3	Perspectivas	35
3	La evolución de los mercados nacionales	37
3.1	Los mercados bursátiles	38
3.2	Los mercados de renta fija	50
4	Los agentes de los mercados	59
4.1	Vehículos de inversión	59
4.2	Prestación de servicios de inversión	68
4.3	Sociedades gestoras de IIC	77
4.4	Otros intermediarios: capital riesgo	79

## Índice de recuadros

Recuadro 1:	El cambio en la estrategia de la política monetaria del BCE	21
Recuadro 2:	<i>Special Purpose Acquisition Companies</i> (SPAC)	48
Recuadro 3:	Segunda actuación de supervisión de la CNMV mediante clientes simulados en oficinas bancarias	70



# 1 Resumen ejecutivo

- El **entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional** ha experimentado una mejoría considerable en el primer semestre de este año. Los datos de actividad económica confirman la senda de recuperación del crecimiento a escala global, que se está viendo impulsado por los avances del proceso de vacunación, así como por los diferentes conjuntos de medidas adoptadas en el ámbito monetario y fiscal. Sin embargo, los problemas identificados en algunas cadenas de suministros están impidiendo un crecimiento mayor de la actividad, sobre todo en las economías avanzadas.
- En este panorama de reactivación existen otros riesgos importantes entre los que destacan: i) la incertidumbre sobre la evolución de la vacunación y de la propia pandemia en meses futuros; ii) la posibilidad de que el repunte de la inflación no sea transitorio tal y como se espera, pues este tiene origen, sobre todo, en el incremento de los precios de la energía; iii) los efectos del elevado endeudamiento de algunos agentes, y iv) los riesgos derivados de la excesiva toma de riesgos por parte de algunos agentes en un contexto de tipos de interés reducidos. En septiembre, la posible quiebra de la inmobiliaria china **Evergrande** emergió como nuevo elemento de incertidumbre. Este riesgo, que podría tener una incidencia superior en los próximos meses en función de los desequilibrios acumulados y de la actuación de las autoridades, ha tenido un impacto limitado en los mercados financieros, concentrado, sobre todo, en el mercado de origen de esta compañía, si bien podría existir un riesgo macroeconómico (de ralentización de la economía china) derivado de este evento.
- En este contexto, **los mercados financieros internacionales de renta variable**, que habían experimentado avances significativos en el primer semestre del año, mostraron un comportamiento más heterogéneo durante el tercer trimestre<sup>1</sup>, con avances menos intensos e incluso descensos en algunos de ellos. Esta heterogeneidad fue mayor en el caso de los índices de las economías emergentes, sobre todo asiáticas, afectadas por el episodio de Evergrande. Como excepción destacaron los índices japoneses, que registraron incrementos pronunciados. En el conjunto del año la revalorización de los índices de las economías avanzadas oscila entre el 7,1 % del Nikkei 225 y el 17,4 % del Cac 40 (9 % el Ibex 35). Cabe señalar que la recuperación de las cotizaciones de las acciones ha venido acompañada de un aumento notable de las emisiones en los mercados primarios, que en los 9 primeros meses del año se situaron en 1,1 billones de dólares, la misma cantidad que en todo 2020.

---

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

- En los **mercados internacionales de renta fija** las rentabilidades de la deuda soberana a largo plazo se comportaron de forma relativamente homogénea durante el tercer trimestre del año, con ligeros incrementos en la mayoría de los países avanzados. En un contexto de mayor crecimiento y repunte de la inflación, esta evolución prolonga la tendencia observada en los primeros meses del ejercicio, interrumpida entre mayo y julio, siendo de mayor intensidad en el Reino Unido y EE. UU. Las primas de riesgo, tanto de la deuda soberana como de la renta fija privada, no mostraron patrones diferentes a destacar respecto a los observados en meses anteriores, con estabilidad o leves descensos en el acumulado del año. En los mercados primarios, las emisiones totales de deuda descendieron respecto a las cifras de 2020 debido a las menores necesidades de financiación del sector público y del sector privado no financiero.
- La **economía española** no es ajena al proceso de recuperación generalizado de la actividad y, a pesar de la revisión a la baja del crecimiento del PIB del segundo trimestre<sup>2</sup>, las previsiones de los principales organismos mantienen un escenario de crecimiento elevado este año y el que viene (próximo al 6 %), superior al de otros países de nuestro entorno (cerca del 4,5 % en la zona euro). Los datos del mercado laboral dan muestra de la recuperación progresiva de la economía en un contexto de aumento de la inflación. Los riesgos más relevantes que se identifican sobre estos pronósticos son similares a los que se barajan en el ámbito internacional. Además de la propia evolución de la pandemia, cabe señalar la incertidumbre sobre la evolución de las compañías más dependientes de las medidas de soporte adoptadas durante la crisis y también la necesidad de progresar en la consolidación de las cuentas del sector público. Como nota más positiva cabe destacar el papel dinamizador que los fondos del programa Next Generation EU (NGEU) podrían tener en la evolución económica a corto y medio plazo.
- El **indicador de estrés de los mercados financieros españoles**, que había mostrado una tendencia a la baja prácticamente ininterrumpida desde noviembre de 2020 hasta junio de este año (de 0,50 a 0,20), experimentó a partir de entonces una tendencia levemente alcista que en estos momentos es relativamente estable y se ha situado en el rango 0,23-0,30 (el umbral que separa el nivel de estrés bajo del nivel medio es 0,27). La razón del ligero aumento del estrés está en los repuntes de los indicadores de volatilidad de los diferentes activos (incluido el petróleo), en un contexto de correlación muy alta en el sistema.
- Los **mercados de renta variable españoles**, que habían presentado avances notables en la primera mitad del año, siguiendo la estela de los principales índices europeos, iniciaron el segundo semestre con ciertos altibajos en sus cotizaciones por el temor a que el aumento de la inflación no sea transitorio y obligue a endurecer prematuramente la política monetaria, así como por la presencia de otras incertidumbres (algunas de carácter doméstico). El Ibex

---

2 A finales de septiembre el Instituto Nacional de Estadística (INE) rebajó el crecimiento del PIB del segundo trimestre desde el 2,8 % publicado de forma preliminar en el mes de julio hasta el 1,1 % (en tasa trimestral).

35 cerró el tercer trimestre con un retroceso del 0,3 %, lo que reduce sus ganancias acumuladas anuales hasta el 9 %; un avance menos intenso que el de los grandes índices europeos —tendencia que comparte con el índice británico FT100—, en un entorno de leves alzas de la volatilidad, condiciones de liquidez prácticamente normalizadas y nuevas caídas en los volúmenes de contratación. La actividad emisora en los mercados de renta variable alcanzó volúmenes reducidos en el tercer trimestre del año, pero muestra un buen comportamiento anual, destacando, además, la oferta pública de venta de acciones (OPV) de Acciona Energía por importe de 2.200 millones de euros, la primera OPV en el mercado español desde el primer trimestre de 2018.

- Los **mercados de deuda domésticos** iniciaron el tercer trimestre con nuevos descensos de tipos en los plazos más largos, después de que los inversores descartaran un endurecimiento inminente de la política monetaria. Sin embargo, a lo largo del mes de septiembre experimentaron nuevas alzas que los situaron en los niveles de partida del periodo, siguiendo una tendencia similar a la observada en otros países de nuestro entorno. Asimismo, las emisiones totales de deuda de los emisores españoles se situaron entre enero y septiembre en 150.000 millones de euros, una cifra semejante a la del mismo periodo de 2020, observándose una redistribución entre las emisiones registradas en la CNMV (que caen un 5 %, hasta los 73.550 millones de euros) y las efectuadas en el exterior (que aumentan un 7,2 %, hasta los 76.262 millones). Los emisores siguen aprovechando el contexto financiero actual para aumentar sus emisiones a corto plazo y refinanciar sus vencimientos a largo plazo.
- En el primer semestre de 2021, la **industria de los fondos de inversión** mostró un avance importante, con un crecimiento patrimonial del 10,5 %, hasta los 309.000 millones de euros (337.300 millones considerando el patrimonio de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV)), favorecida por el elevado nivel de ahorro de los hogares en términos históricos. El incremento patrimonial fue consecuencia tanto del aumento de las suscripciones netas de los partícipes, que ascendieron a 18.000 millones de euros, como de la rentabilidad de los activos de las carteras, que fue del 4,3 % acumulado entre enero y junio. Las condiciones de liquidez de la cartera de estas instituciones siguieron siendo satisfactorias. Además, continuó la expansión del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España, que se situó cerca de los 250.000 millones a finales del semestre, lo que supone un 42 % del patrimonio total de las IIC comercializadas en nuestro país. En los primeros compases del segundo semestre de este año los indicadores disponibles indican que la expansión del sector se mantiene.
- Las **empresas de servicios de inversión (ESI)** experimentaron una disminución de los beneficios antes de impuestos en el primer semestre del año, que pasaron de 110 millones de euros en 2020 a 99 millones en 2021. Este retroceso, que se debe al peor comportamiento de las sociedades de valores (SV), se explica, sobre todo, por un aumento de las comisiones satisfechas (34 %) superior al de las comisiones percibidas (30 %) y por un descenso del resultado de las inversiones financieras. Por el contrario, los resultados de las agencias de valores (AV), afectadas en 2020 por el proceso de liquidación de una entidad con

fuertes pérdidas, experimentaron una sustancial mejora gracias, en gran medida, al aumento de las comisiones percibidas por comercialización de IIC (44 %). El descenso de los beneficios de las ESI fue compatible con una disminución del número de entidades en pérdidas, lo cual es coherente con la elevada concentración de este sector, especialmente en las SV, entre las cuales tan solo dos concentran más de la mitad de los beneficios.

- El presente informe contiene **tres recuadros** monográficos:
  - El primero describe las características más importantes del cambio reciente en la estrategia de política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).
  - El segundo aborda una de las formas de salir a bolsa en los mercados internacionales a las que se ha prestado mayor atención en los últimos meses a pesar de que no se trata de un fenómeno novedoso: las compañías con propósito especial de compra (o SPAC, por sus siglas en inglés).
  - Finalmente, el tercer recuadro resume el resultado de la segunda actuación de supervisión de la CNMV mediante clientes simulados en oficinas bancarias.

## 2 Entorno macrofinanciero

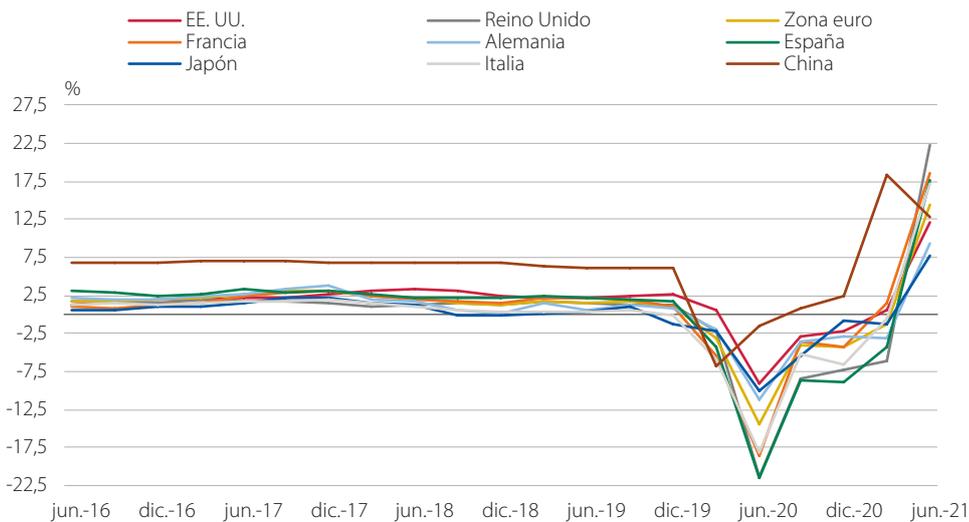
### 2.1 La evolución económica y financiera internacional

*Los datos del PIB del primer semestre del año muestran el proceso de recuperación económica tras la crisis del coronavirus.*

Tras los desplomes en la actividad económica experimentados en todas las economías mundiales por la crisis del coronavirus en 2020, en la primera mitad de este año ha comenzado a hacerse visible una recuperación económica generalizada aunque desigual entre países (véase gráfico 1). En la mayoría de las economías se observan caídas interanuales menos intensas durante el primer trimestre del ejercicio y fuertes incrementos del PIB en el segundo trimestre. Con todo, la pandemia siguió marcando la evolución económica del semestre, destacando el proceso de vacunación como motor de la recuperación y los temores a nuevas variantes y olas del virus como principales incertidumbres.

## PIB, tasas de variación anual

GRÁFICO 1



Fuente: Refinitiv Datastream. Se muestran para cada trimestre las tasas interanuales del PIB en todas las economías salvo en China, para la que se representan tasas de crecimiento acumuladas en el año en términos interanuales.

La economía de la zona euro mostró una caída interanual del 1,2 % en el primer trimestre del año y un aumento del 14,3 % en el segundo (frente a caídas del 3 % y 14,5 %, respectivamente en 2020). Dentro de esta región tan solo Francia tuvo una ligera variación positiva del PIB en el primer trimestre (1,5 %), oscilando las caídas en el resto de países entre el 0,7 % y el 4,2 %. En el segundo trimestre del año, impulsado por el proceso de vacunación de la población, el PIB de las economías europeas creció entre un 1,1 % y un 3,1 % respecto al trimestre previo y de forma intensa en cómputo anual: 9,4 % en Alemania, 10 % en Holanda, 17,3 % en Italia, 17,6 % en España y 18,7 % en Francia. En general, la intensidad de los incrementos interanuales del segundo trimestre se debe a la comparación con los datos del segundo trimestre de 2020, cuando los niveles de PIB registraron disminuciones sin precedentes en el contexto de la pandemia. En el Reino Unido la evolución del PIB fue similar, con una caída del 6,1 % en el primer trimestre (la menos severa desde marzo de 2020) y un crecimiento del 22,2 % en el segundo.

En EE. UU., donde la contracción del PIB en los peores momentos de la crisis fue menor que en Europa, se observaron crecimientos anuales a lo largo de todo el semestre (0,5 % en el primer trimestre y 12,2 % en el segundo). Por último cabe mencionar el caso de China, cuyos datos de actividad empeoraron con mayor rapidez al comenzar en esta región la crisis sanitaria, pero también se recuperaron antes, mostrando ya en el tercer trimestre de 2020 crecimientos anuales positivos. En 2021, la actividad acumulada en el primer semestre registra un avance del 12,7 % con respecto al mismo periodo de 2020.

En números anteriores de este informe se han ido describiendo las medidas adoptadas por los bancos centrales en el contexto de la pandemia, entre las que destacaron las rebajas en los tipos de interés oficiales y los aumentos significativos de los importes de los programas de compra de activos. La mayoría de estas medidas siguen vigentes, si bien en algunas economías se prevé una retirada parcial de los estímulos a corto plazo. Por ejemplo la Reserva Federal, que, aunque en su última reunión de septiembre mantuvo tanto sus tipos oficiales en la horquilla del 0-0,25 % (los mismos niveles en los

*En la mayoría de economías se observan caídas de la actividad en el primer trimestre (menos intensas que las de 2020) y repuntes en el segundo.*

*China continúa mostrando un cierto adelanto en el ciclo económico.*

*En septiembre la Reserva Federal mantuvo sin variaciones los tipos de interés oficiales en la horquilla del 0,00-0,25 %, así como sus programas de compra de activos.*

que estuvieron durante la crisis financiera, desde 2008 hasta 2015) como su programa de compra de activos (120.000 millones de dólares al mes en bonos del Tesoro y activos hipotecarios), advirtió que, de continuar la recuperación económica tal y como se espera, se relajarán dichos programas. Además, tras la reunión se publicaron las proyecciones de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), que revelan la posibilidad de que en 2022 se produzcan las primeras subidas de tipos<sup>3</sup>. En cuanto a la inflación, desde el banco central se reconoce que esta es elevada, aunque se indica que refleja en su mayor parte factores transitorios.

*El BCE también decidió mantener en el mismo nivel el tipo de interés oficial, pero anunció una ralentización del ritmo de compras de su programa PEPP. Destaca la adopción de una nueva estrategia de política monetaria.*

De la misma forma, el BCE en su reunión de septiembre mantuvo los mismos niveles en los tipos de interés oficiales (de las operaciones principales de financiación, de la facilidad marginal de crédito y de la de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 % respectivamente) y las condiciones del marco del programa de compra de activos (APP<sup>4</sup>). Sin embargo, anunció que es posible reducir ligeramente el ritmo de compra de activos en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP<sup>5</sup>) con respecto a los anteriores trimestres en lo que resta de 2021, tras el análisis efectuado sobre las condiciones financieras y las expectativas de inflación. Destaca también la adopción en julio de una nueva estrategia de política monetaria más flexible (véase recuadro 1).

*El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y su programa de compra de activos.*

Por su parte, el Banco de Inglaterra tampoco introdujo cambios relevantes ni en el tipo de interés oficial, que sigue en el 0,1 %, ni en su programa de compra de activos, con un importe de 895.000 millones de libras<sup>6</sup>.

*Finalmente, el Banco de Japón tampoco modificó el tipo de interés oficial, que es el mismo desde principios de 2016, y mantuvo las condiciones de sus programas de compra.*

Finalmente, en su reunión de septiembre el Banco de Japón anunció que mantendría sin cambios su política monetaria, con el tipo de interés oficial en el -0,10 % (situado en este valor desde principios de 2016) y sin alterar las condiciones de sus programas de compra de bonos (cuyo objetivo es que la rentabilidad de los bonos a 10 años permanezca cercana al 0 %) y de compra de activos<sup>7</sup>. Como novedad, en junio la institución anunció la creación de un sistema de préstamos sin intereses destinado a aquellas instituciones financieras que contribuyan a apoyar las iniciativas estatales para combatir el cambio climático<sup>8</sup>. El 22 de septiembre comenzó a aceptar las solicitudes para llevar a cabo estas operaciones.

---

3 La mitad de los miembros del FOMC de la Reserva Federal pronostica esta subida. Cabe mencionar que en septiembre del pasado año se preveía mantener los tipos en la horquilla del 0-0,25 % hasta 2024.

4 Las compras netas en el marco de este programa continuarán a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros durante el tiempo necesario para reforzar el impacto de sus tipos de interés oficiales. Se prevé que finalicen poco antes del comienzo de las subidas de tipos del BCE.

5 El Consejo de Gobierno seguirá efectuando compras en el marco del programa de compras de emergencia por la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) hasta finales de marzo de 2022, aunque a menor ritmo que en los trimestres anteriores. El programa tiene una dotación actual de 1.850.000 millones de euros.

6 Dos de los nueve miembros del comité votaron en contra de este mantenimiento, defendiendo una reducción del objetivo de compras totales del actual programa de compra de bonos del Estado de 35.000 millones de libras.

7 No obstante, en junio amplió en seis meses el plazo de sus programas de compra de activos y préstamos, que acababa en septiembre de 2021, y actualmente lo hace en marzo de 2022.

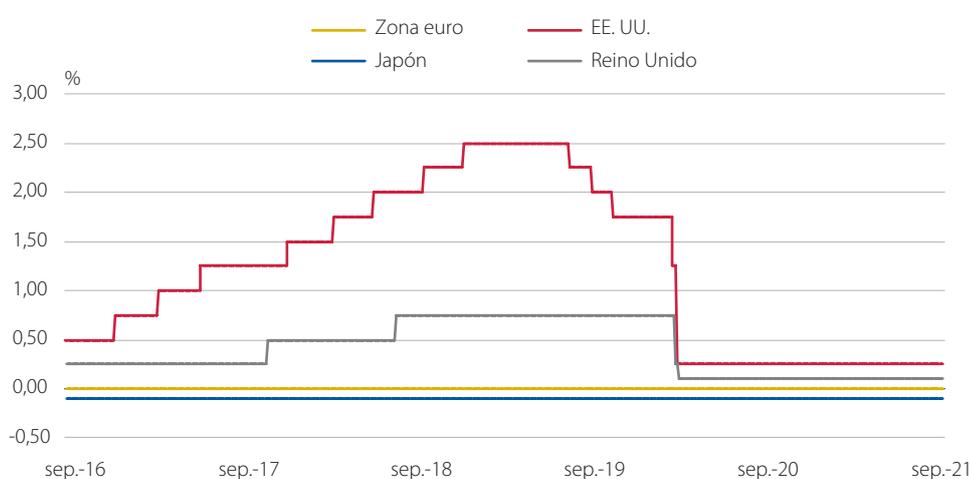
8 Según la guía que publicaron en su última reunión, los fondos se facilitarán durante un año y se prevé que este proyecto continúe hasta 2031 (a no ser que interfiera en el normal desarrollo del mercado). Las primeras disposiciones de estos préstamos están previstas para diciembre de 2021 y, posteriormente, se ofrecerán de forma bianual.

Dados los tipos de interés oficiales actuales de las principales economías, las diferencias entre sus tipos de interés a corto plazo son muy reducidas en relación con las registradas antes de la crisis del COVID-19. En el tercer trimestre de 2021, los tipos de interés a tres meses apenas presentaron variaciones, a excepción de los de EE. UU., donde se observaron ligeras disminuciones. En esta economía los tipos de interés finalizaron septiembre en el 0,13 %, tan solo 2 puntos básicos (p.b.) menos que en junio, aunque siguiendo una senda bajista desde finales de 2020 cuando se encontraban en el 0,24 % (la caída acumulada en el año es de 11 p.b.). En el Reino Unido los tipos a corto plazo terminaron septiembre en el 0,08 %, la misma cifra que en junio y 6 p.b. más que a principios de año. Por su parte, en la zona euro y también en Japón los tipos de interés a 3 meses se mantuvieron sin variaciones tanto a lo largo del tercer trimestre como del año (-0,55 % y -0,08 %, respectivamente).

*La evolución de los tipos a corto durante el tercer trimestre de 2021 fue muy estable en las principales economías, observándose solo ligeras caídas en EE. UU.*

### Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 2



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

### El cambio en la estrategia de la política monetaria del BCE

RECUADRO 1

La presidenta del Banco Central Europeo (BCE), Christine Lagarde, anunció a comienzos de 2020 una revisión estratégica<sup>1</sup> de su política monetaria para dar respuesta a los profundos cambios estructurales que han tenido lugar en la economía europea en los últimos 20 años (como, por ejemplo, la caída de los tipos de interés y el menor crecimiento tendencial, así como la globalización, la digitalización, los cambios en el sistema financiero y los riesgos relacionados con el cambio climático), en un contexto en el que se han producido dos crisis muy intensas que han dado lugar a la adopción de herramientas de carácter extraordinario y novedoso. Tras este anuncio, el 8 de julio el BCE finalmente aprobó su nueva estrategia de política monetaria, que sustituye a la que estaba vigente desde 2003<sup>2</sup>.

Como paso previo a los detalles de esta, conviene distinguir entre el mandato y la definición del objetivo de los bancos centrales, puesto que el primero (mandato) viene determinado por el Tratado de la Unión Europea (UE) y el Tratado de Funcionamiento de la UE, por los cuales se les asigna como mandato principal<sup>3</sup>

mantener la estabilidad de precios, mientras que el segundo (objetivo) les corresponde a los propios bancos centrales, que han de realizar la interpretación cuantitativa del primero. En este objetivo, el BCE goza de mayor flexibilidad, como ya ocurrió en la primera revisión de la estrategia del BCE en 2003, cuando pasó de definir su objetivo de estabilidad de precios mediante un valor de la inflación por debajo del 2 % pero cerca del 2 % a medio plazo.

La nueva estrategia de política monetaria, que estará vigente hasta el año 2025, cuando será sometida a una nueva revisión, considera que la mejor forma de mantener la estabilidad de precios es a través de un objetivo de inflación del 2 % a medio plazo. Su compromiso con este objetivo es simétrico, en el sentido de que considera que las desviaciones positivas y negativas de este objetivo son igualmente indeseables. Por tanto, el objetivo de inflación del 2 % proporciona un ancla clara para las expectativas de inflación, que es fundamental para mantener la estabilidad de precios. El BCE señala que cuando la inflación se aproxima al 0 % son necesarias medidas de política monetaria especialmente contundentes para evitar que se afiancen las desviaciones negativas del objetivo de inflación, pero también indica que puede haber periodos transitorios en los que la inflación se sitúe moderadamente por encima del nivel objetivo.

Asimismo, el BCE confirmó la orientación a medio plazo de su política monetaria, lo que da cabida a desviaciones a corto plazo de la inflación con respecto a su objetivo —como en el momento actual, en el que la inflación se sitúa claramente por encima del 2 %—, así como a retrasos e incertidumbre en la transmisión de la política monetaria a la economía y a la inflación. La autoridad monetaria señala que el instrumento de política monetaria principal es el conjunto de tipos de interés oficiales del BCE, pero también utilizará indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), compras de activos y operaciones de financiación a largo plazo, según proceda. Además, reitera su compromiso de responder con flexibilidad a los nuevos retos a medida que se presenten y a considerar, si es necesario, nuevos instrumentos para lograr su objetivo de estabilidad de precios.

En definitiva, esta nueva estrategia es más flexible, al permitir tasas más elevadas de inflación con carácter coyuntural sin necesidad de llevar a cabo un endurecimiento de la política monetaria y sin tener que abandonar herramientas tan potentes como los programas de compras para estimular la economía. Como consecuencia de ello, la autoridad monetaria gana flexibilidad para apoyar el crecimiento económico y apuesta claramente por el mantenimiento a largo plazo de los tipos de interés en niveles reducidos para estimular la economía, aunque ello implique asumir periodos de alzas de carácter transitorio en los precios.

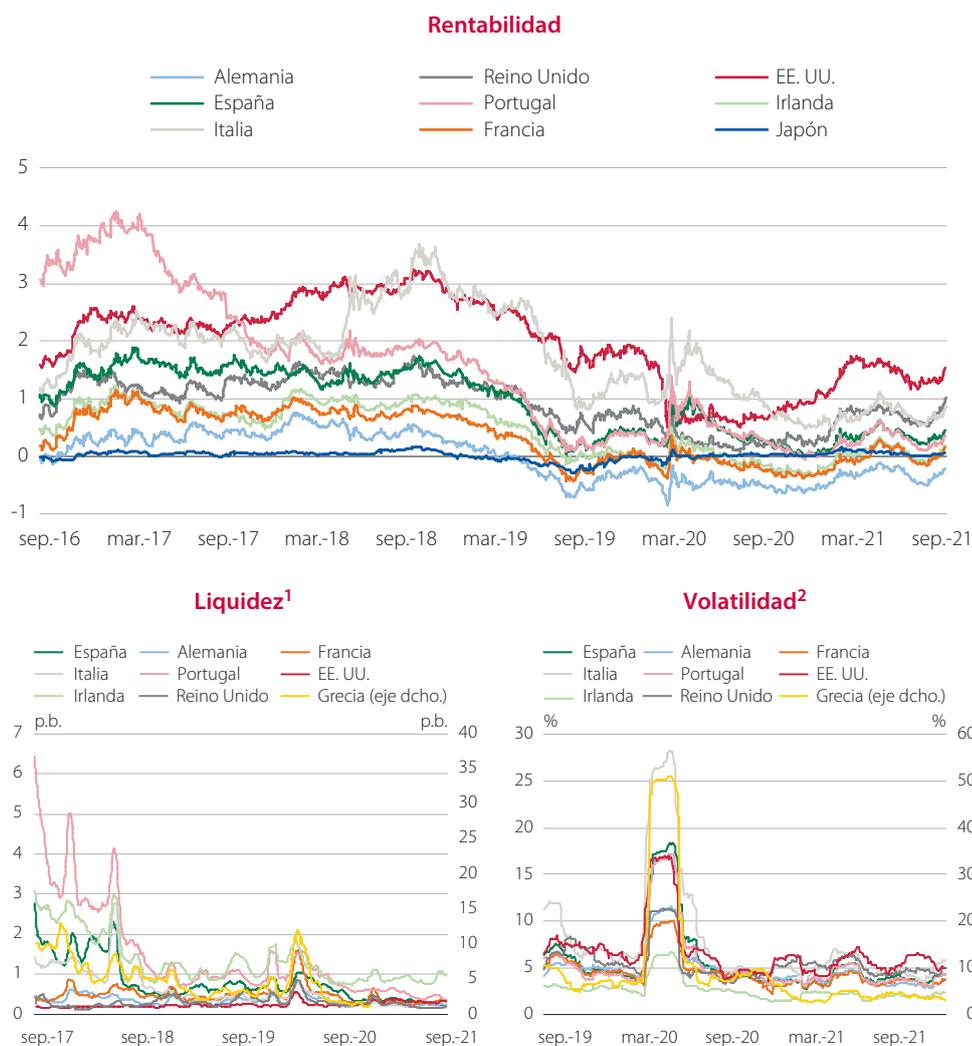
- 1 La Reserva Federal inició un proceso similar en 2019, que concluyó a mediados de 2020, y cuya idea fundamental es orientarse a un objetivo de inflación del 2 % en promedio a lo largo del tiempo (después de periodos de inflación inferior al 2 %, se tolerarán periodos de inflación más alta para compensar los primeros), para lo que tendrá en cuenta la situación del mercado laboral, favoreciendo los niveles bajos de desempleo hasta que no vayan acompañados de un incremento no deseado de la inflación.
- 2 Para un mayor detalle, véase <https://www.bde.es/bde/es/Home/Noticias/el-consejo-de-gobierno-del-bce-aprueba-su-nueva-estrategia-de-politica-monetaria.html>
- 3 Según el artículo 127 de la versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (antiguo artículo 105 TCE).

Los tipos de interés de la deuda a largo plazo se comportaron de forma relativamente homogénea durante el tercer trimestre del año, con ligeros incrementos en la mayoría de los países avanzados. En un contexto de mayor crecimiento y repunte de la inflación, esta evolución prolonga la tendencia observada en los primeros meses del ejercicio, interrumpida entre mayo y julio, siendo de mayor intensidad en el Reino Unido y EE. UU.

*Las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años aumentaron ligeramente respecto al trimestre anterior en las principales economías...*

## Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



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

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

En particular, en el tercer trimestre de este ejercicio las rentabilidades de las referencias de deuda pública a 10 años aumentaron en las principales economías, exceptuando las de Portugal, donde disminuyeron ligeramente hasta el 0,37 % (4 p.b. menos que en junio). En los países de la zona euro los incrementos trimestrales oscilaron entre el 1 p.b. del bono alemán y finlandés y los 4 p.b. del español y holandés. En el año los aumentos que se acumulan son más intensos y van desde los 38 p.b. del bono alemán hasta los 51 p.b. del bono belga (41 p.b. en el caso español). Con todo,

*... confirmando un balance anual al alza, en un entorno de mayor crecimiento e inflación.*

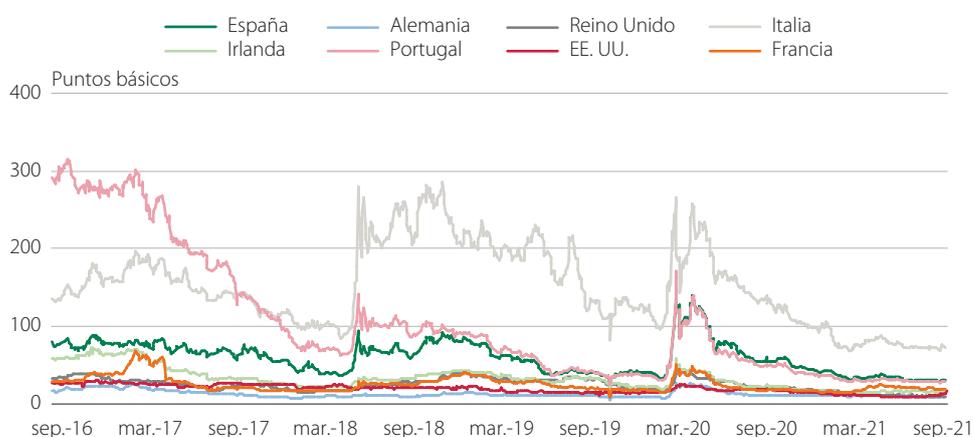
los niveles de las rentabilidades de la deuda pública a 10 años siguen siendo bajos, hallándose en territorio negativo a finales de septiembre en Alemania, Finlandia y Holanda; cerca de cero en Austria, Irlanda, Bélgica, Francia, España y Portugal, y próximas al 1 % en Italia y Grecia. Por otra parte, el avance de la rentabilidad del bono soberano en EE. UU. fue de 8 p.b. con respecto a junio, hasta situarse en el 1,53 %, si bien el incremento acumulado en el año se sitúa en 62 p.b. En el Reino Unido se observan los mayores repuntes trimestrales y anuales de los tipos de interés de la deuda a largo plazo, de 31 p.b. y 83 p.b. respectivamente, hasta finalizar septiembre en el 1,02 % (véase gráfico 3).

*Las primas de riesgo de crédito soberano experimentaron pocas variaciones en el tercer trimestre...*

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas en general registraron leves disminuciones a lo largo del tercer trimestre del año, si bien esta tendencia se interrumpió en la segunda quincena de septiembre. Así, en el conjunto de este trimestre se observaron tanto ligeros incrementos —como en Grecia (6 p.b.), EE. UU. (7 p.b.) y Reino Unido (1 p.b.)—, como leves caídas —en Italia (4 p.b.) y en Francia y Alemania (1 p.b.)—. En España no hubo variación. En general las primas de riesgo están retornando a los niveles registrados antes de la crisis del COVID-19 (véase gráfico 4). Las disminuciones acumuladas en el año de los países periféricos de la zona euro son las más intensas: 26 p.b. en Grecia y 24 p.b. en Italia (hasta los 75 p.b. y 74 p.b., respectivamente), 13 p.b. (hasta los 31 p.b.) en España y 10 p.b. en Portugal (situándose a finales de septiembre en 28 p.b.). Por su parte, esta caída es de 2 p.b. en EE. UU. y de 6 p.b. en el Reino Unido, hasta los 16 p.b. y 11 p.b. a finales de septiembre, respectivamente.

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

GRÁFICO 4



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

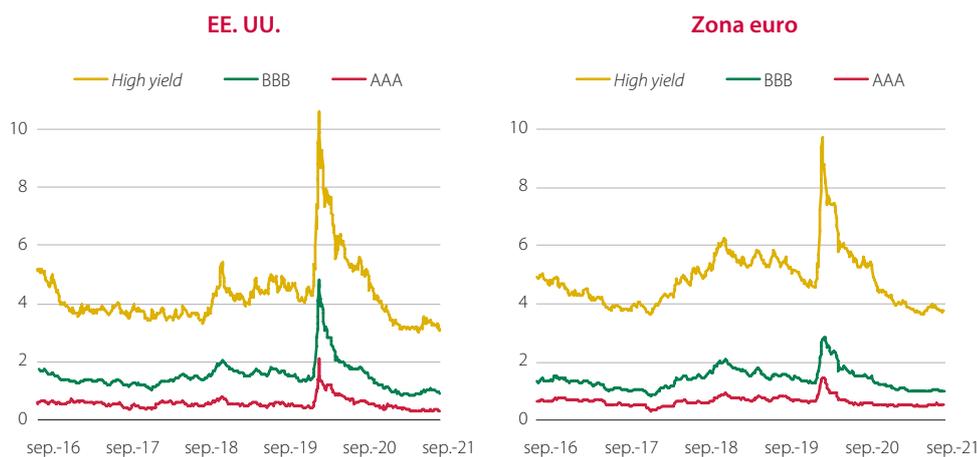
*... sin embargo, las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada mostraron ligeros incrementos. En el conjunto del ejercicio las primas de riesgo de la deuda IG y HY acumulan disminuciones.*

En cambio, las primas de riesgo de crédito de los mercados de renta fija privada mostraron ligeros incrementos en el tercer trimestre del año en la mayoría de segmentos de deuda tanto en EE. UU. como en la zona euro. En ambas economías se observaron repuntes en agosto, sobre todo en el segmento de deuda de menor calidad (*high yield*), y descensos en septiembre, que no compensaron los avances anteriores. No obstante, en los demás trimestres de 2021 se mantuvo la tendencia bajista que comenzó el pasado año tras los repuntes de marzo. Así, en el tercer trimestre en EE. UU. se observó un ligero incremento de 1 p.b. tanto en el tramo BBB como en el tramo AAA, hasta los 92 p.b. y los 31 p.b., respectivamente. Mientras, en el tramo

*high yield* las primas de riesgo finalizaron septiembre en los 315 p.b., la misma cifra que en junio. En la zona euro, las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa se incrementaron 5 p.b. en el tramo de peor calidad crediticia, 1 p.b. en el tramo BBB y 4 p.b. en los activos de mejor calidad crediticia (hasta los 375 p.b., 99 p.b. y 50 p.b. respectivamente a finales de septiembre). Por su parte, en el conjunto del ejercicio la mayoría de los segmentos de deuda registran disminuciones, que son más intensas en el tramo de deuda *high yield* (de 91 p.b. en EE. UU. y 69 p.b. en la zona euro).

### Primas de riesgo de la deuda privada Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años<sup>1</sup>

GRÁFICO 5



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

<sup>1</sup> En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el segundo semestre del año (datos del tercer trimestre semestralizados) registraron una disminución del 11,7 % con respecto al segundo semestre de 2020, situándose en 6,5 billones de dólares. Se observaron aumentos del importe de las emisiones en el sector financiero (30,7 %), que no pudieron compensar las caídas en las emisiones tanto del sector público (21,0 %) como del sector privado no financiero (5,7 %). Por regiones, todas las economías registraron menos emisiones de deuda, aunque destaca la disminución del 21,9 % de las emisiones en Europa, debido principalmente a la caída experimentada en sus emisiones soberanas.

*Las emisiones brutas de deuda efectuadas en los mercados financieros descendieron un 11,7 % durante el segundo semestre del año. Se produjeron retrocesos en todas las regiones, pero con diferencias entre sectores.*

Las emisiones brutas de deuda soberana en su conjunto disminuyeron un 21,0 % con respecto al segundo semestre de 2020, hasta los 4,2 billones de dólares, en un contexto de menores necesidades de financiación tras la crisis. Se observaron caídas en todas las regiones, aunque fueron más intensas en Europa, donde descendieron un 45,4 %, hasta los 430.700 millones de dólares. En EE. UU. y Japón los retrocesos fueron más leves, del 17,1 % y el 4,6 %, respectivamente.

*Destaca la disminución de las emisiones brutas soberanas, sobre todo en Europa.*

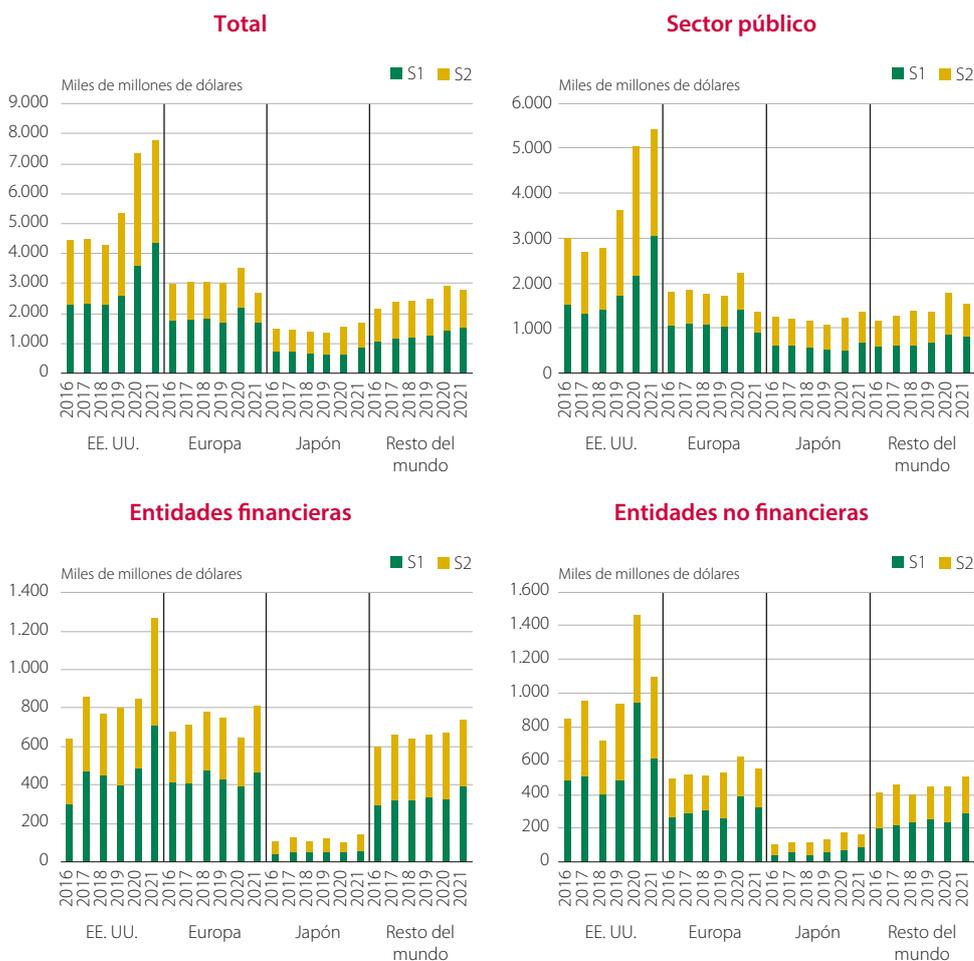
En cuanto a las emisiones de deuda efectuadas por los sectores privados, se observa una evolución heterogénea entre ellos, con incrementos en aquellas realizadas por el sector financiero y disminuciones en las del sector no financiero. El importe agregado semestral de las primeras fue de 1,3 billones de dólares (un 30,7 % más que en el segundo semestre de 2020) y estuvo determinado sobre todo por el avance observado en EE. UU. y en Japón (por encima del 50 % con respecto al segundo semestre del año

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

anterior). En Europa también se registraron incrementos, aunque algo menos acentuados (35 %). Por otra parte, las entidades no financieras experimentaron un retroceso en sus emisiones de deuda del 5,7 % con respecto al segundo semestre del pasado año (situándose en 995.000 millones de dólares). Todas las regiones mostraron caídas, aunque las de Japón fueron las más intensas (del 27,9 % hasta los 72.120 millones de dólares). En EE. UU. y Europa, las disminuciones fueron cercanas al 5 %, hasta los 482.750 millones y 221.500 millones de dólares respectivamente.

### Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 6



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

*Los mercados de renta variable mostraron un avance más leve en el tercer trimestre con respecto a los anteriores, con disminuciones en algunos de sus índices.*

Tras dos trimestres de revalorizaciones significativas (salvo en los índices japoneses en el segundo trimestre del año), los mercados de renta variable mostraron avances menos intensos entre julio y septiembre, incluso disminuciones en algunos de ellos. A mediados de septiembre, la tendencia alcista de los índices se vio afectada, en parte, por el temor a que la posible quiebra de la promotora inmobiliaria china Evergrande pudiera tener un efecto contagio en los mercados financieros mundiales y también por la preocupación relacionada con el repunte de la inflación y los problemas en algunas cadenas de suministros. No obstante, los incrementos registrados en los anteriores trimestres mantienen las ganancias anuales en tasas superiores al 10 % en la mayoría de los índices (véase cuadro 1).

Por regiones, las bolsas japonesas mostraron las mayores revalorizaciones en el trimestre (2,3 % del Nikkei y 4,5 % del Topix), que lograron compensar las pérdidas del trimestre anterior. En 2021 acumulan avances del 7,3 % y el 12,5 % respectivamente. Los índices estadounidenses presentaron comportamientos heterogéneos pues el S&P 500 se revalorizó ligeramente con respecto a junio (0,2 %), mientras que se registraron caídas en el Dow Jones y en el tecnológico Nasdaq del 1,9 % y el 0,4 %, respectivamente. El balance anual arroja fuertes incrementos en los tres índices, que oscilan entre el 10,6 % (Dow Jones) y el 14,7 % (S&P 500). En las bolsas europeas también se observó una cierta heterogeneidad, con avances trimestrales en los índices francés e italiano (del 0,2 % y el 2,3 % cada uno), descensos en el alemán (del 1,7 %) y estabilidad en el español (0,3 %). Ahora bien, en lo que va de año todos los índices europeos registran avances que oscilan entre el 9,0 % (Ibex 35) y el 17,4 % (Cac 40). Por otra parte, el índice británico FTSE 100 aumentó un 0,7 % en el tercer trimestre y acumula una revalorización en el ejercicio del 9,7 %.

*Por regiones destacó la revalorización de las bolsas japonesas.*

### Rentabilidad de los principales índices bursátiles<sup>1</sup>

CUADRO 1

%

	2017	2018	2019	2020	I 21	II 21	III 21	% s/ dic.-20
<b>Mundo</b>								
MSCI World	20,1	-10,4	25,2	14,1	4,5	7,3	-0,4	11,8
<b>Zona euro</b>								
Eurostoxx 50	6,5	-14,3	24,8	-5,1	10,3	3,7	-0,4	13,9
Euronext 100	10,6	-11,2	24,9	-3,6	8,3	5,8	0,9	15,6
Dax 30	12,5	-18,3	25,5	3,5	9,4	3,5	-1,7	11,2
Cac 40	9,3	-11,0	26,4	-7,1	9,3	7,3	0,2	17,4
Mib 30	13,6	-16,1	28,3	-5,4	10,9	1,8	2,3	15,5
Ibex 35	7,4	-15,0	11,8	-15,5	6,3	2,8	-0,3	9,0
<b>Reino Unido</b>								
FTSE 100	7,6	-12,5	12,1	-14,3	3,9	4,8	0,7	9,7
<b>EE. UU.</b>								
Dow Jones	25,1	-5,6	22,3	7,2	7,8	4,6	-1,9	10,6
S&P 500	19,4	-6,2	28,9	16,3	5,8	8,2	0,2	14,7
Nasdaq-Composite	28,2	-3,9	35,2	43,6	2,8	9,5	-0,4	12,1
<b>Japón</b>								
Nikkei 225	19,1	-12,1	18,2	16,0	6,3	-1,3	2,3	7,3
Topix	19,7	-17,8	15,2	4,8	8,3	-0,5	4,5	12,5

Fuente: Refinitiv Datastream.

<sup>1</sup> En moneda local. Datos hasta el 30 de septiembre.

Los mercados bursátiles emergentes mostraron, en general, un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre del año, con avances en muchos de los índices bursátiles. Sin embargo el índice MSCI de renta variable emergente presentó un leve descenso en el trimestre del 0,4 % (en el año se ha incrementado un 11,8 %). Como en las bolsas de las economías avanzadas, las revalorizaciones fueron más leves en este trimestre que en los anteriores, registrándose un balance positivo en el año para la mayoría de los índices.

*Los mercados bursátiles emergentes tuvieron un comportamiento relativamente favorable en el tercer trimestre, aunque se observó más heterogeneidad que en los índices de las economías avanzadas.*

Los mayores repuntes se observan en las bolsas latinoamericanas, mientras que los mercados asiáticos concentran las caídas más significativas.

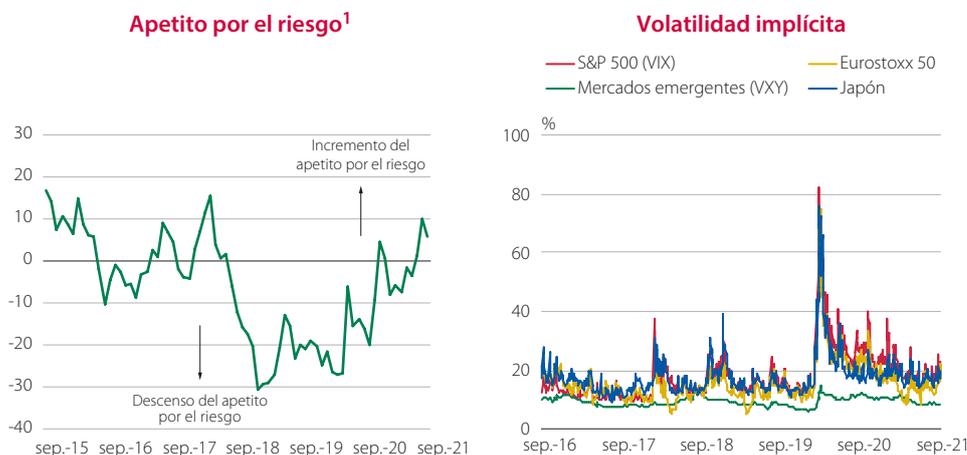
Por regiones se observó un comportamiento heterogéneo dentro de los índices asiáticos, que, además, experimentaron las mayores caídas del trimestre. Estas oscilaron entre el 0,6 % en China y el 14,8 % en Hong Kong (afectado por la posible quiebra de Evergrande, que cotiza en este mercado, así como por el temor a una mayor presión regulatoria china). Otros índices asiáticos presentaron avances trimestrales de entre el 0,3 % (Malasia) y el 11,7 % (India). El balance acumulado del año muestra revalorizaciones en la mayoría de los índices (destacan India, con un 26,8 %, y Taiwan, con un 14,9 %), pero también se observan algunos descensos (el más notable el del Hang Seng, del 9,8 %). En la región latinoamericana destacó la revalorización del índice argentino Merval (24,0 % en el trimestre y 51,0 % en el ejercicio). Sin embargo, otros índices presentaron caídas trimestrales (del 12,5 % y el 3,0 % en las bolsas de Brasil y Perú) y anuales (del 6,8 % y el 12,2 %, respectivamente, en estos mismos índices). En Europa del Este se observó una evolución más homogénea en el tercer trimestre, con incrementos de entre el 5,0 % (Bulgaria) y el 11,9 % (Hungria). En el conjunto del año estos índices acumulan revalorizaciones superiores al 23 % (salvo el índice croata Crobex, con un 14,9 %).

Las medidas de volatilidad implícita de los índices bursátiles más relevantes continuaron la tendencia bajista en el tercer trimestre del año.

Las medidas de volatilidad implícitas de los índices bursátiles más relevantes continuaron la senda bajista de meses anteriores durante el tercer trimestre del año y se mantuvieron entre el 12 % y el 17 %, exceptuando el Nasdaq, que lleva experimentando fuertes repuntes a lo largo de todo el ejercicio. A pesar de que en los últimos días del trimestre estos indicadores se incrementaron levemente, en general predomina una tendencia a la baja que los sitúa lejos de los niveles máximos registrados el pasado año en los momentos de más incertidumbre de la crisis del COVID-19 (cuando estuvieron entre el 24 % y el 49 %) y se encuentran, en promedio, en niveles ligeramente superiores a los de 2019 (salvo el índice Nasdaq).

## Indicadores relativos a los mercados financieros

GRÁFICO 7



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Indicador State Street.

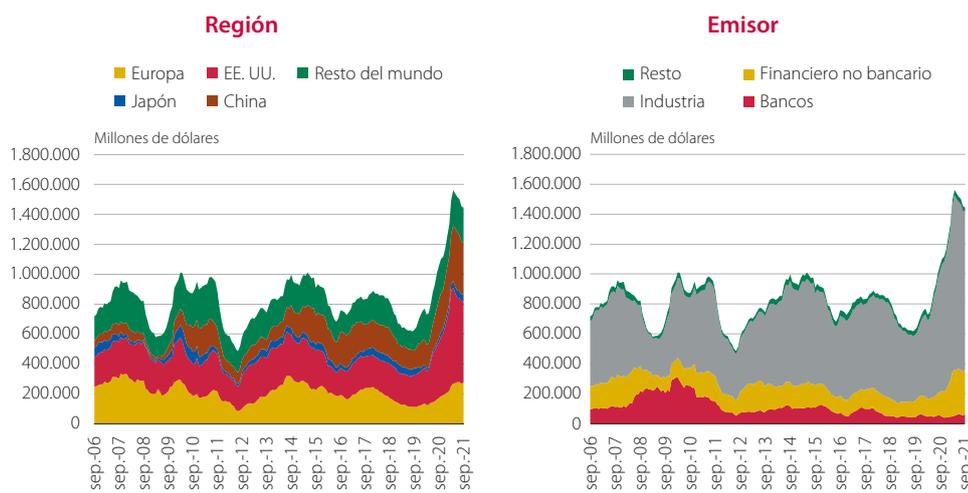
El volumen de emisiones de renta variable disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2021, aunque se observan avances en el conjunto del año, sobre todo en Europa y en el sector financiero.

Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales experimentaron ligeros retrocesos durante el tercer trimestre de 2021, situándose en 273.800 millones de dólares, casi 70.400 millones menos que hace 1 año. Por sectores, se observó un fuerte descenso de las emisiones de las empresas de *utilities* (del 69,1 % frente al pasado ejercicio) y de las del sector industrial (22,2 %). En el resto de sectores las disminuciones con respecto al tercer trimestre de 2020 fueron

menos acentuadas, del 8,0 % en el sector bancario y del 4,2 % en el financiero no bancario. A pesar del retroceso en este trimestre, el balance acumulado en el año arroja fuertes avances en todas las regiones contempladas con respecto al mismo periodo del ejercicio previo, que oscilaron entre el 8,8 % en Japón y el 54,4 % en Europa. De hecho, en términos agregados las emisiones entre enero y septiembre se situaron en 1,1 billones de dólares, prácticamente la misma cantidad emitida durante todo 2020.

## Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 8



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

## 2.2 La evolución económica y financiera nacional

En el segundo trimestre de 2021, el PIB de la economía española experimentó un crecimiento del 1,1 % respecto al primer trimestre<sup>9</sup> y un 17,5 % respecto al mismo trimestre del año anterior. La tasa de variación anual es tan elevada por comparar con el nivel de producto del segundo trimestre de 2020, que fue el más afectado por la pandemia. De hecho, el nivel de producto del segundo trimestre de este año es un 8 % inferior a los niveles medios de 2019. Con todo, la información sobre el PIB pone de manifiesto la senda de recuperación de la economía española, que es previsible que continúe en los próximos meses, al incorporarse los datos presumiblemente favorables del turismo durante los meses de verano.

*El PIB de la economía española mostró un aumento del 1,1 % en el segundo trimestre del año, confirmando la senda de recuperación económica...*

Lo más destacable de las cifras del segundo trimestre fue la fuerte recuperación del consumo privado, que aumentó un 4,7 % respecto al trimestre anterior (y un 23,4 % en términos anuales) y, en menor medida, la del consumo público (0,9 % trimestral y 3,9 % anual). La formación bruta de capital cayó un 2,2 % respecto al primer trimestre pero mostró, igualmente, una tasa de variación anual cercana al 19 %. También fue favorable la evolución del sector exterior, con avances trimestrales de las exportaciones (0,9 %) y de las importaciones (4,2 %), que permitieron llevar las variaciones anuales a terreno positivo por primera vez desde el cuarto trimestre de

*... que en este trimestre se basó en la recuperación del consumo privado. Este aumentó un 4,7 % respecto al trimestre anterior y cerca de un 23,4 % respecto al segundo trimestre de 2020, en el periodo de confinamiento.*

9 La primera estimación de este avance (publicada en julio) fue del 2,8 %.

2019. Su contribución al crecimiento fue positiva, aunque de tamaño reducido, hecho que no ocurría desde el último trimestre de 2019.

*El análisis desde el punto de vista de la oferta muestra fuertes incrementos en el valor añadido de los sectores más importantes, destacando algunos servicios específicos que se habían visto fuertemente afectados por la pandemia.*

Desde el punto de vista de la oferta, se observaron aumentos muy importantes en términos interanuales en todos los sectores de actividad excepto en las ramas primarias, en las que el valor añadido cayó un 6,7 % anual. La construcción y los servicios volvieron a presentar tasas anuales positivas, tras cinco trimestres en negativo, con avances del 11,7 % y del 17,6 %, respectivamente. El valor añadido de las ramas industriales intensificó el crecimiento que ya había mostrado en el primer trimestre del año, situándose en el 23,7 %. Dentro de los servicios cabe señalar la recuperación de algunos subsectores que se vieron afectados fuertemente por la pandemia: en particular destacó la mejora del subsector de comercio, transporte y hostelería, con un crecimiento anual del 46,9 %; del subsector de actividades profesionales, científicas y técnicas, con un avance del 21 %, y también del subsector relacionado con las actividades artísticas, recreativas y otros servicios, con un avance del 19,3 %.

### España: principales variables macroeconómicas

CUADRO 2

% var. anual

	2017	2018	2019	2020
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>-10,8</b>
Consumo privado	3,0	1,8	0,9	-12,2
Consumo público	1,0	2,3	2,0	3,3
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,8	6,3	4,6	-9,6
Construcción	6,7	9,5	7,2	-9,6
Bienes de equipo y otros	9,2	4,7	3,3	-12,9
Exportaciones	5,5	1,7	2,5	-20,1
Importaciones	6,8	4,0	1,2	-15,2
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,2	-0,6	0,5	-2,2
<b>Empleo<sup>1</sup></b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>-7,5</b>
<b>Tasa de paro</b>	<b>17,2</b>	<b>15,3</b>	<b>14,1</b>	<b>15,5</b>
<b>Índice de precios de consumo<sup>2</sup></b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>
<b>Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>0,7</b>
<b>Saldo de las AA. PP.<sup>3</sup> (% PIB)</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-11,0</b>
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>98,6</b>	<b>97,4</b>	<b>95,5</b>	<b>119,9</b>
<b>Posición de inversión internacional neta<sup>4</sup> (% PIB)</b>	<b>-68,0</b>	<b>-61,7</b>	<b>-59,0</b>	<b>-60,5</b>

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

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

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

3 Se incluyen las ayudas públicas a las entidades de crédito en 2017, 2018, 2019 y 2020 por una cuantía del 0,04 %, 0,01 %, 0,00 % y 0,88 % del PIB respectivamente. El aumento registrado en 2020 se corresponde con la reclasificación de la SAREB dentro de las AA. PP. ordenada por Eurostat, cuyas cifras computan en este apartado.

4 Excluido el Banco de España. Activos menos pasivos.

La tasa de inflación no ha dejado de aumentar desde los mínimos registrados en noviembre del año pasado, cuando se situaba en el -0,8 % en términos anuales, con la única excepción del mes de marzo. El último dato, que corresponde a septiembre, situó la tasa anual en el 4 %, casi 5 puntos porcentuales (p.p.) por encima de aquellos mínimos y responde, fundamentalmente, al repunte del componente energético, cuyos precios han pasado de caer un 11,1 % (en octubre de 2020) a incrementarse un 23,5 % (en agosto de 2021). El resto de los componentes del índice también han mostrado aumentos en sus tasas de inflación, pero de mucha menos intensidad: de hecho, la tasa de inflación subyacente, que descuenta los elementos más volátiles del índice (energía y alimentos frescos), ha mostrado un comportamiento algo irregular, pero ligeramente creciente, hasta situarse en el 0,7 % en agosto (0,1 % en diciembre de 2020). El repunte de la inflación en la zona euro durante los últimos meses ha sido similar (véase gráfico 9), por lo que el diferencial España-zona euro, que pasó a terreno positivo en abril, oscila entre los 0,4 p.p. y los 0,7 p.p. desde entonces.

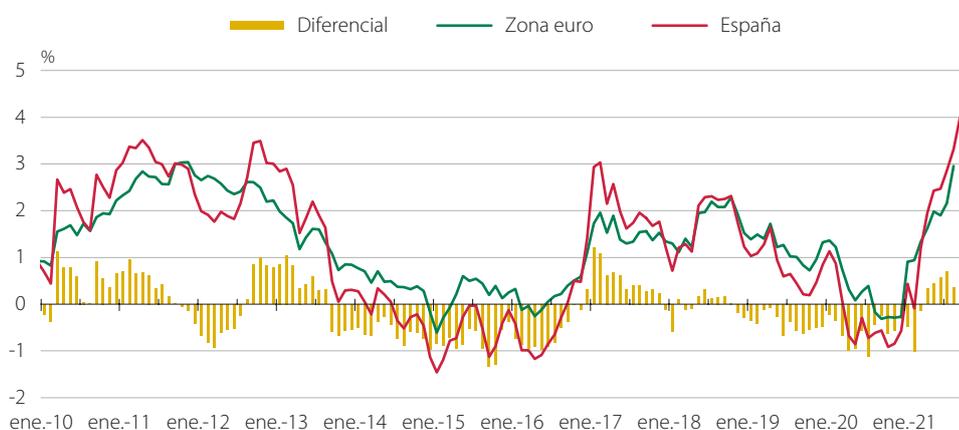
*El aumento de los precios de la energía ha dado lugar a un incremento de la inflación total cercano a 5 p.p. desde noviembre del año pasado. El último dato, que corresponde al mes de septiembre, sitúa la tasa anual en el 4 %.*

El mercado laboral evoluciona en línea con la recuperación de la actividad económica. El número de empleados (según la Encuesta de Población Activa (EPA)) se situó por encima de los 19.670.000 en el segundo trimestre de 2021, un 5,7 % más que en el mismo trimestre del año anterior. Esta cifra es cercana, pero inferior, a las existentes antes de la pandemia (casi 20 millones de empleados a finales de 2019). Por su parte, la tasa de paro se situaba en el 15,3 % de la población activa en el mismo trimestre, 1 p.p. por debajo del máximo registrado en el tercer trimestre del año pasado, pero por encima de los registros precrisis (inferiores al 14 %<sup>10</sup>).

*El mercado laboral evoluciona favorablemente, en línea con la actividad económica, pero sus cifras todavía no han retornado a niveles precrisis.*

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

GRÁFICO 9



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

10 Cabe señalar que la evolución de la tasa de paro se está viendo condicionada, de forma contraria a lo que ocurrió en 2020, por un aumento notable de la población activa (entre marzo y junio el número de activos se incrementó en casi 355.000 personas y más de 1,2 millones si se compara con el mismo trimestre de 2020). Esta población está desempleada de inicio en su mayoría, por lo que su aumento impide, en consecuencia, caídas más pronunciadas en la tasa de paro total a corto plazo. Por otro lado, los afectados por un expediente de regulación temporal de empleo (ERTE) —que tampoco están incluidos en la tasa de paro, ya que, siguiendo la metodología de Eurostat y de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), se consideran ocupados— se situaron en cerca de 450.000 al cierre de junio, frente a los 1,5 millones de trabajadores que había en esta situación 1 año antes.

*El déficit de las Administraciones públicas (sin corporaciones locales) se situó en el 4,3 % del PIB en los siete primeros meses del año, un 30 % menos que en 2020. La deuda pública se redujo en el segundo trimestre del año en 2,5 p.p. de PIB hasta el 122,8 %.*

El déficit de las Administraciones públicas (sin incluir las corporaciones locales) entre enero y julio de este año se situó en el 4,3 % del PIB, lo que supone un descenso del 29,6 % respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. La recuperación de la actividad económica está permitiendo un aumento notable de los ingresos no financieros, que en el caso del Estado fue del 14,4 %, frente a un incremento de gastos del 3,3 %. El déficit de esta Administración —con datos disponibles hasta agosto— se situó en el 4,2 % del PIB, por debajo del 5,4 % de 2020. El resto de Administraciones mostraron estabilidad o mejoría en sus saldos fiscales en los 7 primeros meses del año: el superávit de las comunidades autónomas pasó del 0,23 % del PIB al 0,20 % y el déficit de los fondos de la Seguridad Social se redujo desde el 1,44 % hasta el 0,41 %. Por su parte, los datos de deuda pública del segundo trimestre de este año sitúan este indicador en el 122,8 % del PIB, por debajo del 125,3 % del primer trimestre, pero aún por encima de los niveles de años anteriores (119,9 % a finales de 2020 y 114 % al cierre de 2019). Los pronósticos efectuados por diferentes instituciones<sup>11</sup> dejan el déficit público de este año alrededor del 8 % del PIB y la deuda pública entre el 117 % y el 120 % del PIB.

*El sector bancario se recupera en línea con el resto de los sectores, mostrando un fuerte aumento de los beneficios y una contención de la morosidad, que puede incrementarse en los próximos meses.*

El sector bancario recupera de forma progresiva su actividad, en línea con el resto de los sectores y con la actividad económica en general. La cuenta de resultados refleja esta mejoría con aumentos en las partidas más importantes y la tasa de dudosos continúa descendiendo (4,4 % en julio de 2021, 4,5 % en 2020 y 4,8 % en 2019, véase gráfico 10). Esta última no se ha visto afectada aún por el posible aumento de las insolvencias empresariales durante los próximos meses, cuya evolución depende no solo de la intensidad de la recuperación económica, sino también de la finalización de las medidas de apoyo del Gobierno durante la crisis y de la propia gestión de los bancos (por ejemplo, mediante reestructuraciones de deuda). Por otra parte, en este ejercicio cabe destacar la finalización de las restricciones al reparto de dividendos establecidas durante la crisis del COVID-19 el año pasado. Continúan presentes retos importantes para este sector como, por ejemplo, aquellos derivados de la irrupción de compañías con fuerte carácter tecnológico (*fintech* y *bigtech*), que compiten en la prestación de servicios financieros.

*La cuenta de resultados agregada de las entidades de depósito mostró un fuerte aumento de los beneficios en el primer semestre del año.*

La cuenta de resultados de las entidades de depósito españolas registró unos beneficios de 7.755 millones de euros en el primer trimestre del año, que contrasta con las pérdidas del año previo (7.144 millones de euros). El margen bruto de estas entidades se situó en 21.990 millones de euros, por encima de los 20.793 millones de 2020, como consecuencia de la leve mejora del margen de intereses y, en mayor medida, del rendimiento de los instrumentos de capital. En un marco de leve descenso en los gastos de explotación, el grueso de la mejora de los resultados se atribuye, por una parte, a las menores pérdidas por el deterioro de activos financieros y de otros activos (cerca de 9.000 millones menos) y, por otra parte, a la mejor contribución de la partida «Otros resultados» (4.000 millones más).

*La financiación al sector privado muestra tendencias dispares entre las sociedades (desaceleración) y los hogares (aceleración).*

La financiación bancaria a las empresas y los hogares mostró un crecimiento interanual del 1,6 % en el mes de agosto (3,3 % en diciembre de 2020), que se distribuye en un aumento del 2,1 % para las sociedades no financieras (6,3 % en diciembre de 2020) y un 0,9 % para los hogares (-0,5 % en diciembre de 2020). Cabe destacar

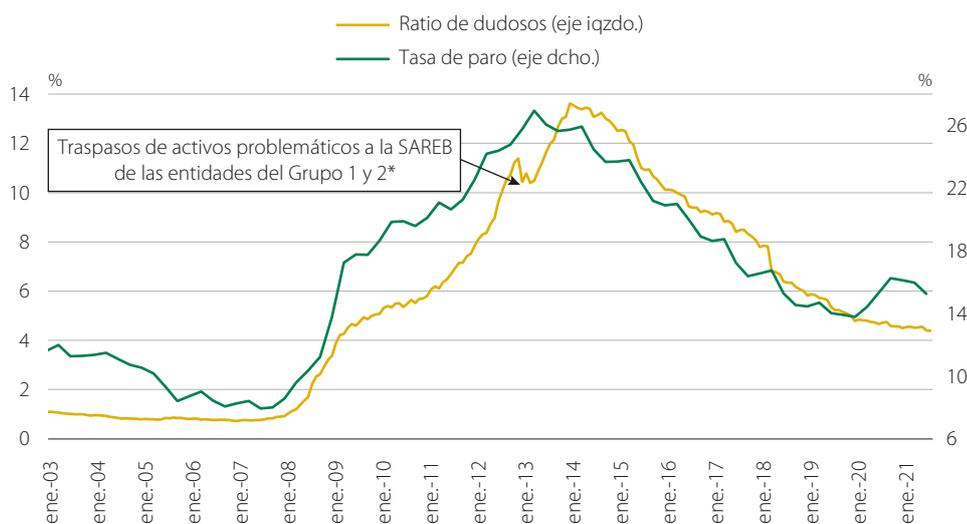
---

11 Banco de España, Comisión Europea y FMI.

algunas tendencias interesantes dentro de cada uno de estos grupos. Así, en el caso de las sociedades no financieras el aumento de la financiación tiene origen exclusivamente en el incremento de los valores representativos de deuda (9,4 %) y en los préstamos exteriores (5,7 %). Los préstamos de las entidades de crédito, que crecieron a tasas anuales superiores al 8 % durante muchos de los últimos meses en el contexto de la crisis e impulsados en parte por diferentes medidas del Gobierno, caen desde mayo (-2 % en agosto). Por su parte, la financiación a los hogares muestra un aumento de menor intensidad (0,9 %), pero creciente en el tiempo tanto por la vertiente de los préstamos para vivienda (0,7 %) como de los préstamos para el consumo (3,2 %).

### Ratio de dudosos de las entidades de crédito<sup>1</sup> y tasa de paro<sup>2</sup>

GRÁFICO 10



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

1 Incluye establecimientos financieros de crédito.

2 Sobre la población activa.

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

El tamaño del sector bancario, que experimentó un aumento considerable en 2020, ha mostrado un comportamiento mucho más estable en 2021. El último dato (julio) sitúa el volumen agregado de activos por su actividad en España en 2,89 billones de euros (2,82 billones en 2020 y 2,61 billones en 2019). Dentro del activo destaca la disminución del saldo de crédito al sector OSR (otros sectores residentes) en España y el aumento del crédito a residentes en el resto del mundo. En cuanto a las fuentes de financiación, continúa incrementándose la que procede del Eurosistema, así como los depósitos de otros sectores residentes y los valores de renta fija. En cambio, disminuye ligeramente el patrimonio de estas entidades.

*El tamaño del sector bancario ha mostrado pocos cambios en 2021, tras el notable aumento de 2020.*

Los datos más recientes sobre la posición patrimonial de los hogares revelan un leve descenso de su ahorro desde el 16,2 % de su renta bruta disponible (RBD) en el primer trimestre de este año<sup>12</sup> (máximo histórico de la serie) hasta el 13 % a mediados de año. Esta cifra continúa siendo superior a las registradas en el periodo precrisis

*La tasa de ahorro de los hogares descendió ligeramente en el segundo trimestre de este año, aunque se mantiene en valores históricamente altos (13 %).*

12 Cifras de cuatro trimestres, hasta marzo de 2021.

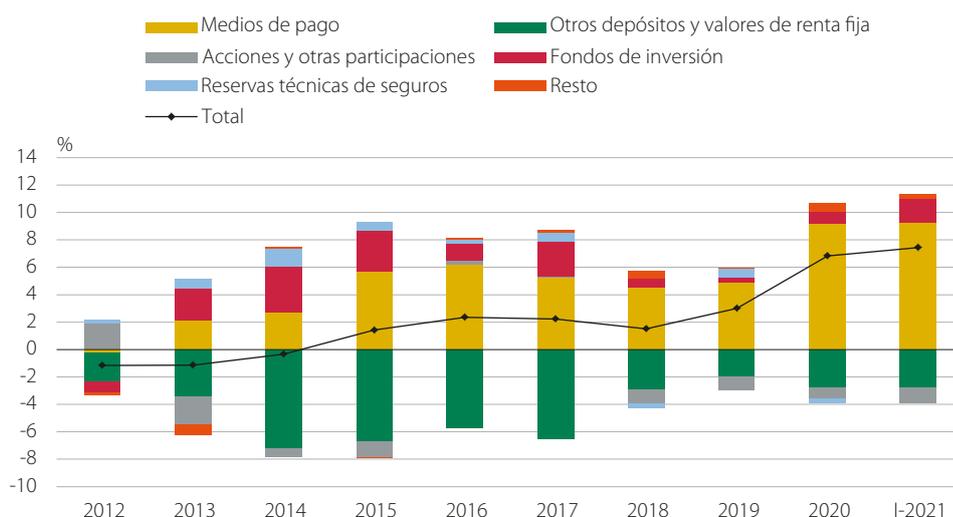
(en torno al 6 %) y también a los anteriores máximos mostrados en 2010, durante la crisis de deuda soberana europea (11,5 %). Una parte de este incremento se atribuye al denominado *motivo precaución*, habitual en momentos de incertidumbre, y otra parte a la imposibilidad de materializar determinadas decisiones de consumo debido a las restricciones de la pandemia. Por tanto, este indicador podría seguir moderándose en los próximos meses. Por su parte, la ratio de riqueza bruta se incrementó en el primer trimestre de este año por el aumento del valor tanto de los activos financieros como de los inmobiliarios, mientras que la ratio de endeudamiento se mantuvo estable (en el 102 % de la RBD).

*Las inversiones financieras de los hogares alcanzan un máximo desde 2006, situándose en el 7,4 % del PIB durante el primer trimestre de este año. Una parte de este aumento puede ser temporal (asociado a determinados elementos de la pandemia), pero otra parte (por ejemplo, la inversión en fondos de inversión) forma parte de una tendencia más prolongada.*

Las inversiones netas de los hogares se situaron en el 7,4 % del PIB en el primer trimestre del año —datos acumulados de cuatro trimestres hasta marzo de 2021— por encima del 6,8 % de 2020 y del 3 % de 2019 (de hecho, es el importe más alto desde 2006). Algunas de las tendencias que se venían observando en años anteriores, como el aumento de la inversión en medios de pago, que pasó del 5 % del PIB en 2019 al 9,3 % en marzo de 2021, se acentuaron durante la crisis por los motivos expuestos al explicar el incremento del ahorro. Además continuó la desinversión en valores de renta fija y depósitos a plazo (-2,8 %), que siguen siendo poco atractivos en términos de rentabilidad. Por el contrario la inversión en fondos de inversión, que se situó en el 1,7 % del PIB, continúa en expansión (0,9 % en 2020 y 0,4 % en 2019) al configurarse como una opción de inversión de gestión profesionalizada que puede cubrir las necesidades de los inversores en un contexto de tipos de interés muy reducidos. Los incrementos se producen tanto en los vehículos registrados en la CNMV como en los vehículos extranjeros comercializados en España.

*La inversión en fondos de inversión registró un aumento histórico en el primer semestre de 2021 superando los 17.000 millones de euros.*

En cuanto a la evolución de los flujos dirigidos a fondos de inversión registrados en la CNMV en lo que va de año, cabe destacar su elevado importe, más de 17.000 millones de euros en un solo semestre (el mayor importe semestral desde mediados de 2015, cuando se llegó a superar los 20.000 millones). Aunque las cifras de este periodo se han visto afectadas por algunas fusiones y absorciones entre fondos de gran tamaño, se observa que la mayor parte de las suscripciones netas continúan dirigiéndose hacia categorías de mayor riesgo como los fondos globales o los fondos de renta variable internacional. También recibieron flujos de inversión notables dos de las categorías más conservadoras (renta fija y renta fija mixta). Estos patrones siguen poniendo de manifiesto la existencia de inversiones que están dispuestas a asumir un nivel de riesgo superior para aspirar a obtener un rendimiento también más alto y otras más aversas al riesgo, en las que la preservación del capital es una variable muy importante.



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

### 2.3 Perspectivas

En octubre el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó sus previsiones de crecimiento para 2021 y 2022, que muestran la intensidad de la recuperación económica a escala global con un avance del PIB mundial del 5,9 % en 2021 y del 4,9 % en 2022 (en julio se pronosticaba una décima más en 2021 y el mismo crecimiento en 2022), tras la contracción del 3,1 % de 2020. Esta tendencia se explica por el ritmo de la vacunación y el acceso a ella, que reduce los contagios y, por tanto, las restricciones a la movilidad y permite normalizar de forma progresiva la actividad económica. Estas previsiones suponen, no obstante, un recorte importante sobre las previsiones de crecimiento para este año en las economías avanzadas respecto a los datos de julio, que, según la institución, está relacionado de forma parcial con los problemas en las cadenas de suministro. Así, el FMI prevé que las economías avanzadas crezcan un 5,2 % en 2021 (0,4 p.p. menos) y un 4,5 % en 2022 (0,1 p.p. más). Dentro de estas economías se observa una gran heterogeneidad en las revisiones de los pronósticos, con descensos en EE. UU., Canadá, Alemania, España y Japón y ascensos en Italia y Francia (véase cuadro 3). Por su parte, las previsiones para las economías emergentes muestran un aumento del PIB del 6,4 % este año (una décima más) y del 5,1 % en 2022 (una décima menos). También en estas economías existen diferencias entre regiones, pues empeoran las perspectivas para las economías asiáticas pero mejoran para todas las demás.

Varios riesgos de distinta naturaleza rodean estas previsiones. En primer lugar destacan aquellos relacionados propiamente con la evolución de la pandemia; en particular, con las dificultades para conseguir un porcentaje elevado de población vacunada en todas las jurisdicciones y también con la posibilidad de que aparezcan nuevas mutaciones del virus, resistentes a las vacunas, que puedan dar lugar a nuevas restricciones. Existen otras incertidumbres importantes relacionadas con la posibilidad de que el aumento de la inflación experimentado en algunas economías no sea transitorio, como se espera actualmente, lo que podría determinar un endurecimiento futuro de las condiciones financieras. Relacionado con el riesgo de inflación

*El FMI pronostica un crecimiento mundial notable, del 5,9 % en 2021 y del 4,9 % en 2022, por los avances de la vacunación, si bien rebaja las previsiones para las economías avanzadas por los problemas en las cadenas de suministro.*

*Entre los riesgos más relevantes destacan los relacionados con la propia pandemia, pero existen otros de ámbito económico y financiero, como el riesgo de inflación o aquellos derivados de la acumulación de deuda por parte de algunos agentes o de la toma de riesgos creciente en las decisiones de inversión.*

cabe mencionar los problemas identificados en determinadas cadenas de suministros, que pueden dar lugar a problemas logísticos y a un encarecimiento adicional del precio de las materias primas. También se identifican riesgos de naturaleza financiera por parte de algunos agentes, derivados de la acumulación de deuda durante la crisis y de la toma de riesgos crecientes en un entorno de tipos de interés muy bajos. De hecho numerosas economías afrontan el reto de consolidar sus finanzas públicas tras las medidas expansivas adoptadas en el contexto de la crisis. Finalmente, la posibilidad de observar quiebras empresariales en los próximos meses continúa siendo relevante, aunque su expectativa se ha reducido.

## Producto interior bruto

CUADRO 3

% var. anual

	2017	2018	2019	2020	FMI <sup>1</sup>	
					2021	2022
Mundial	3,7	3,6	2,8	-3,1	5,9 (-0,1)	4,9 (0,0)
Avanzadas	2,4	2,3	1,6	-4,5	5,2 (-0,4)	4,5 (0,1)
EE. UU.	2,2	2,9	2,2	-3,4	6,0 (-1,0)	5,2 (0,3)
Zona euro	2,4	1,9	1,3	-6,3	5,0 (0,4)	4,3 (0,0)
Alemania	2,5	1,5	0,6	-4,6	3,1 (-0,5)	4,6 (0,5)
Francia	2,3	1,8	1,8	-8,0	6,3 (0,5)	3,9 (-0,3)
Italia	1,5	0,8	0,3	-8,9	5,8 (0,9)	4,2 (0,0)
España	3,0	2,4	2,0	-10,8	5,7 (-0,5)	6,4 (0,6)
Reino Unido	1,7	1,3	1,4	-9,8	6,8 (-0,2)	5,0 (0,2)
Japón	1,7	0,3	0,0	-4,6	2,4 (-0,4)	3,2 (0,2)
Emergentes	4,7	4,5	3,7	-2,1	6,4 (0,1)	5,1 (-0,1)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en octubre de 2021 respecto a julio de 2021).

*Las últimas previsiones sitúan el crecimiento de la economía española en el 5,7 % este año y el 6,4 % el que viene.*

Para la economía española, el FMI pronostica un incremento del PIB del 5,7 % este año y del 6,4 % el que viene, lo que supone un descenso de 5 décimas y un ascenso de 6, respectivamente, respecto a las cifras de abril. La revisión a la baja de los pronósticos para este año podría estar parcialmente relacionada con el recorte de la tasa de crecimiento de la economía española durante el segundo trimestre del año (respecto a la estimación inicial del INE). A pesar de ello, las previsiones de crecimiento para España se sitúan por encima de las de la mayoría de las economías avanzadas y se explican, en su mayor parte, por el buen avance del ritmo de vacunación, que ha permitido reducir de forma notable las restricciones existentes, por la materialización de la demanda embalsada durante los primeros momentos de la pandemia y por los efectos positivos de la política monetaria y fiscal expansiva —que incluye los fondos del programa Next Generation EU (NGEU)—. El diferencial de crecimiento con la zona euro sería superior a los 2 p.p. en 2022.

*Sin embargo, persisten varias fuentes de incertidumbre de naturaleza diversa, comunes a otros países de nuestro entorno.*

Las fuentes de incertidumbre más relevantes que se vislumbran sobre este escenario son en su mayoría comunes a otros países de nuestro entorno. Entre ellas destacan: i) la propia evolución de la pandemia y, en particular, la posibilidad de que surjan cepas del virus resistentes a las vacunas; ii) la evolución del ahorro de los hogares

(actualmente en máximos históricos); iii) los efectos del incremento de inflación; iv) la posibilidad de aumento de las quiebras empresariales a medida que finalicen las medidas de soporte adoptadas a raíz de la crisis; v) la incertidumbre sobre los efectos de los fondos NGEU sobre la actividad, y vi) la necesidad de asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

### 3 La evolución de los mercados nacionales

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles<sup>13</sup> continuó descendiendo de forma progresiva desde el cierre del informe anterior (31 de marzo), cuando se situaba en 0,26, hasta principios de junio, manteniéndose estable alrededor de 0,20 a lo largo del mes. En julio, los repuntes en los niveles de volatilidad del petróleo y de las cotizaciones bursátiles hicieron que el nivel de estrés aumentara hasta superar ligeramente el umbral que separa el riesgo bajo del riesgo medio (0,27) y, a partir de entonces, el indicador ha oscilado entre 0,23 y 0,30, alcanzando este último valor a la fecha de cierre de este informe (1 de octubre). Por su parte, la correlación del sistema, que había descendido en la primera mitad de 2021, volvió a repuntar a partir de junio y se ha mantenido en valores similares a los existentes durante la crisis del coronavirus (véanse paneles superiores del gráfico 12).

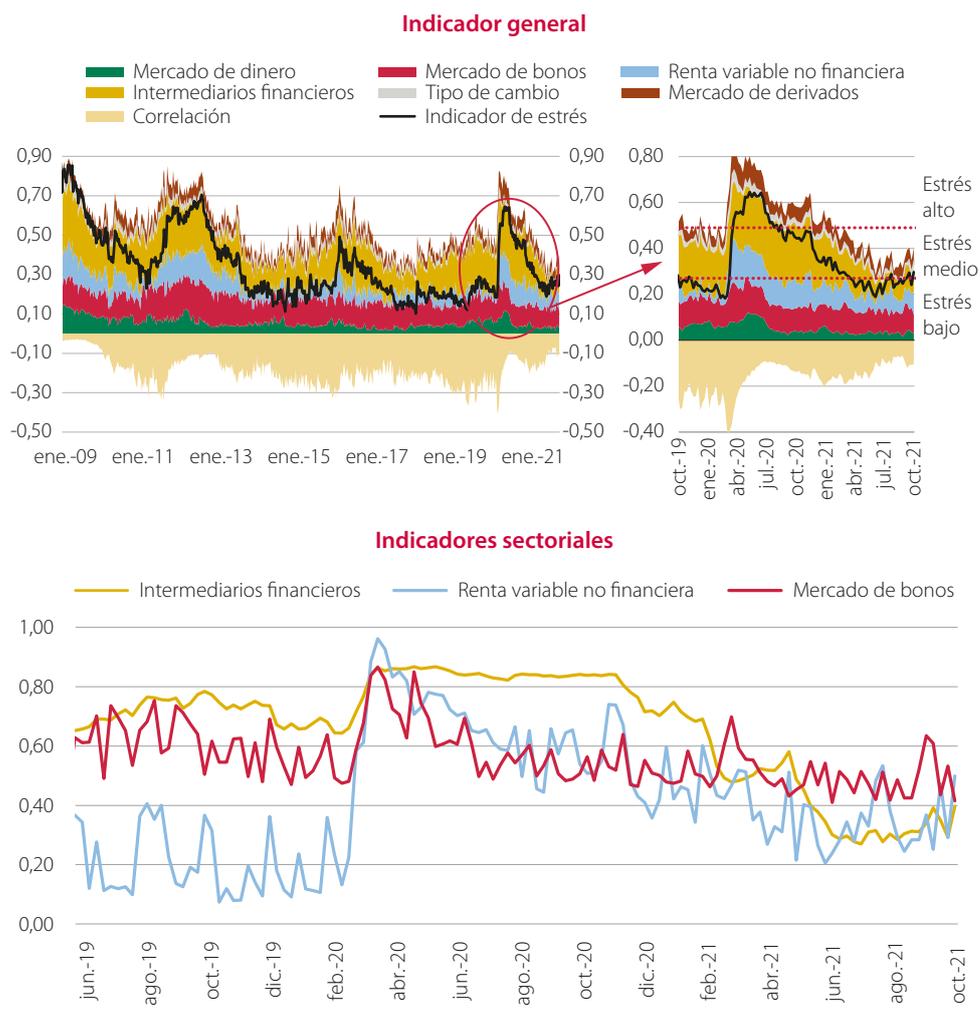
Los distintos indicadores individuales han mostrado oscilaciones en su nivel de estrés derivadas fundamentalmente de las variaciones en los indicadores de volatilidad. El segmento de intermediarios financieros (bancos), que había sido el que había mantenido los valores más elevados hasta febrero de este año, experimentó un descenso paulatino hasta el mes de julio (véase panel inferior del gráfico 12), momento a partir del cual ha permanecido en valores de entre 0,30 y 0,40. Los mercados de renta fija, por su parte, han mostrado niveles de estrés relativamente estables en los últimos meses en torno a 0,45, a excepción de un repunte a principios de septiembre derivado del aumento de la volatilidad del bono a 10 años. En cambio, en el segmento de renta variable no financiera las elevadas oscilaciones en la volatilidad de las cotizaciones bursátiles han originado un aumento del nivel de estrés desde valores de 0,24 hasta 0,53.

*El indicador de estrés de los mercados financieros españoles se mantiene desde julio en valores alrededor del umbral que separa el régimen de estrés bajo del medio (0,27). La correlación del sistema continúa en niveles elevados.*

*Los principales indicadores individuales se han mantenido relativamente estables en los últimos meses, con mayores oscilaciones en los mercados de renta variable.*

---

13 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en cuenta la correlación entre dichos segmentos. Las estimaciones econométricas indican que valores del indicador por debajo de 0,27 corresponden a periodos de estrés reducido, mientras que valores entre 0,27 y 0,49 corresponden a periodos de estrés intermedio y, por encima de 0,49, a periodos de estrés elevado. Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación trimestral *Nota de Estabilidad Financiera*, así como las series estadísticas de la CNMV (Indicadores de estrés de los mercados), disponibles en: <http://www.cnmv.es/portal/menu/Publicaciones-Estadisticas-Investigacion.aspx>. Para más información sobre la metodología de este indicador, véase Cambón, M.I. y Estévez, L. (2016). «A Spanish Financial Market Stress Index (FMSI)». *Spanish Review of Financial Economics*, Vol. 14, n.º 1, pp. 23-41, o como Documento de Trabajo de la CNMV n.º 60 ([http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_60\\_en.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_60_en.pdf)).



Fuente: CNMV.

### 3.1 Los mercados bursátiles

Tras los avances del primer semestre del año, los mercados de renta variable nacionales mostraron ciertos altibajos por la presencia de varias incertidumbres (riesgo de inflación, sector eléctrico, Evergrande...).

Los mercados de renta variable españoles, que habían presentado avances destacados en la primera mitad del año siguiendo la estela de los principales mercados de valores europeos, iniciaron la segunda mitad del ejercicio con leves retrocesos, en un trimestre caracterizado por ciertos altibajos en las cotizaciones. A pesar de los datos positivos de recuperación de la actividad económica<sup>14</sup>, los mercados mantienen sus temores a que el aumento de la inflación no sea transitorio y obligue a endurecer prematuramente la política monetaria tanto en EE. UU.<sup>15</sup> como en Europa. El incremento de los

14 La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) mejoró sus previsiones de crecimiento para la zona euro y España hasta el 5,3 % y 6,8 % en 2021. Asimismo, el Banco de España mejoró las suyas hasta el 6,3 % y 5,9 % en 2021 y 2022, respectivamente, si bien ha advertido de que las ajustará a la baja tras conocerse la revisión del dato del crecimiento del segundo trimestre hasta el 1,1 % desde la estimación inicial del 2,7 %.

15 La Reserva Federal ha advertido de que la reducción de estímulos se acompañará con el ritmo de recuperación económica.

precios se ve afectado, entre otros factores, por la escalada de los precios del petróleo —en máximos de 3 años—, y por los problemas en algunas cadenas de suministros, todo ello en un contexto de recuperación de la demanda y mayor contención de nuevos contagios del virus y dinamismo económico. Otros elementos que afectaron la evolución de los mercados en la última parte del trimestre estuvieron relacionados con las caídas del sector eléctrico como consecuencia de las incertidumbres regulatorias y del recorte de sus ingresos debido al paquete de medidas adoptado por el Gobierno para abaratar el precio de la energía eléctrica y la intranquilidad en torno a los problemas financieros del gigante inmobiliario chino Evergrande y su posible contagio al sistema financiero internacional.

El principal índice de las bolsas españolas, el Ibx 35, finalizó el tercer trimestre con un retroceso del 0,3 %, presentando un comportamiento similar al de los principales índices de referencia europeos<sup>16</sup>. Este índice, que había avanzado un 6,3 % en el primer trimestre del año y un 2,8 % en el segundo, interrumpió con este leve descenso la senda ascendente que había mostrado durante los 3 trimestres previos. Además, esta caída reduce las ganancias anuales hasta el 9 %, de modo que el índice español, junto al británico FTSE 100<sup>17</sup>, permanece a la cola de las revalorizaciones de los grandes índices en Europa. El Ibx 35 se situó en torno a 8.800 puntos al cierre de septiembre, manteniéndose en niveles similares a los prepandemia y sin recuperar todavía todas las pérdidas acumuladas en el ejercicio 2020. Por otro lado, esta evolución se produce en un contexto de niveles reducidos de contratación y de consolidación de los avances en los indicadores de liquidez del mercado.

El leve retroceso del principal índice del mercado español contrasta con los descensos más significativos en las cotizaciones de las compañías de mediana capitalización (-2,6 %) y de las más pequeñas (-6,4 %), que acusan los efectos de los cambios de regulación en el sector eléctrico en las compañías de renovables y que reflejan con menos intensidad<sup>18</sup> el escenario de recuperación económica. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron notables pérdidas (15,4 % y 7,4 %, respectivamente) como consecuencia del retroceso del mercado de valores de Brasil<sup>19</sup> y de la depreciación de su divisa respecto al euro<sup>20</sup>.

Como ha sido habitual en los trimestres anteriores, la evolución de las cotizaciones no fue homogénea por sectores y valores, aunque predominaron los sectores que presentaron ganancias. Las mayores alzas (véase cuadro 4) se concentraron en los

*... que provocaron un leve retroceso del Ibx 35 del 0,3 % en el tercer trimestre (+9 % en el conjunto del año), en línea con otros índices de referencia europeos.*

*A su vez, los índices de compañías de capitalización baja y media descendieron en el tercer trimestre de modo más destacado.*

*Las mayores revalorizaciones correspondieron a las compañías de los sectores de bienes y servicios de consumo, petróleo, constructoras e inmobiliarias.*

- 
- 16 La mayor parte de los grandes índices internacionales presentaron un comportamiento plano en el tercer trimestre, que osciló entre las alzas del 2,3 % del italiano FTSE Mib y el retroceso del 0,4 % del 1,7 % del alemán Dax 30. El francés Cac 40 experimentó un avance del 0,2 %, mientras que el europeo Eurostoxx 50 retrocedió un 0,4 %. En el caso de los índices estadounidenses, el S&P 500 (0,2 %) presentó signo positivo, mientras que tanto el Dow Jones (-1,9 %) como el tecnológico Nasdaq (-0,4 %) retrocedieron levemente.
- 17 El índice británico FTSE 100 acumula una revalorización del 9,7 % en los 9 primeros meses del año.
- 18 Las compañías de pequeña y media capitalización acumulan una revalorización en el ejercicio del 1,9 % y 5,9 %, respectivamente, frente al 9 % del Ibx 35.
- 19 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, retrocedió un 12,5 % en el tercer trimestre, mientras que el del mercado mexicano Bmv Ipc avanzó un 2,2 %.
- 20 En el tercer trimestre del año el real brasileño se deprecia un 6,5 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 2,2 %.

sectores de los servicios y de los bienes de consumo, así como en el sector del petróleo, las constructoras y las inmobiliarias, destacando las compañías del sector turístico y las aerolíneas, que se ven favorecidas por la recuperación de la actividad turística, la menor incidencia de la pandemia y el levantamiento de las restricciones a la movilidad. Dentro del sector de bienes de consumo destacó la revalorización de la principal compañía del sector textil (Inditex), cuya facturación ha recuperado los valores previos a los de la pandemia.

*... así como también las del sector financiero.*

Otros avances significativos se produjeron en el sector del petróleo, en el que la principal empresa (Repsol) muestra en su cotización la recuperación de los precios del petróleo, así como en las compañías constructoras e inmobiliarias, que se ven favorecidas por la importante reactivación del dinamismo del mercado inmobiliario<sup>21</sup> tras la fuerte contracción provocada por la pandemia. Además, el sector financiero<sup>22</sup>, que se vio parcialmente afectado por la incertidumbre en torno al posible contagio de los problemas de Evergrande, acabó presentando alzas gracias a la recuperación del reparto de dividendos en efectivo y a la mejora de su actividad en el actual escenario de recuperación.

*Los descensos fueron protagonizados por las eléctricas y las compañías de fabricación de bienes industriales.*

En el lado de los retrocesos, las mayores caídas se concentraron en las compañías eléctricas<sup>23</sup>. También se observaron descensos en el sector de fabricación de bienes industriales, el farmacéutico, el alimentario y el tecnológico, destacando las de las compañías productoras de bienes industriales, que acusan el retroceso de la inversión en bienes de equipo<sup>24</sup> y los problemas que existen en algunas cadenas de suministro. El sector farmacéutico se vio afectado por los problemas de un laboratorio en la fabricación de vacunas (Rovi), mientras que el tecnológico (Amadeus) continúa todavía influido por el efecto del mantenimiento de algunas restricciones sobre el sector turístico y el temor a que la aparición de nuevas cepas pueda suponer nuevas restricciones a la movilidad.

---

21 Según datos del INE, las compraventas inmobiliarias alcanzaron en el mes de julio un total de 50.238 transacciones, la cifra más elevada desde abril de 2008 y que representa un crecimiento mensual e interanual del 4,3 % y el 53,5 %, respectivamente.

22 Entre sus valores, cabe destacar la reincorporación de BBVA al índice bursátil europeo Eurostoxx 50 desde el 20 de septiembre tras su salida de este un año antes. Esta circunstancia permitirá al valor y a su correspondiente índice sectorial beneficiarse del interés de muchos inversores internacionales y *Exchange-Traded Funds* (ETF) al pasar a formar parte de sus carteras, que replican los principales índices del mercado.

23 El Gobierno aprobó un real decreto-ley que reduce la remuneración de los ingresos extra de nucleares, hidráulicas y renovables por los beneficios derivados de la subida del gas, así como por el beneficio extra derivado de la subida de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub>.

24 Según datos del INE la formación bruta de capital en maquinaria y bienes de equipo retrocedió un 4,3 % en el segundo trimestre de 2021, frente al avance del 5,2 % del primer trimestre.

Índices	2018	2019	2020	IV 20 <sup>1</sup>	I 21 <sup>1</sup>	II 21 <sup>1</sup>	III 21 <sup>1</sup>	dic.-20
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	20,2	6,3	2,8	-0,3	9,0
Madrid	-15,0	10,2	-15,4	21,7	6,2	2,3	0,9	7,7
Ibex Medium Cap	-13,7	8,4	-9,7	20,8	8,3	0,4	-2,6	5,9
Ibex Small Cap	-7,5	11,9	18,9	24,7	9,3	-0,4	-6,4	1,9
FTSE Latibex All-Share	10,3	16,3	-22,0	36,9	-2,1	24,1	-15,4	2,7
FTSE Latibex Top	14,8	15,3	-19,1	28,8	1,3	22,1	-7,4	14,5
<b>Sectores<sup>2</sup></b>								
<b>Servicios financieros e inmobiliarios</b>	<b>-27,1</b>	<b>-27,1</b>	<b>-26,4</b>	<b>53,4</b>	<b>14,8</b>	<b>10,0</b>	<b>3,0</b>	<b>30,1</b>
Banca	-29,0	-29,0	-27,5	55,7	15,0	10,5	3,1	30,9
Seguros	-12,8	-12,8	-23,6	25,5	13,6	-1,6	0,7	12,6
Inmobiliarias y otros	-26,1	-26,1	-16,0	7,7	4,6	2,8	4,3	12,1
<b>Petróleo y energía</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>12,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-8,7</b>	<b>-13,7</b>
Petróleo	-4,5	-4,5	-40,8	44,2	28,0	0,1	7,0	36,9
Electricidad y gas	8,9	8,9	14,2	8,5	-4,5	-4,7	-11,4	-19,4
<b>Mat. básicos, industria y construcción</b>	<b>-8,6</b>	<b>-8,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>27,8</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,9</b>
Construcción	-3,4	-3,4	-16,3	19,4	3,8	-2,1	3,9	5,6
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-10,4	-10,4	50,7	38,2	-0,1	-9,0	-14,0	-21,8
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-25,3	-25,3	-0,1	38,3	17,9	0,7	-1,2	17,3
Ingeniería y otros	-21,3	-21,3	-6,1	37,8	11,2	15,8	-0,1	29,0
<b>Tecnología y telecomunicaciones</b>	<b>-5,5</b>	<b>-5,5</b>	<b>-21,9</b>	<b>11,7</b>	<b>6,5</b>	<b>4,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>10,5</b>
Telecomunicaciones y otros	-8,2	-8,2	-25,8	2,7	10,3	8,7	0,8	20,9
Electrónica y software	-0,1	-0,1	-18,8	24,8	1,7	-1,8	-3,1	-3,3
<b>Bienes de consumo</b>	<b>-16,7</b>	<b>-16,7</b>	<b>-15,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,3</b>	<b>12,3</b>
Textil, vestido y calzado	-23,1	-23,1	-17,3	9,4	7,9	5,7	7,1	22,2
Alimentación y bebidas	-8,4	-8,4	10,6	1,2	1,0	0,9	-4,5	-2,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	-6,4	-6,4	-18,3	-2,7	1,5	1,2	-7,0	-4,5
<b>Servicios de consumo</b>	<b>-19,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>-36,7</b>	<b>32,5</b>	<b>10,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>9,2</b>
Autopistas y aparcamientos	39,5	-34,7	-27,8	65,0	11,3	4,0	6,0	22,7
Transporte y distribución	32,3	-11,5	-38,8	30,9	10,3	-5,8	5,6	9,8

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

Los avances en la normalización de la situación creada por la pandemia y las perspectivas de recuperación económica han permitido que se consolide la revalorización de la capitalización de los bancos, las compañías tradicionales de telecomunicaciones como Telefónica y las energéticas como Repsol, lo que no es el caso de las compañías del sector eléctrico y de suministros, que, por su carácter defensivo —debido a la estabilidad de sus ingresos y negocios—, habían presentado un comportamiento relativo significativamente mejor en términos de generación de valor y de capitalización que el primer grupo de empresas. Así, aunque se observa que se recupera, en cierta medida, parte de la estructura de valor previa a la pandemia, cada vez ganan más peso nuevos sectores y compañías de los sectores de la tecnología y las energías renovables, que se benefician de su mayor capacidad de operar y adaptarse

*Aunque los efectos de la crisis han alterado en cierta medida la capitalización de las compañías y el valor de la estructura productiva del país, las perspectivas de recuperación han permitido volver en cierta medida a la situación previa, si bien ganan peso nuevas compañías y sectores.*

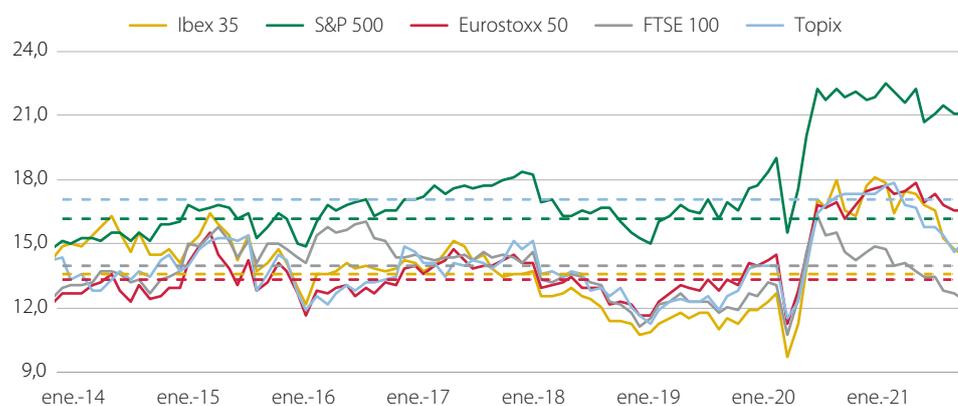
al nuevo entorno. Otras grandes compañías tradicionales también son capaces de mantener su importancia relativa por haber emprendido con éxito procesos de digitalización y transformación al nuevo entorno competitivo.

*El mantenimiento de las cotizaciones, junto con una recuperación de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, propició un nuevo descenso de la ratio entre el precio y los beneficios por acción (PER), que todavía se mantiene en niveles elevados desde un punto de vista histórico.*

El mantenimiento de las cotizaciones en el trimestre, junto con una progresiva recuperación de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitió que la ratio precio-beneficios (PER) del Ibex 35 volviese a disminuir por tercer trimestre consecutivo hasta situarse en 14,5 veces en septiembre<sup>25</sup> —su nivel más bajo desde el primer semestre de 2020—. El valor de esta ratio ha ido descendiendo progresivamente a lo largo del año tanto en el Ibex 35 como en los principales índices europeos conforme los beneficios empresariales se han ido recuperando en paralelo a la situación económica. Sin embargo, el valor del indicador español se mantiene por debajo de los niveles del índice de referencia europeo Eurostoxx 50, tal y como recoge el gráfico 13. Asimismo, con la excepción del índice japonés Topix y del británico FTSE 100, la mayoría de las ratios PER de los principales índices permanecen por encima de sus valores medios durante el periodo 2010-2021.

**Ratio precio-beneficios<sup>1</sup> (PER)**

GRÁFICO 13



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

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

*La volatilidad del mercado experimentó un leve repunte en el tercer trimestre, hasta valores superiores al 15 %.*

La volatilidad del Ibex 35, que había ido reduciéndose progresivamente durante la primera mitad del año, repuntó ligeramente en el tercer trimestre hasta alcanzar un promedio trimestral superior al 15 %. Este leve repunte de la volatilidad finaliza con la tendencia bajista observada en los últimos trimestres<sup>26</sup> y aleja levemente su valor de los mínimos históricos —próximos al 10 %— observados al cierre de 2019 (véase gráfico 14). Este comportamiento alcista siguió una tendencia similar a la de otros índices internacionales<sup>27</sup> como el europeo Eurostoxx 50 (13,2 % de media del trimestre) o el estadounidense Dow Jones (10,8 % de media), aunque su incremento en promedio es superior al de estos últimos.

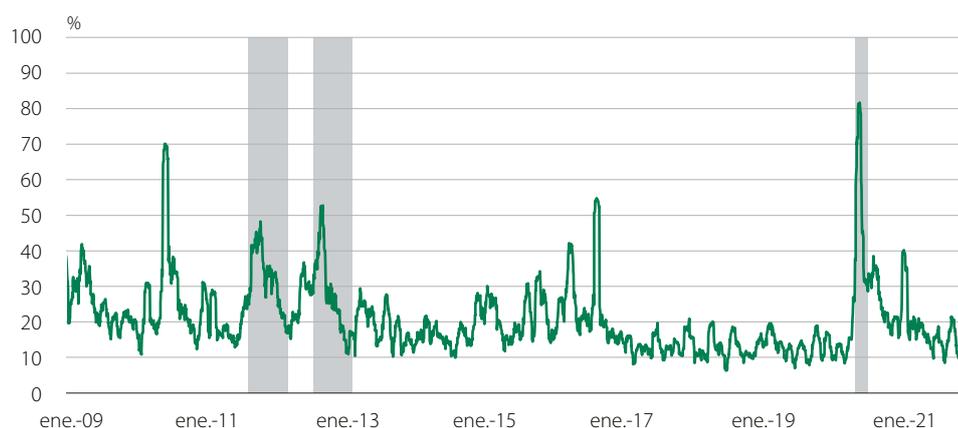
25 En el mismo periodo, la ratio PER del índice europeo Eurostoxx retrocedió hasta 16,6 veces, mientras que la del estadounidense S&P 500 se mantuvo en 21,2 veces.

26 En el primer y segundo trimestres de 2021 alcanzó valores del 17,1 % y el 13,2 %, respectivamente, mientras que en el cuarto trimestre de 2020 se había situado en el 24,3 %.

27 Al contrario de lo que ocurrió en los principales mercados de valores internacionales, la volatilidad del índice japonés Nikkei 225 disminuyó en el tercer trimestre hasta el 15,7 %, frente al 18,3 % del trimestre anterior.

## Volatilidad histórica del Ibex 35

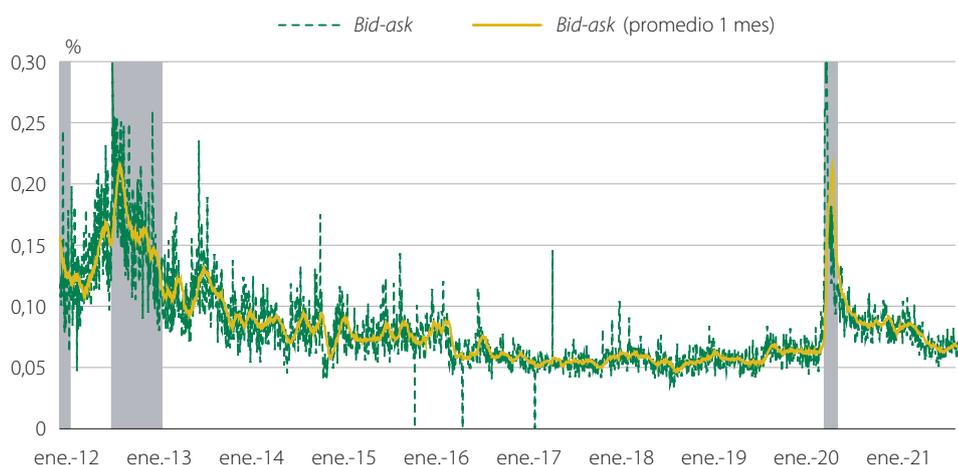
GRÁFICO 14



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

## Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 15



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

A pesar del ligero incremento de la volatilidad y el nuevo retroceso de los volúmenes negociados, las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— se mantuvieron en niveles similares a los del segundo trimestre y ligeramente por encima de los existentes antes del inicio de la crisis, por lo que parece que se está consolidando su normalización. En el tercer trimestre del año el *spread* se situó en promedio en el 0,066 %, en línea con el 0,065 % del segundo trimestre y por debajo del 0,081 % y el 0,084 % de los trimestres anteriores y de la media histórica del indicador (0,09 %) (véase gráfico 15).

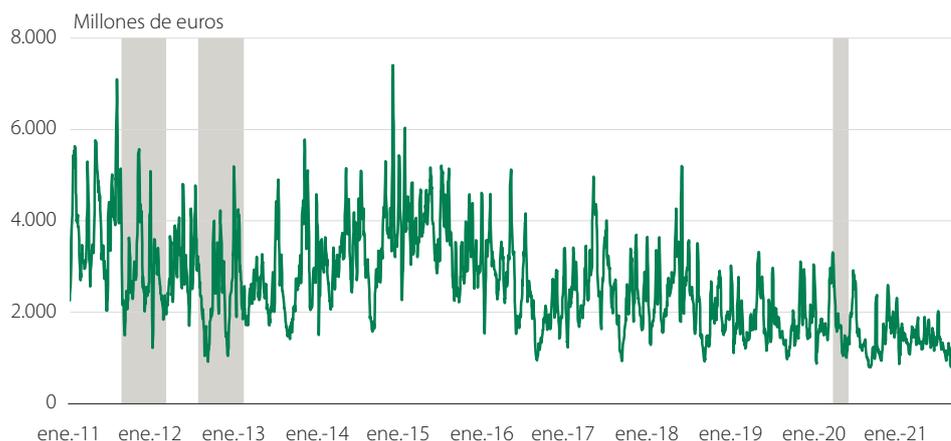
*Las condiciones de liquidez evaluadas mediante el diferencial bid-ask se han estabilizado, pero presentan todavía valores ligeramente superiores a los existentes antes del inicio de la crisis y están lastradas por el descenso de los volúmenes negociados.*

En este contexto de ligeras alzas de la volatilidad y apenas variaciones de las cotizaciones, la contratación de valores españoles alcanzó su volumen más bajo en un trimestre de los últimos años...

En este contexto de ligeras alzas de la volatilidad y mantenimiento de las cotizaciones, la contratación de renta variable española retrocedió de nuevo de modo destacado hasta alcanzar apenas 151.000 millones de euros en el tercer trimestre, un 2,3 % menos que en el mismo periodo del año anterior y el volumen más bajo en un trimestre durante la última década. Así, a pesar de la mejora transitoria observada en el último trimestre de 2020, parece que se consolida la tendencia a la baja de los volúmenes de negociación de la renta variable española, circunstancia que sucede, aunque en menor medida, en otras plazas europeas<sup>28</sup>.

### Contratación diaria del mercado bursátil español<sup>1</sup>

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV. Las áreas sombreadas del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 las prohibiciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo de 2020), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

1 Media móvil de cinco sesiones hábiles.

... lo que vino acompañado de un nuevo retroceso de la proporción de negociación efectuada en BME.

En cuanto a la distribución de la contratación de los valores españoles, casi 78.000 millones de euros correspondieron al mercado regulado español de Bolsas y Mercados Españoles (BME), mientras que los más de 73.000 millones de euros restantes correspondieron a otros centros de negociación y mercados competidores. La contratación de acciones españolas ha retrocedido en torno a un 4 % interanual en el mercado regulado y un 0,4 % interanual en los centros competidores, lo que ha causado que la cuota de mercado de BME disminuya hasta situarse en el 51,9 %, muy cerca del mínimo histórico del 51,6 % alcanzado en el primer trimestre (52,4 % en el conjunto del año).

28 Según datos de la Federación Mundial de Bolsas (World Federation of Exchanges), la contratación acumulada hasta julio en los principales mercados europeos, con la excepción del London Stock Exchange Group, que retrocedió un 27,4 % acusando los efectos del *bretxit*, presentó ligeros retrocesos del 1,3 % en Euronext, del 2,2 % en Cboe Europe y del 8,8 % en el alemán Deutsche Börse. Asimismo, en los principales mercados de valores estadounidenses y asiáticos se mantuvo el crecimiento, con incrementos del 4,4 % y del 11,8 % para los estadounidenses NYSE y Nasdaq, respectivamente, así como del 4,2 % para el japonés Japan Exchange Group. Estas cifras no son completamente comparables con las proporcionadas para el caso español, porque estas últimas incluyen la negociación de los valores españoles en el mercado regulado localizado en España y en otros centros de negociación. Sin embargo, son útiles para contextualizar una tendencia común.

En promedio diario la contratación del mercado continuo se situó en 1.192 millones de euros en el tercer trimestre (la más baja en un trimestre de los últimos años, -4,5 % de caída interanual), por debajo del promedio del trimestre anterior (1.472 millones de euros) y del conjunto de 2021 (1.374 millones de euros).

La contratación del mercado continuo se situó en 1.192 millones de euros en el tercer trimestre del año.

Dentro de la negociación de las acciones españolas en los centros competidores de BME, destacó la recuperación de la cuota de mercado experimentada por Cboe Global Markets (Cboe), que ahora opera desde Ámsterdam, y cuya contratación (54.458 millones de euros en el trimestre) retrocedió menos que la de sus competidores. Este importe representa en torno al 74,5 % de la negociación en el exterior y el 70 % de lo contratado en BME. En el caso de los demás centros competidores de BME, Turquoise mantuvo su cuota de mercado en el 7,6 %, mientras que la del resto de los operadores, cuya peso había estado mejorando en los últimos trimestres, volvió a retroceder hasta situarse por debajo del 18 % (véase cuadro 5).

En el conjunto de centros de negociación competidores, Cboe siguió siendo el más relevante y su cuota relativa volvió a crecer.

### Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas<sup>1</sup>

CUADRO 5

Millones de euros

	2017	2018	2019	2020	I 21	II 21	III 21
<b>Total</b>	<b>932.771,9</b>	<b>930.616,1</b>	<b>805.833,0</b>	<b>780.343,5</b>	<b>178.116,8</b>	<b>169.201,6</b>	<b>150.830,9</b>
<b>Admitida en SIBE</b>	<b>932.763,1</b>	<b>930.607,1</b>	<b>805.826,6</b>	<b>780.341,0</b>	<b>178.114,0</b>	<b>169.199,0</b>	<b>150.830,5</b>
BME	633.385,7	579.810,4	460.267,4	418.512,6	91.268,7	90.282,5	77.726,6
Cboe Equities <sup>2</sup>	193.310,8	278.361,0	256.772,5	275.682,4	62.442,7	55.259,9	54.457,9
Turquoise	44.720,1	42.833,4	30.550,6	23.242,2	6.093,2	5.981,7	5.549,7
Otros	61.346,5	29.552,2	58.236,1	62.903,8	18.309,5	17.674,9	13.096,3
<b>Corros</b>	<b>8,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>0,4</b>
Madrid	1,8	0,8	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	6,3	7,4	3,2	2,4	2,7	2,6	0,4
Valencia	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Segundo mercado</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Pro memoria</b>							
Contratación en BME de RV extranjera	6.908,0	3.517,1	3.480,5	4.273,8	1.056,9	1.061,9	1.106,5
BME MTF Equity <sup>3</sup>	4.987,9	4.216,3	4.007,7	3.929,0	971,2	815,2	639,8
Latibex	130,8	151,6	136,6	79,5	11,2	8,1	7,9
ETF	4.464,1	3.027,6	1.718,0	2.551,1	400,5	345,3	404,5
Total contratación BME	649.885,3	590.732,0	469.616,6	429.348,5	93.711,3	92.515,6	79.885,7
% RV española en BME respecto al total RV española	68,3	62,6	57,4	53,9	51,8	53,7	51,9
<b>Internalizadores sistemáticos<sup>4</sup></b>	<b>n.d.</b>	<b>143.956,9</b>	<b>141.308,3</b>	<b>144.694,4</b>	<b>15.142,2</b>	<b>11.077,5</b>	<b>10.759,6</b>

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- 2 Incluye la negociación que hasta 2020 se realizaba en Chi-X y BATS, que desde enero de 2021 se ha trasladado a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.
- 3 Hasta septiembre de 2020 MAB. Este SMN tiene tres segmentos: BME Growth (en el que cotizan las empresas en expansión y las SOCIMI), BME IIC (en el que cotizan las SICAV y las sociedades de inversión libre) y BME ECR (en el que cotizan las entidades de capital riesgo).
- 4 Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.

*La negociación realizada a través de internalizadores sistemáticos se mantuvo en el tercer trimestre del año, pero su peso relativo es menos de la mitad del que representaba hasta el año 2020.*

La negociación efectuada por internalizadores sistemáticos, cuyo formato de negociación no está sujeto a reglas de mercado no discrecionales, se mantuvo en el tercer trimestre por debajo del 7 % de la negociación total de los valores españoles (definiendo negociación total como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos). Este valor representa menos de la mitad de la proporción que se ha venido observando, con cierta estabilidad, desde 2019.

*Las ampliaciones de capital con captación de recursos volvieron a retroceder y se concentraron en ampliaciones de capital con contrapartida no monetaria.*

La actividad emisora en los mercados de renta variable se situó en el tercer trimestre en 2.698 millones de euros, su valor más bajo desde el primer semestre del ejercicio 2020. De este importe, 1.390 millones de euros correspondieron a ampliaciones con contrapartida no monetaria (véase cuadro 6), que se concentraron, sobre todo, en una única operación en el marco de la fusión entre Unicaja y Liberbank. Asimismo, destacó por su volumen una ampliación de DIA por un valor próximo a 500 millones de euros, mientras que las ampliaciones de capital liberadas bajo el formato dividendo elección disminuyeron hasta poco más de 131 millones de euros, pues la mayoría de las empresas que utilizan este formato para pagar sus dividendos lo habían hecho ya a finales del segundo trimestre. Asimismo, en el tercer trimestre del año tuvo lugar la OPV de Acciona Energía, la primera OPV en el mercado español desde el primer trimestre de 2018<sup>29</sup>.

*El balance acumulado en el año es positivo tanto por el volumen de emisiones como por la reanudación de las salidas a bolsa.*

A pesar de la escasez de emisiones en el tercer trimestre, el importe acumulado en el año es alto (14.616 millones de euros), superior al registrado en los ejercicios completos de 2018, 2019 y 2020. Además han tenido lugar varias salidas a bolsa en forma de oferta pública de suscripción (OPS) y *listing*, existiendo otras operaciones en curso. Finalmente cabe señalar el anuncio de la sociedad Opal Spanish Holdings (perteneciente a la sociedad estadounidense Otis Elevator Company) de una opa voluntaria por la totalidad del capital de Zardoya Otis.

---

29 Correspondiente a la inmobiliaria Metrovacesa por valor de 734 millones de euros.

## Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2018	2019	2020	IV 20	I 21	II 21	III 21
<b>NÚMERO DE EMISORES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>46</b>	<b>33</b>	<b>38</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>15</b>
Ampliaciones de capital	45	33	38	14	10	10	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	1	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones	1	0	0	0	0	0	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES<sup>1</sup></b>							
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>52</b>	<b>38</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>18</b>
Ampliaciones de capital	80	52	38	16	10	14	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	1	0	1	0
Ofertas públicas de venta de acciones <sup>2</sup>	1	0	0	0	0	0	1
<b>IMPORTE EFECTIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>							
<b>Ampliaciones de capital con captación de recursos</b>	<b>7.389,9</b>	<b>8.240,6</b>	<b>8.903,1</b>	<b>3.560,3</b>	<b>2.969,2</b>	<b>8.948,7</b>	<b>2.567,5</b>
Con derecho de suscripción preferente	888,4	4.729,8	6.837,2	2.787,7	0,0	7.032,8	6,3
Sin derecho de suscripción preferente	200,1	10,0	150,1	150,1	0,0	100,0	0,0
De las cuales ampliación	0,0	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	1.999,1	500,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria <sup>3</sup>	2.999,7	2.034,2	233,0	220,5	2.079,2	56,0	1.390,1
Ampliaciones de capital por conversión	388,7	354,9	162,4	0,0	0,0	68,0	41,4
Otras	913,9	611,8	770,3	26,8	117,5	1.496,0	1.129,6
<b>Ampliaciones de capital liberadas<sup>4</sup></b>	<b>3.939,7</b>	<b>1.565,4</b>	<b>1.949,0</b>	<b>375,2</b>	<b>772,5</b>	<b>195,8</b>	<b>131,1</b>
De las cuales dividendo elección	3.915,2	1.564,1	1.949,0	375,2	772,5	195,8	131,1
<b>Total ampliaciones de capital</b>	<b>11.329,6</b>	<b>9.806,0</b>	<b>10.852,1</b>	<b>3.560,3</b>	<b>2.958,2</b>	<b>8.948,7</b>	<b>2.698,6</b>
<b>Ofertas públicas de venta</b>	<b>733,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2.200,2</b>
<b>Pro memoria: operaciones en el MAB<sup>5</sup></b>							
Número de emisores	8	12	13	3	9	11	26
Número de emisiones	12	17	14	3	11	15	32
Importe efectivo (millones de euros)	164,5	298,3	238,0	174,3	83,2	692,3	1.230,6
Ampliaciones de capital	164,5	298,3	238,0	174,3	83,2	692,3	1.230,6
De ellas, mediante OPS	0,0	229,4	173,0	174,3	0,0	405,5	869,6
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Las *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) son sociedades que a través de su salida a bolsa captan dinero de cara a la adquisición futura de una parte de una compañía no cotizada (entidad objeto), generalmente con potencial de crecimiento, instrumentándose normalmente dicha adquisición a través de su fusión. De este modo, la compañía objeto comienza a cotizar al fusionarse con la SPAC cotizada.

Las SPAC se configuran como una alternativa a las salidas a bolsa tradicionales o al *private equity* e incrementan las vías y las probabilidades de acceso de empresas a los mercados de renta variable, teniendo con ello el potencial de mejorar la estructura de financiación del sector empresarial y de la empresa, así como de limitar los riesgos asociados a un proceso de salida tradicional al mercado. Es esta una de sus claras ventajas, en la medida en que el proceso de salida al mercado consiste en una negociación de los términos del acuerdo exclusivamente entre las dos partes.

El fenómeno de las SPAC está ampliamente consolidado en los mercados de valores de EE. UU., donde han registrado unos volúmenes récord (en cuanto al número de SPAC que han salido a bolsa y al importe de los fondos captados) a lo largo de 2020 y en la primera mitad del presente año y, si bien no se trata de un fenómeno nuevo, esta fórmula de inversión también ha empezado a experimentar un importante crecimiento en determinados mercados de valores europeos en los últimos meses. Una de las premisas para la viabilidad de esta fórmula es la aplicabilidad del régimen de neutralidad fiscal previsto en la normativa europea para las fusiones, ya que de otro modo resultarían excepcionalmente gravosas, frustrando la salida a bolsa por esta vía.

Las SPAC se están configurando, por tanto, para las sociedades europeas como un medio de acceso a los mercados de capitales, pudiendo jugar un rol importante dentro de la estrategia de la Unión de los Mercados de Capitales (Capital Markets Union). Sin embargo, son sociedades que presentan ciertas particularidades y especificidades a las que los inversores deben prestar especial atención y que están asociadas, entre otros, a los instrumentos financieros que emiten las SPAC (acciones y *warrants*), a los potenciales conflictos de interés que pueden tener los promotores (*sponsors*) de estos vehículos, a la forma de instrumentar la adquisición de la entidad objeto o a la forma de ejercer el derecho de separación por parte de los inversores.

A este respecto, el pasado 15 de julio de este año, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) publicó un documento sobre los requisitos que deben tener en cuenta los emisores cuando elaboren un folleto sobre una SPAC, al objeto de que los inversores cuenten con toda la información necesaria para adoptar sus decisiones de inversión y sobre la protección del inversor: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-disclosure-and-investor-protection-guidance-spacs>.

La CNMV no es ajena a esta nueva forma de acceso a los mercados de capitales y, en este sentido, ha venido trabajando desde hace meses en el análisis de estos vehículos en diferentes ámbitos que incluyen, entre otros: reuniones con bancos de inversión y despachos de abogados, reuniones con promotores de potenciales

proyectos de SPAC, revisión de borradores de posible normativa, participación en los grupos de ESMA y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) que han desarrollado o analizado iniciativas sobre las SPAC, y contactos con otros supervisores.

Desde el punto de vista de la supervisión, la CNMV ha analizado con profundidad esta tipología de instrumentos y ha planteado una serie de criterios de supervisión que deben tenerse en cuenta en las salidas a bolsa de las SPAC, así como en su posterior *vida* como sociedades cotizadas.

En primer lugar, y de cara a la salida a bolsa de la SPAC, esta debe registrar un folleto, en el que se deberá poner especial énfasis, entre otras, en las siguientes informaciones: i) los riesgos asociados a los conflictos de interés del *sponsor*; ii) su forma de remuneración; iii) su experiencia y los posibles compromisos de *lock-up* asumidos al objeto de limitar durante un periodo de tiempo la venta de acciones de su titularidad; iv) el gobierno corporativo de la SPAC; v) la dilución que pueden experimentar los accionistas a raíz de la operación de adquisición de la entidad objeto y de la conversión en acciones ordinarias de las acciones titularidad del *sponsor*, así como del ejercicio de los *warrants*; vi) la inmovilización de los fondos aportados por los accionistas en la salida a bolsa y la remuneración de la cuenta en la que se depositarán e inmovilizarán dichos fondos; vii) los acuerdos societarios y las mayorías necesarias para la adquisición de la entidad objeto; viii) la forma de ejercicio del derecho de separación en el momento en que se apruebe la operación de integración con la entidad objeto; ix) el plazo que tiene la SPAC para la identificación y adquisición de la entidad objeto; x) la tipología de instrumentos financieros a emitir por la SPAC y las características diferenciales entre aquellos que son suscritos por los inversores y los suscritos por el *sponsor*; xi) las posibles necesidades de financiación que pudiera anticipar la SPAC que va a precisar de cara a la adquisición de la entidad objeto, o xii) la descripción del sector o la tipología de sociedades que podrían ser objeto de adquisición por la SPAC y los riesgos asociados a dichos sectores y sociedades.

En el marco de la salida a bolsa de la SPAC, deberá asegurarse que los niveles de liquidez y difusión de las acciones de la sociedad sean suficientes. En este sentido, y por las características de las SPAC —que suelen adquirir sociedades cuyo tamaño es dos o tres veces el de la SPAC—, podría presumirse que, con carácter general, dichos niveles se alcanzan con al menos 50 inversores y 50 millones de euros de capitalización, si bien dichos parámetros no están fijados en ninguna norma y podrán ser modulables. Todo ello, sin perjuicio de la necesidad de cumplir con el requisito legal de que al menos el 25 % del capital debe estar distribuido entre el público.

Tras su salida a bolsa, la SPAC, como cualquier sociedad cotizada, deberá observar estrictamente las obligaciones en materia de información que emanan de la normativa del mercado de valores y, en particular, de la normativa en materia de transparencia y de abuso de mercado, debiendo proceder a la publicación de la información privilegiada que esté en su poder. En este contexto, cobra especial importancia la información que debe publicar la SPAC en relación con la entidad objeto una vez que anuncie el acuerdo para su adquisición, de manera que esta sea lo más completa posible para que, por una parte, los accionistas de la SPAC puedan

decidir si están o no de acuerdo con la operación y, en consecuencia, ejercitar o no su derecho de separación y, por otra parte, para que el precio de cotización de las acciones de la SPAC pueda formarse correctamente. El enfoque de la CNMV será procurar que las SPAC publiquen toda la información privilegiada, como cualquier otra sociedad, evitando en lo posible las suspensiones de negociación.

También es fundamental la información que debe publicar la SPAC en el momento de su fusión con la entidad objeto. En este sentido, la SPAC deberá elaborar un folleto conforme a lo previsto en el Reglamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2017, sobre el folleto, salvo que resulte de aplicación alguna de las excepciones contempladas en el artículo 1.4, letra g), o en el artículo 1.5, letra f) del citado reglamento. En caso de que resulte de aplicación alguna de dichas excepciones, por ejemplo por tratarse de una fusión directa, la CNMV demandará, en todo caso, la elaboración de un folleto al objeto de que los inversores puedan tener una información completa de la sociedad adquirida, de forma que cuenten a la postre con la misma información que si el proceso hubiese sido una salida a bolsa tradicional.

Por último, es relevante llamar la atención sobre la tramitación del Anteproyecto de Ley del Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión, que ha sido objeto recientemente de una consulta pública. Este anteproyecto recoge en su disposición final segunda una modificación de la Ley de Sociedades de Capital, introduciendo un nuevo capítulo en el título XIV de esta ley, que regula las sociedades anónimas cotizadas, al objeto de contemplar las particularidades del régimen aplicable a las SPAC. Entre otras cuestiones, el texto define qué se entiende por SPAC, hace referencia a la inmovilización de los fondos aportados por los inversores en el marco de la oferta pública de valores que realice la SPAC para su salida a bolsa y fija los mecanismos de reembolso para los accionistas cuando se anuncie la operación de adquisición de la entidad objeto.

Sin perjuicio del texto legal que, en su caso, pueda ser finalmente aprobado, estableciendo un marco normativo sobre aspectos relevantes que afectan a esta figura novedosa para nuestros mercados, la CNMV ha definido ya su enfoque supervisor para las operaciones que puedan presentarse en los próximos meses, con base en el marco legal vigente, que no impide la verificación de estas operaciones en la actualidad.

### 3.2 Los mercados de renta fija

*Los mercados de deuda, que habían iniciado el trimestre con nuevos descensos de tipos en los plazos más largos, lo finalizaron con alzas hasta el nivel de partida por el riesgo asociado al aumento de la inflación.*

Los mercados de deuda, que habían iniciado el tercer trimestre con nuevos descensos de tipos en los plazos más largos, experimentaron a lo largo del mes de septiembre nuevas alzas. Los tipos a largo plazo se situaron en los niveles de partida<sup>30</sup> del trimestre como consecuencia del renovado temor al alza de la inflación y a la percepción de que las presiones inflacionistas actuales —apoyadas por el aumento de los precios del

---

30 El rendimiento del bono soberano de EE. UU. aumentó en torno a 10 p.b. en el trimestre, hasta volver a situarse por encima del nivel del 1,5 %, mientras que el bono alemán al mismo plazo se mantuvo en el -0,2 % tras haber alcanzado niveles próximos al -0,5 % a lo largo del mes de agosto. En ambos casos, los tipos se sitúan en máximos de los últimos 3 meses.

petróleo— podrían no ser tan efímeras como se esperaba, lo que obligaría a los bancos centrales a la retirada antes de lo previsto de sus estímulos monetarios.

A la confirmación del BCE (en marzo, abril, junio y julio) de que seguiría comprando deuda a un ritmo «significativamente más elevado» que el de los primeros meses del año para apoyar la recuperación económica, se unió el anuncio del 7 de julio por parte de su Consejo de Gobierno de la adopción de una estrategia monetaria más flexible (véase recuadro 1), lo que permitió una relajación de los tipos ante la perspectiva de que el BCE mantendría el signo de su política monetaria aunque se observasen alzas adicionales de la inflación. No obstante, con posterioridad, las continuas alzas de la inflación, tanto en EE. UU. como en Europa<sup>31</sup>, acabaron dando lugar a las primeras señales del cambio del sesgo adoptado por los bancos centrales<sup>32</sup> en sus políticas monetarias (véase epígrafe 2.1).

En este contexto, los tipos de la deuda pública española, al igual que sucedió con los de las principales economías europeas, tras los descensos iniciales al comienzo del trimestre, volvieron a incrementarse progresivamente hasta situarse en niveles similares a los de mediados de año. Asimismo, los tipos de la renta fija privada también experimentaron una evolución similar, aunque los repuntes de tipos fueron algo menos destacados en los plazos más largos, así como en el caso de la deuda corporativa con peor calificación crediticia, cuyas primas de riesgo se mantienen en niveles reducidos como consecuencia del mantenimiento del fenómeno de búsqueda de rentabilidad (*search for yield*). El rendimiento del bono soberano español a 10 años aumentaba apenas 4 p.b. en el trimestre, hasta situarse en el 0,46 % a finales de este, manteniéndose en niveles muy reducidos, al igual que la prima de riesgo española, que finalizó septiembre en 66 p.b., ligeramente por encima de los valores en los que empezó el año.

El rendimiento de la deuda a corto plazo mostró una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el tercer trimestre, observándose ligeros descensos en el caso de la primera y algunas alzas en el caso de la segunda. El rendimiento de la deuda pública a corto plazo, que presentó nuevos descensos, acumula seis años en valores negativos para todos los tramos a corto de la curva al amparo de la política monetaria expansiva del BCE, que incluye compras de valores con un vencimiento residual mínimo de 70 días. Así, el rendimiento medio en el mercado secundario de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,61 %, el -0,59 % y el -0,57 %, respectivamente, ligeramente por debajo del tipo establecido por el BCE para la facilidad marginal de depósito (-0,50 %). Asimismo, todas las subastas de letras realizadas en el mercado primario siguieron adjudicándose a tipos negativos y las últimas efectuadas en septiembre alcanzaron valores inferiores al -0,50 % para todos los plazos de la curva, en línea con los de las subastas anteriores.

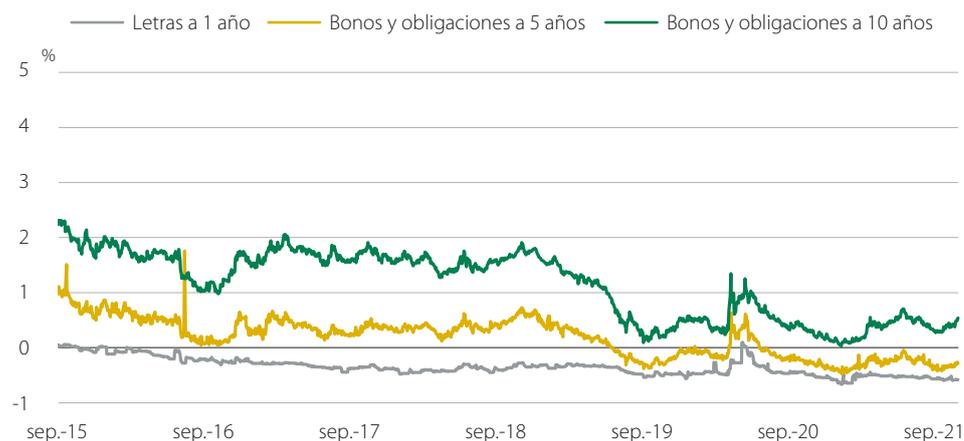
*Aunque los principales bancos centrales señalaban que mantendrían el tono expansivo de la política monetaria, el repunte de la inflación en las áreas económicas más importantes aumenta la probabilidad de un cambio de sesgo en dicha política.*

*En este contexto, los tipos de la deuda española iniciaron el trimestre con descensos, pero posteriormente se incrementaron hasta los valores existentes a mediados de año.*

*El rendimiento de la deuda pública a corto plazo disminuyó ligeramente, continuando por sexto año en valores negativos para toda la curva...*

31 La inflación de EE. UU. alcanzó el 5,3 % interanual en agosto, mientras que en Alemania se situó en el 3,9 %, su nivel más elevado desde 1993. En el caso de España, el dato adelantado de septiembre recoge una variación anual del 4 %, su mayor tasa desde septiembre de 2008.

32 El Banco de Noruega anunció su primera subida de tipos (por una cuantía de 25 p.b.) desde el estallido de la pandemia.



Fuente: Refinitiv Datastream.

... mientras que el rendimiento de la deuda privada a corto plazo mostró ligeras alzas.

En el caso de la renta fija privada a corto plazo el comportamiento fue diferente, observándose en algunos tramos valores superiores a los del trimestre anterior, al contrario de lo que había ocurrido en los últimos. Además, en el plazo de 12 meses la muestra estaba influida en trimestres anteriores por la elevada concentración de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija<sup>33</sup> (MARF) —en el que las empresas de tamaño medio podían acceder al mercado y emitir pagarés apoyándose en el programa de avales del ICO—, lo que elevaba los tipos de interés medios de la muestra porque estas empresas emitían a un coste sustancialmente mayor que el de las grandes empresas. En el tercer trimestre las emisiones realizadas al amparo de este último programa<sup>34</sup> han descendido de modo significativo, por lo que la muestra recoge un mayor número de emisiones de grandes empresas que se benefician de menores costes de emisión, así como de las compras de deuda del BCE en el mercado primario al entrar dentro del rango de emisores elegibles<sup>35</sup> para ellas. Los datos para el mercado español muestran que el rendimiento de los pagarés en el momento de su emisión en el mercado primario alcanzaba en septiembre valores que se situaban entre el 0,24 % de la referencia a 3 meses y el 0,56 % de los pagarés a 12 meses, siendo estos valores ligeramente más altos que los alcanzados en el segundo trimestre en los plazos más cortos (véase cuadro 7).

33 En 2020 se avalaron con 410,6 millones de euros 66 emisiones de 15 empresas que movilizaron recursos por importe de 597,2 millones de euros.

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

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

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-20	mar.-21	jun.-21	sep.-21
<b>Letras del Tesoro</b>							
3 meses	-0,50	-0,58	-0,70	-0,70	-0,54	-0,58	-0,62
6 meses	-0,41	-0,47	-0,59	-0,59	-0,54	-0,57	-0,59
12 meses	-0,33	-0,48	-0,63	-0,63	-0,50	-0,50	-0,57
<b>Pagarés de empresa<sup>2</sup></b>							
3 meses	0,24	0,20	0,49	0,49	0,14	0,00	0,24
6 meses	0,19	0,52	0,55	0,55	0,51	0,27	0,47
12 meses	0,07	0,71	1,44	1,44	0,72	0,67	0,56

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Por su parte, tanto los tipos de la deuda pública como los de la privada a medio y largo plazo siguieron un comportamiento similar a lo largo del trimestre, mostrando ligeros descensos en su inicio y alzas con posterioridad hasta situarse en niveles próximos a los de partida. Las subidas se concentraron en los plazos más largos y en la deuda pública. A pesar del mantenimiento del importe de las compras de deuda mensuales<sup>36</sup> dentro de los diferentes programas del BCE<sup>37</sup>, el temor de los inversores al avance de la inflación hizo que el rendimiento de la deuda pública se recuperase en los plazos más largos de la curva, si bien los tipos permanecen todavía por debajo de los máximos anuales alcanzados en mayo. A pesar del leve aumento, los rendimientos siguen en niveles negativos hasta el plazo a 7 años. En los plazos a 3, 5 y 10 años el rendimiento de la deuda pública española<sup>38</sup> se situaba en septiembre en el -0,51 %, el -0,32 % y el 0,36 %, respectivamente (véase cuadro 8).

*Los activos de deuda pública apenas variaron en el tercer trimestre, aunque la mayor presión alcista se concentró en los plazos más largos, observándose rentabilidades positivas a partir de los plazos a 7 años.*

36 En la actualidad, el BCE compra en torno a 100.000 millones de euros mensuales de deuda, 80.000 a través del programa de compras de emergencia contra la pandemia y otros 20.000 millones a través del resto de programas.

37 En la actualidad se encuentran vigentes el PSPP (Public Sector Purchase Programme) y el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). En el marco del primero, hasta finales de agosto el BCE había adquirido deuda pública por importe neto de 2.575.841 millones de euros, de los cuales 299.457 millones correspondían a títulos españoles; mientras que en el mismo periodo, como parte del programa PEPP, había adquirido deuda pública por importe neto de 1.337.240 millones de euros, de los cuales 140.702 millones eran títulos españoles. De este modo, el importe de la deuda pública española adquirida por el BCE se situaba en 440.429 millones de euros (más del 40 % del saldo vivo de la deuda del Estado a largo plazo).

38 El Tesoro realizó en septiembre su primera emisión de bonos verdes por un importe de 5.000 millones de euros a un plazo de 20 años, que se destinarán a financiar proyectos que impulsen los objetivos de la agenda medioambiental española. La emisión, que se realizó conforme al Marco de Bonos Verdes del Reino de España, contó con una demanda superior a 60.000 millones de euros.

El rendimiento de los activos de renta fija privada sigue próximo a sus mínimos históricos, aunque hay cierta dispersión de los tipos, puesto que no todos ellos son elegibles para las compras del BCE.

En el caso de la renta fija privada el comportamiento fue parecido, aunque en este caso las alzas se concentraron hasta el plazo a 5 años, pese a lo cual los tipos se mantienen cerca de sus mínimos históricos<sup>39</sup>. La mayoría de los grandes emisores de deuda corporativa siguen beneficiándose de los programas de compras de deuda del BCE, que incluyen compras específicas de deuda corporativa, aunque no todos los emisores tienen emisiones que puedan formar parte del rango de activos elegibles<sup>40</sup>. Al cierre de septiembre, las rentabilidades de la deuda privada a 3 y 5 años se mantenían en terreno negativo con valores del -0,05 % y el -0,02 %, respectivamente, mientras que el rendimiento de la deuda a 10 años se situaba en el 0,44 %, lo que implica una prima de riesgo de entre 8 y 46 p.b. respecto a los activos de deuda pública.

### Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo<sup>1</sup>

CUADRO 8

%	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-20	mar.-21	jun.-20	sep.-21
<b>Renta fija pública</b>							
3 años	-0,04	-0,29	-0,53	-0,53	-0,41	-0,42	-0,51
5 años	0,43	-0,06	-0,42	-0,42	-0,24	-0,22	-0,32
10 años	1,43	0,45	0,05	0,05	0,34	0,44	0,36
<b>Renta fija privada</b>							
3 años	0,67	0,20	-0,20	-0,20	-0,08	-0,16	-0,05
5 años	0,55	0,23	-0,13	-0,13	-0,15	-0,15	-0,02
10 años	1,52	0,79	0,41	0,41	0,45	0,58	0,44

Fuente: Refinitiv Datastream, Reuters y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios.

La prima de riesgo soberano aumentó ligeramente hasta situarse en 66 p.b., algo por encima del nivel en que empezó el año. Aun así, su evolución es positiva y sigue apoyada en las compras de deuda del BCE y en las perspectivas de recuperación.

La prima de riesgo soberano —estimada como el diferencial de rendimiento entre el bono soberano español y el alemán a 10 años— se mantiene en valores ligeramente superiores a los del inicio del tercer trimestre, así como del propio año, y se sitúa en 66 p.b. A pesar de este ligero incremento, su nivel continúa siendo reducido al verse beneficiado por el efecto positivo de las compras de deuda pública del BCE, además de por las perspectivas de recuperación económica en un contexto de progresiva normalización de la situación sanitaria. Por otro lado, la prima de riesgo evaluada por medio del CDS (*Credit Default Swap*) del bono soberano español —cuyo mercado es menos líquido que el del subyacente, el bono soberano español— finalizó el trimestre sin cambios, en torno a 30 p.b. El comportamiento de la prima de riesgo soberano —al igual que el de las primas de riesgo de los grandes emisores españoles— va a seguir determinado a corto plazo por el apoyo del BCE a través de sus compras de deuda, si bien a medio plazo se podría ver condicionado por la intensidad de la recuperación económica y por las decisiones tanto en materia de política monetaria como de ámbito fiscal y presupuestario.

39 Hay que tener en cuenta que en esta clase de deuda la dispersión de rentabilidades es mayor y que la muestra utilizada para estimar los tipos de interés incluye un rango amplio de activos con diferentes niveles de riesgo que incorpora cédulas hipotecarias, bonos con *rating* grado de inversión, bonos de alta rentabilidad e incluso deuda sin calificación crediticia.

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

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía tuvieron un comportamiento similar, aumentando 2 p.b. tanto para las entidades financieras como para las empresas no financieras. Como recoge el panel derecho del gráfico 18, la media de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de septiembre en 62 p.b., 16 p.b. por debajo de los de inicio del año, pero todavía por encima de los 55 p.b. de media de las primas de riesgo de las compañías no financieras, que retroceden 4 p.b. desde los valores de cierre de 2020.

*La evolución de la prima de riesgo de las compañías del sector privado fue similar, con leves alzas...*

En el caso de las entidades financieras, el mantenimiento de las primas de riesgo tiene su origen en factores de diversa índole, entre los que destacan el soporte del banco central (que incluye programas específicos de compras de activos emitidos por los bancos como las cédulas hipotecarias y las titulizaciones<sup>41</sup>, así como rondas y operaciones específicas de financiación a plazos más largos en condiciones muy favorables) y la mejora de las perspectivas de recuperación económica. Estas últimas permitirán al sector una mayor generación de ingresos y contribuirán a atenuar el posible deterioro de la morosidad.

*... tanto para las entidades financieras...*

## Prima de riesgo de emisores españoles

GRÁFICO 18



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

41 El BCE, a través de sus programas de compras de cédulas hipotecarias (CBPP3) y de titulizaciones (ABSPP), acumulaba hasta finales de septiembre compras por importe de 297.227 y 25.977 millones de euros, respectivamente, de los cuales más del 36 % y del 61 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba a finales de julio cédulas hipotecarias por valor de 5.379 millones de euros adquiridas al amparo del programa PEPP, de las cuales más del 21 % fue adquirido en el mercado primario.

... como no financieras para las compañías no financieras.

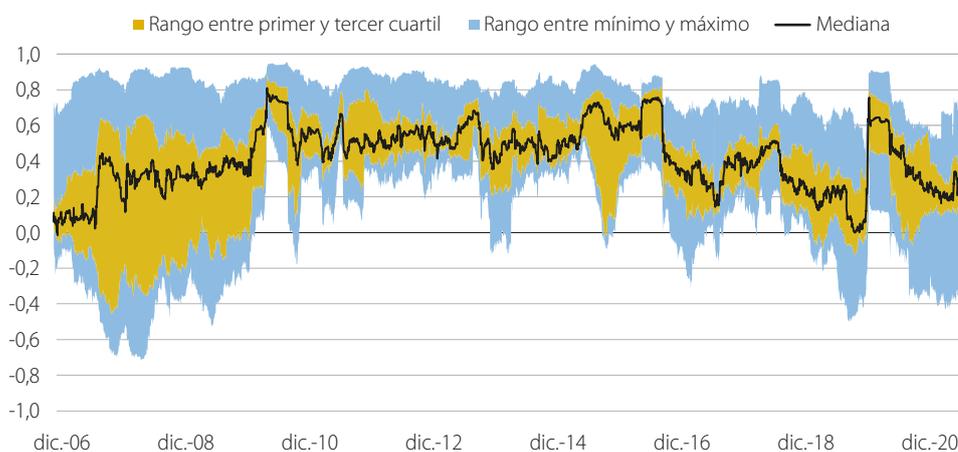
Por su parte, las primas de riesgo de las compañías no financieras, aunque también se benefician del efecto positivo de las compras<sup>42</sup> del BCE —lo que favorece el mantenimiento de sus costes financieros en niveles reducidos—, presentaron leves alzas acusando el efecto del anuncio de los cambios regulatorios introducidos por el Gobierno sobre los ingresos de las compañías eléctricas, así como de las perspectivas de un cambio de sesgo en la política monetaria, lo que podría elevar sus costes financieros en el futuro.

La correlación entre los precios de los activos apenas presentó cambios, aunque se mantiene en niveles superiores a los del inicio de la crisis. Esta evolución se explica por la estabilidad de los precios de los diferentes activos en el trimestre (deuda, crédito y acciones).

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros, que había alcanzado en el primer trimestre de 2020 su nivel más alto desde 2016, presentó en el tercer trimestre de este año valores similares a los de trimestres anteriores y superiores a los que se observaban a comienzos del ejercicio anterior (véase gráfico 19). Esta estabilidad tuvo su origen en la evolución similar de los precios de los activos de deuda y de crédito respecto a las acciones, que apenas presentaron cambios relevantes.

### Indicador de correlación entre clases de activos<sup>1,2</sup>

GRÁFICO 19



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

42 El BCE, a través de su programa de compras de deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme), acumulaba hasta finales de septiembre compras por importe de 296.778 millones de euros, de los cuales más del 22 % fue adquirido en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba a finales de julio bonos corporativos y pagarés por importe de 33.684 y 3.861 millones de euros, respectivamente, adquiridos al amparo del programa PEPP, de los cuales casi un 38 % y un 95 %, respectivamente, fueron adquiridos en el mercado primario.

El volumen conjunto de las emisiones de deuda de las compañías españolas —registradas en la CNMV y en el exterior— en lo que va de año se sitúa en 149.812 millones de euros, una cifra ligeramente superior a la del mismo periodo del ejercicio anterior<sup>43</sup>. El mantenimiento del volumen de las emisiones refleja el hecho de que los emisores siguen aprovechando la abundante liquidez para financiarse en buenas condiciones, aunque muchas de las operaciones actuales corresponden a refinanciaciones de vencimientos.

Las emisiones de renta fija registradas en la CNMV en el tercer trimestre se situaron en 25.334 millones de euros, un 22,1 % superior a la cifra del mismo periodo del año anterior. En el conjunto del año estas emisiones alcanzan los 73.550 millones de euros, por debajo de los 77.386 millones de 2020, un descenso que se explica porque muchos emisores aprovecharon las buenas condiciones del ejercicio 2020 para dotarse de abundante liquidez y, sobre todo, por la relevancia de la financiación que se obtiene en el exterior, que ha vuelto a crecer en los últimos trimestres y se sitúa en 76.262 millones de euros (con datos hasta agosto), por encima de la cuantía registrada en la propia CNMV. También cabe tener presente que las entidades financieras siguen teniendo a su disposición otras fuentes de financiación atractivas como las rondas de financiación (TLTRO-III) del BCE.

En cuanto a la composición de las emisiones registradas en la CNMV en el tercer trimestre, tanto en términos absolutos como relativos, los mayores crecimientos respecto al segundo trimestre correspondieron a los pagarés de empresa (41,5 %), los bonos de titulización (26,6 %) y las participaciones preferentes (ninguna en el segundo trimestre). El resto de activos registró caídas, destacando la desaparición de las emisiones de cédulas territoriales y, en menor medida, las de los bonos simples. En el caso de las primeras, su emisión ha sido puntual y está condicionada por los créditos concedidos a las Administraciones públicas, mientras que en el caso de los segundos la mayor parte de las emisiones de este tipo las realizan emisores españoles en el exterior. Entre las emisiones de pagarés, destacaron las de Endesa, que alcanzaron los 4.189 millones de euros, más de la mitad del importe total de pagarés emitido. Por su parte, las emisiones de titulizaciones, que pueden utilizarse como colateral para obtener financiación del BCE, sumaron 7.184 millones de euros, de los que 5.565 millones correspondieron a un único programa de titulización de 1 entidad financiera y los 1.619 millones restantes fueron emisiones de 3 entidades de financiación, de los que a su vez 1.147 millones de euros fueron titulizaciones STS (simples, transparentes y estandarizadas).

Por otro lado, las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron los 4.538 millones de euros en el tercer trimestre, más del doble que en el mismo trimestre de 2020 y el importe más elevado en un trimestre de los últimos años, gracias al elevado volumen de dos emisiones de bonos de titulización de CaixaBank (2.301 millones) —las mayores emisiones de este tipo de activo en este mercado—. El número de emisores se situó en 47, 7 más que en 2020, entre los que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, Barceló, Hotusa o Audax Renovables.

*El volumen de las emisiones de deuda de las compañías españolas se sitúa cerca de los 150.000 millones de euros en los 9 primeros meses del año, ligeramente por encima de las emisiones de 2020.*

*Las emisiones de deuda registradas en la CNMV crecen en el tercer trimestre pero no en el conjunto del año, pues siguen condicionadas por el elevado volumen de financiación en el exterior y porque las entidades financieras tienen a su disposición otras fuentes de financiación atractivas.*

*Los aumentos más relevantes corresponden a emisiones de pagarés de empresa y de bonos de titulización, mientras que dejaron de emitirse cédulas territoriales.*

*Las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron 4.538 millones de euros, el importe más elevado en un trimestre de los últimos años, gracias a dos emisiones de bonos de titulización de CaixaBank.*

---

43 El importe de las emisiones acumuladas hasta septiembre de 2020 alcanzó 148.524 millones de euros.

	2017	2018	2019	2020	2021		
					I	II	III <sup>1</sup>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>109.487</b>	<b>101.296</b>	<b>90.165</b>	<b>132.121</b>	<b>23.538</b>	<b>24.678</b>	<b>25.334</b>
Cédulas hipotecarias	29.824	26.575	22.933	22.960	3.500	9.000	9.450
Cédulas territoriales	350	2.800	1.300	9.150	0	3.500	0
Bonos y obligaciones no convertibles	30.006	35.836	29.606	33.412	9.569	1.456	807
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	29.415	18.145	18.741	36.281	5.030	5.674	7.184
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	17.911	15.089	15.085	22.301	4.241	5.049	7.142
De titulización	1.800	240	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	16.111	14.849	15.085	22.301	4.241	5.049	7.142
Otras emisiones de renta fija	981	0	1.500	6.266	823	0	0
Participaciones preferentes	1.000	2.850	1.000	1.750	375	0	750
<b>Pro memoria:</b>							
Emisiones subordinadas	6.505	4.923	3.214	14.312	1.022	1.208	1.806
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0	0	0
					2021		
<b>En el exterior por emisores españoles</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>3</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>84.771</b>	<b>87.846</b>	<b>100.321</b>	<b>90.201</b>	<b>31.200</b>	<b>31.261</b>	<b>13.801</b>
A largo plazo	61.125	36.913	53.234	46.122	16.504	16.604	3.846
Participaciones preferentes	5.844	2.000	3.070	1.850	500	1.570	0
Obligaciones subordinadas	5.399	2.250	1.755	0	0	600	0
Bonos y obligaciones	49.882	32.663	48.409	44.272	16.004	14.434	3.846
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	23.646	50.933	47.087	44.078	14.696	14.657	9.955
Pagarés de empresa	23.646	50.933	47.087	44.078	14.696	14.657	9.955
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
<b>Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo</b>							
					2021		
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>I</b>	<b>II</b>	<b>III<sup>3</sup></b>
<b>IMPORTE NOMINAL</b> (millones de euros)	<b>68.976</b>	<b>92.600</b>	<b>92.342</b>	<b>70.798</b>	<b>20.890</b>	<b>16.077</b>	<b>9.751</b>
Instituciones financieras	21.391	43.549	57.449	42.120	10.496	9.672	6.139
Sociedades no financieras	47.585	49.051	34.893	28.678	10.394	6.405	3.612

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 30 de septiembre.

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

3 Datos hasta el 31 de agosto.

*Las emisiones en el exterior muestran un avance en el año del 7,2 %, que se origina, sobre todo, por las emisiones a corto plazo.*

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior, que habían crecido un 8,2 % durante la primera mitad del año, ralentizaron su ritmo hasta dejar el importe acumulado hasta agosto en 76.262 millones de euros, un 7,2 % más que en el mismo periodo de 2020. Este avance se explica por las emisiones de deuda a corto plazo, que aumentaron un 13,7 %, mientras que las de deuda a largo plazo apenas presentaron cambios. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el resto del mundo alcanzaron los 46.718 millones de euros (datos hasta agosto), un 14 % menos que en 2020, de los que casi el 44 % correspondió a sociedades no financieras —que crecen un 6,6 %— y el resto a

bancos —que retroceden un 25,2 %—, reflejando el mantenimiento del dinamismo de las sociedades no financieras en sus proyectos exteriores.

Cabe señalar el fuerte aumento de las emisiones de deuda con criterios ASG<sup>44</sup>, por parte de los emisores españoles privados en 2021, en sintonía con el avance que se observa a escala internacional<sup>45</sup>. Entre enero y septiembre estas emisiones superaron los 14.000 millones de euros (más del 13 % de las emisiones a largo plazo), muy por encima de los 10.000 millones emitidos en todo el ejercicio 2020 o los 9.000 millones de todo 2019. Más del 80 % del importe total se realizó en el exterior. Por sectores, destaca la relevancia de las emisiones de las entidades financieras (también en 2020), que concentran más de la mitad de este tipo de emisiones, relevando del liderazgo a las empresas de energía y *utilities*, que fueron las más importantes en los primeros años (33 % del total en 2021). El resto de las emisiones las realizaron empresas de los sectores de las telecomunicaciones, la construcción e inmobiliario.

*Cabe destacar el fuerte aumento de las emisiones de deuda con criterios ASG en lo que va de año.*

En cuanto a la actividad registrada en los centros de negociación españoles, hay que destacar de nuevo la fuerte caída de la actividad en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND), tanto en términos interanuales como respecto al segundo trimestre. Su contratación en los 9 primeros meses del año alcanzó poco más de 45.000 millones de euros, casi un tercio del importe registrado en el mismo periodo de 2020, de los que más del 58 % correspondió a deuda pública española y el 41 % restante fue deuda extranjera. Por otra parte, la negociación en los dos sistemas organizados de contratación (SOC) autorizados por la CNMV se situó en 101.814 millones de euros en el tercer trimestre, un 34,1 % menos que en el mismo periodo del ejercicio anterior, de los que más de 80.000 millones de euros (un 79 % del total) correspondieron a deuda pública española y casi la totalidad del resto, a deuda pública extranjera. En el acumulado del año la negociación en estos sistemas se situó en 408.533 millones de euros, un 15,1 % menos que en el mismo periodo de 2020. Asimismo, la CNMV acordó la autorización de un tercer SOC, Tradition España OTF, en el que podrán negociarse valores de renta fija y derivados<sup>46</sup>.

*La actividad en los centros de negociación españoles en los 9 primeros meses del año descendió tanto en el SEND como en los SOC, aunque en el primero cayó a menos de la mitad.*

## 4 Los agentes de los mercados

### 4.1 Vehículos de inversión

#### IIC de carácter financiero

##### Fondos de inversión

El patrimonio de los fondos de inversión experimentó un avance del 10,5 % durante el primer semestre de 2021, hasta los 309.047 millones de euros, por lo que continúa la expansión que se viene produciendo en los últimos años, interrumpida

*El patrimonio de los fondos de inversión se incrementó un 10,5 % en el primer semestre de 2021 debido tanto a las elevadas suscripciones netas (18.000 millones de euros) como a la revalorización de la cartera de inversiones (4,32 %).*

44 Ambientales, sociales y de gobernanza.

45 Las emisiones de las Administraciones públicas también han crecido a un ritmo considerable durante los últimos años, liderado en un primer momento por las emisiones de las comunidades autónomas (sobre todo por Madrid, País Vasco y Andalucía) y del ICO, a las que se unió el Estado en 2021. En los 9 primeros meses de 2021 estas emisiones se sitúan cerca de los 9.000 millones de euros (casi 5.000 millones del Estado).

46 <http://www.cnmv.es/porta/verDoc.axd?t={3073cf75-ad28-47cd-a9a4-a2946fdd1095}>

únicamente en el primer semestre de 2020 por los efectos de la pandemia<sup>47</sup>. Este aumento del patrimonio de los fondos se explica tanto por el incremento de las suscripciones netas de los partícipes como por la revalorización de los activos de las carteras, debido al buen comportamiento de los mercados financieros en el periodo. En relación con la evolución de las suscripciones y los reembolsos, tanto en el primero como en el segundo trimestre se produjeron suscripciones netas elevadas, lo que hizo que en el global del semestre la cifra se situara en casi 18.000 millones de euros, cifra que no se observaba desde 2015. Por lo que se refiere al rendimiento, la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el 4,32 % en el semestre, mostrando una evolución ligeramente mejor en el primer trimestre del año (2,34 %) que en el segundo (1,93 %), en línea con la evolución de los mercados financieros.

*En un semestre en que los cambios de vocación y las fusiones entre fondos dieron lugar a una cierta recomposición entre vocaciones, las mayores suscripciones netas se produjeron en los fondos globales, seguidas de lejos por las de renta fija mixta y renta variable internacional, mientras que los reembolsos más elevados se produjeron en los fondos de renta variable mixta.*

El análisis por vocaciones muestra que los fondos globales fueron, con diferencia, los que experimentaron las mayores suscripciones netas en el conjunto del semestre (de prácticamente 20.000 millones de euros), que se concentraron en el segundo trimestre, con unas entradas de recursos (en términos netos) de 18.500 millones<sup>48</sup>. A cierta distancia se situaron las categorías de fondos de renta fija mixta y de renta variable internacional, que observaron unas suscripciones netas de 4.083 y 3.340 millones de euros, respectivamente (véase cuadro 10). En los fondos de renta fija, por su parte, que ya mostraban un avance importante desde 2019<sup>49</sup>, se produjeron unas entradas de recursos de 2.562 millones de euros. Por el contrario, en los fondos de renta variable mixta, que habían crecido de forma sostenida desde 2017, se produjeron los reembolsos netos más elevados (6.904 millones de euros en el semestre), después de que entre abril y junio las salidas de recursos ascendieran a más de 8.000 millones, como consecuencia de las bajas que hubo en el trimestre<sup>50</sup>. A su vez, los fondos garantizados y los de retorno absoluto, como viene sucediendo en los últimos años, también experimentaron reembolsos netos positivos, de 2.268 y 1.833 millones de euros, respectivamente.

---

47 Cabe recordar que en los primeros 3 meses de 2020 se produjo una disminución patrimonial del 10,5 %, que se compensó con una recuperación del 11,8 % en los siguientes 9 meses del año.

48 Es importante mencionar que de esta última cifra, algo más de 5.600 millones de euros correspondían a fondos de inversión ya existentes que pertenecían, previamente, a otras vocaciones. Asimismo, alrededor de 8.300 millones de suscripciones fueron consecuencia de la absorción por parte de un fondo global de un único fondo procedente de la categoría de renta variable mixta.

49 En 2020, como se ha mencionado en informes anteriores, la categoría de fondos de renta fija, a pesar de que en el mes de marzo fue la que sufrió con más fuerza los efectos negativos derivados de la pandemia, con unos reembolsos netos de más de 2.700 millones de euros, cerró el año con unas suscripciones netas de más de 2.000 millones.

50 A pesar de que el número de bajas no fue excesivamente elevado, con una cifra total de cinco, una de ellas se correspondió con un fondo de patrimonio elevado absorbido por un fondo perteneciente a otra categoría (véase nota al pie 43).

Millones de euros

	2018	2019	2020	1S2021	2020		2021	
					III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>7.841,8</b>	<b>2.467,5</b>	<b>660,3</b>	<b>17.643,5</b>	<b>680,6</b>	<b>1.938,1</b>	<b>7.009,8</b>	<b>10.633,7</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-2.766,0	10.732,6	2.062,6	2.561,9	2.141,4	1.714,0	1.324,9	1.237,0
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-1.063,7	-1.506,1	2.619,5	4.083,9	-988,9	219,6	4.789,7	-705,8
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	2.485,9	3.288,8	1.601,4	-6.903,9	1.036,4	147,0	1.375,3	-8.279,2
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	1.848,7	-3.588,2	-2.007,7	218,1	-485,7	-319,2	82,3	135,8
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	3.864,1	4.113,8	2.633,1	3.339,6	174,0	1.078,9	2.082,0	1.257,6
Gar. rta. fija	-575,8	-282,6	-707,4	-561,7	-156,9	-245,4	-226,2	-335,5
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-667,2	-1.857,0	-2.254,2	-1.706,2	-347,2	-380,2	-299,6	-1.406,6
Fondos globales	9.448,9	-2.553,9	-1.501,2	19.602,3	-580,3	-92,7	1.075,3	18.527,0
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-2.790,4	-3.026,8	-23,8	-1.157,0	158,5	179,9	-862,2	-294,8
Retorno absoluto	-1.899,6	-2.852,9	-1.761,9	-1.833,3	-270,7	-363,5	-2.331,7	498,4

Fuente: CNMV.

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

El rendimiento de la cartera de los fondos en el primer semestre de 2020 fue positivo en casi todas las categorías excepto en la de fondos de renta fija y garantizados de renta fija, con una rentabilidad del -0,1 % y el -0,7 %, respectivamente. Del resto, las vocaciones que registraron un peor comportamiento en el conjunto del semestre fueron la de fondos garantizados de renta variable (0,1 %), seguida de los fondos de renta fija mixta (1,9 %). Por el contrario, las categorías con un mayor porcentaje de renta variable en sus carteras experimentaron las mayores rentabilidades en el primer semestre del año, que fueron algo más elevadas en el periodo enero-marzo. Así, en las vocaciones de renta variable euro y renta variable internacional el rendimiento entre enero y junio fue del 13,2 % y el 14,1 %, respectivamente.

*El rendimiento de la cartera de los fondos fue positivo en la mayoría de categorías, con valores superiores en aquellas vocaciones con los porcentajes más altos de renta variable.*

El número de fondos continuó descendiendo en el primer semestre del año, con 15 instituciones menos, hasta las 1.629, prolongando una tendencia que comenzó en 2013, aunque cada vez a un ritmo menor<sup>51</sup>. El mayor retroceso, en línea con la

*El número de fondos continuó descendiendo entre enero y junio de este año hasta los 1.629, por la disminución en las categorías de fondos garantizados de renta variable, gestión pasiva y fondos de retorno absoluto. Por el contrario, aumentó el número de fondos de renta variable internacional.*

51 Aunque no se trata de una categoría de fondos en sí misma, cabe señalar el número de fondos que se están adaptando a los criterios del reglamento europeo sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad, que a mediados de octubre se situaba en 137 para aquellos del artículo 8 y en 6 para los del artículo 9. Estos artículos distinguen (en materia de información precontractual) los productos

evolución de los últimos años, se produjo en los fondos garantizados de renta variable y de gestión pasiva, con ocho vehículos menos en ambos casos. Los fondos de retorno absoluto también experimentaron un notable descenso, con siete fondos menos, mientras que los de renta variable euro observaron una disminución de seis fondos. En el lado opuesto destacan los fondos de renta variable internacional, en los que las elevadas suscripciones de los últimos años se han producido en paralelo al aumento de su oferta, con nueve instituciones nuevas.

*El número de partícipes superó los 14,3 millones a finales del semestre, destacando el avance en los fondos globales, de renta variable internacional y de renta fija.*

En línea con lo ocurrido con el patrimonio, el número de partícipes experimentó un incremento del 13,2 % entre enero y junio, de modo que el semestre se cerró con un total de 14,3 millones de partícipes. A estos efectos, cabe tener en cuenta que un mismo partícipe se contabiliza tantas veces como el número de contratos que mantenga en diferentes fondos, por lo que el aumento registrado se podría explicar parcialmente por la diversificación en un mayor número de fondos. En la categoría de fondos globales se observó el mayor aumento en el número de partícipes (casi 511.000) como consecuencia, en parte, de los cambios de vocación que se produjeron hacia esta categoría. También en los fondos de renta variable internacional y de renta fija, como en los 2 últimos años, se produjo un importante incremento, con 502.000 y 486.000 partícipes más, respectivamente. Por el contrario, las categorías de fondos de retorno absoluto, renta variable mixta y garantizados experimentaron descensos en el número de partícipes (99.000, 97.000 y 67.000 partícipes respectivamente).

*Durante el mes de julio de 2021 tanto el patrimonio como el número de partícipes mostraron avances, mientras que la oferta de fondos se redujo en 5.*

Según los datos provisionales del mes de julio, las magnitudes principales de los fondos de inversión siguen siendo positivas, por lo que continúa la expansión de la primera mitad del año. Así, el patrimonio de los fondos de inversión creció un 1,2 % hasta alcanzar casi los 313.000 millones de euros al cierre de julio y el número de partícipes lo hizo un 1,9 %, situándose en 14,6 millones. El número de fondos, por su parte, continuó reduciéndose, con 5 vehículos menos.

*El porcentaje de activos poco líquidos en las carteras de renta fija privada de los fondos se redujo de forma notable durante 2020 y en la primera mitad de 2021 y se situó en niveles mínimos de los últimos años...*

En relación con las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, la proporción de activos menos líquidos, que había oscilado durante varios años entre el 7 % y el 9 % de la cartera de renta fija privada, comenzó a descender en 2020 y ha continuado haciéndolo durante el primer semestre de 2021. De esta forma, en junio de este año el porcentaje se situaba en el 3,8 % de dicha cartera, con un volumen total de activos considerados de liquidez reducida que ascendía a 2.426 millones de euros, lo que representa únicamente el 0,8 % del patrimonio total de los fondos de inversión.

---

financieros que promueven, entre otras, características medioambientales o sociales, siempre y cuando las empresas en las que hacen la inversión observen buenas prácticas de gobernanza (artículo 8) y los productos financieros que tienen como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

Número				2020				2021
	2018	2019	2020	1S2021	III	IV	I	II
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>1.725</b>	<b>1.710</b>	<b>1.644</b>	<b>1.629</b>	<b>1.654</b>	<b>1.644</b>	<b>1.642</b>	<b>1.629</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	279	281	276	272	276	276	279	272
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	168	173	174	182	170	174	181	182
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	184	185	186	186	183	186	188	186
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	113	113	104	98	108	104	100	98
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	236	263	276	285	279	276	278	285
Gar. rta. fija	67	66	55	51	57	55	53	51
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	163	155	133	125	136	133	130	125
Fondos globales	242	255	248	253	250	248	252	253
De gestión pasiva <sup>7</sup>	172	133	118	110	117	118	114	110
Retorno absoluto	99	84	72	65	76	72	65	65
<b>Patrimonio (millones de euros)</b>								
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>259.095,0</b>	<b>279.377,4</b>	<b>279.694,5</b>	<b>309.047,2</b>	<b>267.084,6</b>	<b>279.694,5</b>	<b>292.865,2</b>	<b>309.047,2</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	66.889,3	78.583,2	81.015,9	83.503,3	78.775,6	81.015,9	82.209,7	83.503,3
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	40.471,0	40.819,9	43.200,4	48.143,1	41.957,1	43.200,4	48.373,9	48.143,1
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	23.256,0	28.775,8	30.432,7	24.893,5	29.019,2	30.432,7	32.601,3	24.893,5
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	12.177,7	10.145,1	7.091,1	8.232,2	6.399,0	7.091,1	7.771,9	8.232,2
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	24.404,9	34.078,9	37.722,5	46.464,6	32.763,6	37.722,5	42.746,1	46.464,6
Gar. rta. fija	4.887,4	4.809,3	4.177,0	3.585,6	4.397,6	4.177,0	3.929,5	3.585,6
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	14.556,0	13.229,1	11.037,1	9.339,3	11.328,0	11.037,1	10.745,2	9.339,3
Fondos globales	42.137,2	43.041,9	40.944,5	62.913,0	39.057,4	40.944,5	43.120,7	62.913,0
De gestión pasiva <sup>7</sup>	16.138,6	14.073,8	14.014,3	13.587,1	13.223,8	14.014,3	13.571,5	13.587,1
Retorno absoluto	14.172,5	11.818,3	10.057,4	8.383,9	10.161,5	10.057,4	7.793,7	8.383,9
<b>Partícipes</b>								
<b>Total fondos de inversión</b>	<b>11.217.569</b>	<b>11.739.183</b>	<b>12.660.100</b>	<b>14.325.481</b>	<b>12.237.441</b>	<b>12.660.100</b>	<b>13.586.390</b>	<b>14.325.481</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	2.709.547	3.668.324	4.135.294	4.621.057	4.002.906	4.135.294	4.435.899	4.621.057
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	1.188.157	1.087.881	1.203.280	1.406.147	1.184.715	1.203.280	1.364.227	1.406.147
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	624.290	707.159	745.112	648.612	737.674	745.112	806.042	648.612
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	831.115	598.901	530.107	737.047	487.843	530.107	705.654	737.047
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	2.225.366	2.655.123	3.043.542	3.545.847	2.914.093	3.043.542	3.298.703	3.545.847
Gar. rta. fija	165.913	154.980	135.320	115.807	141.812	135.320	127.437	115.807
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	494.660	428.470	356.439	308.880	368.979	356.439	348.061	308.880
Fondos globales	1.501.730	1.359.915	1.409.759	1.920.588	1.355.646	1.409.759	1.506.594	1.920.588
De gestión pasiva <sup>7</sup>	543.192	429.428	511.251	530.215	438.709	511.251	513.333	530.215
Retorno absoluto	930.641	646.042	587.040	488.319	602.106	587.040	477.482	488.319
<b>Rentabilidad<sup>8</sup> (%)</b>								
<b>Total fondos inversión</b>	<b>-4,89</b>	<b>7,12</b>	<b>0,78</b>	<b>4,32</b>	<b>1,08</b>	<b>4,14</b>	<b>2,34</b>	<b>1,93</b>
Rta. fija <sup>1</sup>	-1,44	1,38	0,62	-0,09	0,60	0,68	-0,16	0,07
Rta. fija mixta <sup>2</sup>	-4,27	4,75	-0,03	1,90	0,90	2,45	0,85	1,04
Rta. vble. mixta <sup>3</sup>	-6,45	9,25	0,59	5,04	1,71	4,37	2,56	2,42
Rta. vble. euro <sup>4</sup>	-13,01	14,27	-8,75	13,23	-2,25	16,61	8,58	4,28
Rta. vble. internacional <sup>5</sup>	-12,34	22,18	2,83	14,06	2,62	11,94	7,87	5,74
Gar. rta. fija	0,09	3,98	1,68	-0,74	0,83	0,59	-0,52	-0,22
Gar. rta. vble. <sup>6</sup>	-1,33	3,62	0,70	0,08	0,43	0,81	0,08	0,00
Fondos globales	-5,69	8,45	-0,31	5,45	1,46	5,18	3,10	2,28
De gestión pasiva <sup>7</sup>	-3,16	7,45	0,44	5,72	0,10	4,82	3,28	2,36
Retorno absoluto	-4,81	3,94	0,94	2,13	1,42	2,80	0,97	1,15

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

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

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

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

4 Incluye: renta variable euro.

5 Incluye: renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2018, 2019 y 2020. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

... con disminuciones en todas las categorías de activos de renta fija, excepto en la renta fija no financiera, cuyo porcentaje se mantuvo estable.

Si se atiende a las distintas categorías de activos de renta fija, se observa una ligera disminución del peso de los activos de liquidez reducida en todas ellas a lo largo del semestre, a excepción de los activos de renta fija no financiera, en los que el porcentaje era el mismo que al cierre de 2020 (véase cuadro 12). Así, en esta última categoría se observó un aumento de los activos considerados de baja liquidez de 126 millones de euros desde diciembre de 2020 hasta junio de 2021, mientras que en los activos de renta fija financiera con un *rating* inferior a AA se produjo una disminución de 134 millones (en esta última categoría ya se había producido una reducción de más de 850 millones de euros a lo largo de 2020). Las titulaciones siguieron siendo la categoría en la que los activos de liquidez reducida representaban un porcentaje mayor, aunque también se redujo, alcanzando un 50,8 %. Estos últimos activos presentan, no obstante, un peso muy reducido en las carteras de los fondos.

## Evaluación de la liquidez de los activos de los FI

CUADRO 12

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida <sup>1</sup>					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	dic.-20	mar.-21	jun.-21	dic.-20	mar.-21	jun.-21
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	8	5	5	1,0	0,6	0,7
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	986	980	852	3,3	3,3	2,8
Renta fija no financiera	1.078	998	1.204	3,9	3,3	3,9
Titulaciones	398	383	365	56,8	51,6	50,8
Titulización AAA	128	118	107	86,3	85,6	92,0
Resto de titulaciones	270	264	258	49,0	43,8	42,8
<b>Total</b>	<b>2.470</b>	<b>2.365</b>	<b>2.426</b>	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>
<b>% sobre patrimonio FI</b>	<b>0,88</b>	<b>0,81</b>	<b>0,79</b>	-	-	-

Fuente: CNMV.

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

## Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

El número de SICAV registradas en la CNMV siguió a la baja entre enero y junio de 2021, con 96 bajas y tan solo 3 altas, hasta situarse en 2.334...

Siguiendo la tendencia de los últimos años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo en el primer semestre de 2021, al producirse 96 bajas y tan solo 3 altas. Así, a finales de junio había un total de 2.334 SICAV registradas frente a las 2.429 de diciembre de 2020<sup>52</sup>. Más de dos tercios de las bajas (67) fueron consecuencia de procesos de liquidación, mientras que 13 fueron absorbidas en procesos de fusión y 15 se transformaron en otro tipo de entidades (6 de ellas en S. L. y 9 en S. A.). El descenso en el número de entidades se vio reflejado también en el de accionistas, que retrocedió un 3,7 %, hasta alcanzar los 348.825 a finales de junio. Prácticamente todas las SICAV cotizan en MTF Equity (antiguo MAB).

... lo que no impidió que el patrimonio aumentara un 4,9 % gracias al elevado rendimiento que se produjo en la cartera de estas instituciones.

A pesar del descenso del número de vehículos, el patrimonio de estas IIC se incrementó en los primeros 6 meses de 2021 un 4,9 %, hasta alcanzar los 28.291 millones de euros. Este avance se explica únicamente por el rendimiento de la cartera de estas

52 En 2016, el número de SICAV llegó a alcanzar las 3.368.

instituciones, que fue cercano a los 2.000 millones de euros en el conjunto del semestre. Por el contrario, las recompras de acciones por parte de las propias SICAV (en las que se incluye el patrimonio de las SICAV que se dan de baja) generaron una disminución patrimonial de 657 millones de euros. El patrimonio medio por SICAV se incrementó en el primer semestre de 2021 en poco más de 1 millón de euros, situándose en 12,1 millones al cierre de junio.

## IIC de inversión libre

La inversión libre sigue teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que, a pesar del avance paulatino de sus principales magnitudes en los últimos años, continúa representando menos del 1 % del patrimonio total. Este segmento de la inversión colectiva lo conforman 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 experimentó un avance del 8,9 % durante los primeros 5 meses del año, hasta situarse a finales de mayo en 3.883 millones de euros. En el caso de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 9,9 %, hasta los 3.201 millones de euros, mientras que en las IIC de IIC de inversión libre la expansión fue menor, con un incremento patrimonial de algo menos de 30 millones de euros, hasta los 682 millones.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, especialmente los de renta variable, en las dos categorías: mientras que las IIC de inversión libre registraban un rendimiento del 5,1 % hasta mayo, las IIC de IIC de inversión libre mostraban una rentabilidad del 3,7 %. Al igual que en los FI, el rendimiento fue superior en el primer trimestre del año, sobre todo en el caso de las IIC de IIC de inversión libre.

El número de vehículos de inversión libre registrados en la CNMV al cierre de junio ascendía a 80, 4 más que a finales del año anterior. Como se observa en el cuadro 13, este aumento se produjo tanto en las IIC de inversión libre, que pasaron de 69 a 71 tras producirse 6 altas y 4 bajas, como en las IIC de IIC de inversión libre, que aumentaron de 7 a 9. Cabe mencionar que es el primer movimiento en el registro de estas últimas entidades desde 2018. De ellas, 8 tienen forma de fondo (3 de los cuales están en proceso de liquidación desde hace más de 5 años, aunque continúan estando obligados a remitir información a la CNMV) y 1 tiene forma societaria. Esta última contaba en mayo con un patrimonio de 303,6 millones de euros, un importe ligeramente inferior al de la totalidad de los 8 fondos de inversión en otras IIC de inversión libre.

Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró en los 5 primeros meses de 2021 un incremento similar al que experimentó el patrimonio, concretamente del 8,2 %, por lo que a finales de mayo había un total de 11.087. El análisis por tipología de IIC revela que este avance se produjo en ambos tipos de vehículos, debiéndose estas variaciones, en gran medida, a las 4 nuevas altas producidas (en términos netos) en el periodo. Así, en el subsector de las IIC de inversión libre se produjo un aumento del 3,0 %, hasta los 8.067, mientras que en el de las IIC de IIC de inversión libre el avance fue del 22,8 %, hasta los 3.509 partícipes.

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

*... experimentaron una expansión de su patrimonio entre enero y mayo del 8,9 %, que fue mayor en las IIC de inversión libre puras.*

*La rentabilidad de la cartera de estas instituciones fue positiva, en línea con la recuperación de los precios de los activos de renta variable.*

*El número de entidades al cierre de junio era de 80, 4 más que en diciembre de 2020, tras producirse 6 altas y 4 bajas de IIC de inversión libre pura y 2 altas en fondos de IIC de inversión libre.*

*El número de partícipes y accionistas mostró un avance del 8,2 % gracias a las altas producidas durante el periodo en las 2 tipologías de vehículos.*

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

CUADRO 13

	2018	2019	2020	2020			2021	
				1521	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	7	7	7	9	7	7	8	9
Partícipes	2.804	2.859	2.858	3.509	2.865	2.858	3.020	3.509
Patrimonio (millones de euros)	468,8	566,7	652,8	682,0	622,0	652,8	666,0	682,0
Rentabilidad (%)	-1,28	5,23	3,71	3,71	1,59	2,44	3,22	0,47
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Número	49	62	69	71	67	69	73	71
Partícipes	4.444	7.548	7.961	8.197	7.968	7.961	8.067	8.197
Patrimonio (millones de euros)	2.262,2	2.832,4	2.912,6	3.201,1	2.695,2	2.912,6	3.085,3	3.201,1
Rentabilidad (%)	-6,47	10,35	1,77	5,06	1,63	7,66	2,77	2,23

Fuente: CNMV.

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

### IIC inmobiliarias

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

Las principales magnitudes de las IIC inmobiliarias, que experimentaron un retroceso sustancial a raíz de la crisis del sector inmobiliario iniciada en 2008 y no se recuperaron con posterioridad en línea con la mejoría de la actividad, siguieron evolucionando de forma negativa. Esta evolución se explica, en parte, porque la inversión inmobiliaria en España se empezó a canalizar con fuerza a través de SOCIMI<sup>53</sup> (sociedades cotizadas anónimas de inversión en el mercado inmobiliario), que han presentado un gran dinamismo en los últimos 6 años, si bien parecen estar estabilizándose: al cierre de junio había un total de 80 SOCIMI registradas<sup>54</sup>, 1 menos que a finales de 2020.

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

En contraste con la expansión de las SOCIMI, los fondos de inversión inmobiliaria (FII) han sufrido reembolsos importantes durante los últimos años, que los han llevado a iniciar procesos de liquidación, con la consiguiente baja de la mayoría de ellos. Así desde finales de 2018 hay solo dos FII registrados en la CNMV (ambos en proceso de liquidación), con unas magnitudes muy estables. A 30 de junio de este año, estos 2 fondos mostraban un patrimonio de 311 millones de euros y 483 partícipes.

*La baja de una de las tres SII que estaban registradas en la CNMV provocó que el patrimonio de estas instituciones se redujera un 1,9 %.*

A diferencia de los FII, las sociedades de inversión inmobiliaria (SII) habían mostrado una cierta expansión en su patrimonio a lo largo de los últimos años, que se interrumpió en el primer semestre de este ejercicio. Entre enero y junio se produjo un retroceso patrimonial de poca magnitud (-1,9 %), hasta los 890 millones de euros, como consecuencia de 1 baja que se produjo en el periodo<sup>55</sup> y que dejó el número de SII en 2.

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

54 De ellas, 4 cotizaban en el mercado continuo y 76 en BME Growth (antiguo MAB).

55 La entidad que se dio de baja estaba en proceso de liquidación desde 2017.

## IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España creció con fuerza entre enero y junio de este año, como viene sucediendo de forma ininterrumpida desde que existe la obligación de reportar esta información a la CNMV. Así, entre 2008 y 2020 este volumen se multiplicó por más de 10 y pasó de 18.000 millones de euros a prácticamente 200.000 millones. El aumento patrimonial registrado en el primer semestre de 2021 fue del 25,3 %, hasta situarse cerca de los 250.000 millones de euros. Como se observa en el gráfico 20, el fuerte ritmo de crecimiento de los últimos años ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el total de las IIC comercializadas en España se haya incrementado de forma significativa, desde valores que rondaban el 10 % en el inicio de la crisis financiera hasta superar el 42 % a mediados de 2021, después de crecer en estos últimos 6 meses más de 3 p.p.

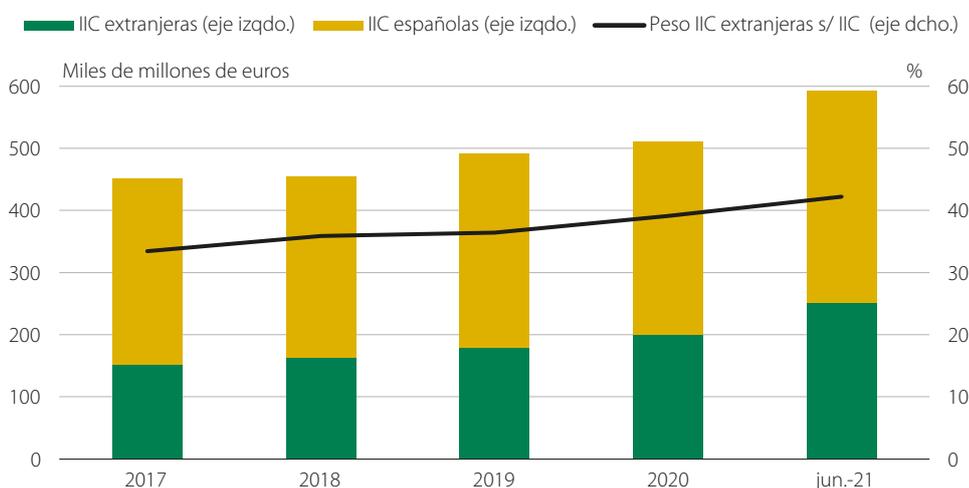
En línea con la expansión patrimonial, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó durante el primer semestre en 10 entidades, por lo que al cierre del semestre había un total de 1.058 vehículos de este tipo (423 fondos y 635 sociedades). Este incremento se produjo únicamente en los fondos de inversión, con 16 instituciones más, ya que el número de sociedades se redujo en 6. Cabe mencionar que, a pesar del descenso en el número de sociedades extranjeras, en términos de volumen de inversión, estas experimentaron un crecimiento del 26,2 %, mayor que el de los fondos (19,9 %). La mayoría de las altas correspondieron, como en ejercicios previos, a vehículos procedentes de Luxemburgo, con 14 más, hasta los 486. Por otro lado, cabe mencionar que, como consecuencia del *brexit*, se dieron de baja los 23 vehículos que procedían del Reino Unido.

*El patrimonio de las IIC extranjeras se incrementó en el primer semestre del año un 25,3 %, siguiendo la tendencia expansiva de la última década, con lo que aumenta su importancia relativa en la comercialización de IIC en España hasta el 42 %.*

*El número de IIC extranjeras registradas en la CNMV aumentó en 10 durante el periodo enero-junio de 2021, hasta un total de 1.058 vehículos (423 fondos y 635 sociedades).*

### Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Con la entrada en vigor de la Circular 2/2017, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las entidades obligadas a la remisión de información estadística han aumentado, por lo que los datos podrían no ser comparables con la información publicada hasta diciembre de 2017.

## Perspectivas

*La importante expansión observada en la industria de la inversión colectiva podría ralentizarse en los próximos meses si se confirma el descenso del ahorro de los hogares.*

El aumento de la tasa de ahorro de los hogares que se ha producido a raíz de la pandemia, tanto por un motivo de precaución como por la imposibilidad de materializar algunas decisiones de consumo, ha afectado de forma muy positiva al sector de la inversión colectiva. A corto plazo el contexto de tipos de interés reducidos puede seguir fomentando las suscripciones netas en estos activos debido a la elevada diversidad de su oferta, si bien el ritmo de expansión del sector podría atenuarse si se prolonga el observado descenso del ahorro de los hogares (tras los máximos de los últimos meses) a medida que el consumo privado se recupera. Por otra parte, se mantiene la posibilidad de que un conjunto de inversores más vulnerables en términos financieros experimenten necesidades de liquidez en el contexto de recuperación económica y, en consecuencia, reembolsen sus participaciones en fondos de inversión. Sin embargo, este riesgo es menor respecto a meses anteriores.

### 4.2 Prestación de servicios de inversión

*La prestación de servicios de inversión puede ser realizada por varios tipos de entidades, entre las que destacan las entidades de crédito, que reciben casi el 90 % de los ingresos que genera este negocio.*

En España, las entidades de crédito son, con diferencia, las principales proveedoras de servicios de inversión, ya que concentran la mayor parte de los ingresos generados por esta actividad. Así, con datos de cierre de 2020, las entidades de crédito perciben cerca del 90 % del total de comisiones derivadas de la prestación de servicios de inversión. Este porcentaje, que se había ido incrementando paulatinamente en los últimos años debido, en parte, al hecho de que varias entidades bancarias habían absorbido a las sociedades y agencias de valores que pertenecían al mismo grupo bancario, permanece más o menos estable desde hace dos años.

*Las sociedades y agencias de valores son las segundas en importancia, mientras que las EAF y SGC realizan servicios específicos.*

Por su parte, las sociedades y agencias de valores siguen manteniendo todavía un peso relativo de cierta importancia, especialmente en las actividades de tramitación y ejecución de órdenes, que son las que suponen el mayor porcentaje de sus ingresos por comisiones, aunque están en claro retroceso, a la vez que están aumentando las comisiones provenientes de otros servicios de inversión. Junto con estas entidades, también prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

*La CNMV supervisa a las sociedades y agencias de valores, las EAF y las SGC. Para las entidades de crédito autorizadas a prestar servicios de inversión, la CNMV solo supervisa el cumplimiento de las normas de conducta.*

Las entidades de este sector cuya supervisión —tanto en lo relativo a la vertiente prudencial como al cumplimiento de las normas de conducta— corresponde a la CNMV son las sociedades y agencias de valores, las SGC y las EAF. Para las entidades de crédito que están autorizadas para prestar servicios de inversión, la CNMV también realiza labores de supervisión en relación con el cumplimiento de las normas de conducta en el mercado y la protección de los clientes. Así, en este epígrafe se presenta la evolución de la actividad del sector de la prestación de servicios de inversión y la situación económico-financiera de las entidades que lo conforman. Dada la distinta periodicidad de la recepción de información dependiendo del tipo de entidad, en el presente informe (tercer trimestre) se analiza la evolución del primer semestre del año de las sociedades y agencias de valores, mientras que en el informe correspondiente al primer trimestre se realiza, con datos de

cierre del año anterior, un análisis de todas las entidades que prestan servicios de inversión<sup>56</sup>.

Antes de exponer los resultados de sociedades y agencias de valores durante el periodo enero-junio de este año, se presentan, a modo de resumen, algunas cifras correspondientes al cierre de 2020. El número de entidades de crédito registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión ascendió a 111, mientras que el importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC se situó en 4.738 millones de euros (un 8,5 % más que en 2019). De estos, 2.133 millones correspondieron a la prestación de servicios de inversión, lo que supuso un aumento del 15,5 % respecto al año precedente. En el caso de las EAF, en 2020 se observó, al igual que en 2019, una contracción del sector, que fue consecuencia de la disminución del patrimonio asesorado en un 44,5 % (32,4 % en 2019) hasta los 12.049 millones de euros<sup>57</sup>, con un descenso mucho mayor del patrimonio asesorado correspondiente a clientes no minoristas. Esta gestión patrimonial supuso unos ingresos por comisiones de 45,3 millones de euros.

Por otro lado cabe recordar, como ya se mencionó en el informe publicado en el primer trimestre, que la información que se presenta habitualmente en relación con la actividad de prestación de servicios de inversión en España se realiza atendiendo al tipo de entidad que realiza dicha actividad. No obstante, desde un punto de vista menos formal (atendiendo al modelo de negocio), se estima, con datos de 2020, que alrededor de un 67 % 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, porcentaje que ha ido descendiendo paulatinamente desde 2016, cuando era del 73 %. El 33 % restante corresponde a entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial.

*En 2020, las entidades de crédito autorizadas en la CNMV (111) percibieron 4.738 millones de euros en concepto de comisiones por la prestación de servicios de valores y comercialización de IIC, un 8,5 % más que en 2019.*

*Un análisis sobre las entidades que prestan servicios de inversión atendiendo a su modelo de negocio revela que el 67 % de los ingresos relacionados con esta actividad es percibido por bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos.*

---

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

57 Esta importante pérdida de cuota de mercado en el segmento del asesoramiento en materia de inversión tiene su origen, al menos en parte, en la mayor competencia que proviene de las entidades de crédito en este tipo de servicios.

Las normas de conducta del mercado de valores establecen un deber general de información por parte de las entidades prestadoras de servicios de inversión a sus clientes, que deben ser adecuadamente informados, incluida la comunicación verbal, de una forma imparcial, clara y no engañosa, cumpliendo una serie de requisitos establecidos en la legislación vigente<sup>1</sup>. En concreto, la información transmitida verbalmente por el personal comercial a los clientes con carácter previo a la prestación del servicio de inversión es un aspecto clave en el proceso de comercialización, por lo que debe ser correcta, completa y comprensible para el inversor al que se dirige.

Para conocer de primera mano si esta información se proporciona de forma adecuada, la CNMV realizó entre los meses de septiembre y noviembre del año pasado un segundo ejercicio de supervisión de la comercialización de productos financieros en oficinas bancarias mediante clientes simulados, herramienta comúnmente conocida por el término inglés *mystery shopping*. La primera actuación de este tipo se llevó a cabo a finales de 2016 y el objetivo de ambos ejercicios ha sido el de comprobar el modo en que se comercializan en la práctica una serie de productos financieros, centrándose esta segunda actuación en los fondos de inversión.

Para ello, en la prueba piloto de 2016 la comprobación se realizó sobre una muestra representativa de entidades que aglutinaban en torno al 50 % de las sucursales bancarias, mientras que en el ejercicio de 2020 este porcentaje aumentó hasta el 68 %. Con este fin, se realizaron visitas a un total de 800 sucursales (450 en 2016) de estas entidades, distribuidas en grandes poblaciones de todo el territorio nacional.

En estas visitas, los clientes simulados solicitaban de forma activa asesoramiento para la adquisición de fondos de inversión, que las entidades financieras ofrecieron casi siempre dentro del ámbito del asesoramiento o de la gestión de carteras. Por lo tanto, y a diferencia de la anterior comprobación, las recomendaciones implícitas no reconocidas como asesoramiento fueron muy escasas. Asimismo, se obtuvo un mejor resultado en relación con la oferta de productos, ya que, en un mayor número de casos, se ofrecieron tanto fondos gestionados por el propio grupo como fondos de otras gestoras, y no se identificaron situaciones relevantes en las que el empleado de la entidad bancaria condicionara al cliente durante la realización del test de conveniencia o idoneidad.

Las conclusiones del segundo ejercicio han sido mucho más positivas que las del primero. No obstante, se identificaron algunas deficiencias y debilidades en las prácticas comerciales al informar verbalmente al cliente sobre ciertos aspectos del servicio de asesoramiento. Entre ellas, cabe destacar:

- En determinados casos, al informar sobre si todos los **fondos recomendados estaban gestionados por el propio grupo o se incluían fondos de otras gestoras**, la información facilitada era contradictoria.

- Se produjeron también algunos casos en los que no se indicó al cliente si se realizaría un **seguimiento posterior de las recomendaciones**, o tan solo se facilitó esta información después de que el cliente preguntase al respecto.
- En casi la mitad de los casos no se informó de forma proactiva, es decir, antes de ser preguntados por el cliente, de la **existencia de costes asociados al asesoramiento o al propio instrumento financiero**. Asimismo, en alguna ocasión se informó de forma explícita de la inexistencia de costes, hecho que no era correcto.
- En muy pocas ocasiones se especificó si el **asesoramiento era independiente o no independiente**, y en muchos de los casos en los que sí que se hizo, las explicaciones no eran correctas.
- Algunas entidades no facilitaron **documentación de soporte explicativa** en relación con el servicio de asesoramiento en esta primera fase, lo que, aunque no es obligatorio, se considera una buena práctica.

Después de observar las debilidades mencionadas en las prácticas comerciales al informar verbalmente del servicio de asesoramiento, las entidades afectadas fueron requeridas para que ajustaran sus procedimientos con el fin de corregir estas deficiencias y adoptaran las medidas oportunas para reforzar la formación de su red de ventas.

1 El artículo 77 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, establece que la información a proporcionar a los clientes cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión debe aclarar si el asesoramiento se presta de forma independiente o no y si se basa en un análisis general o más restringido de los distintos tipos de instrumentos financieros. A este último respecto, se debe informar si la gama ofrecida se limita a productos emitidos o facilitados por entidades vinculadas o relacionadas de alguna forma con la empresa de servicios de inversión que pueda mermar la independencia del asesoramiento facilitado. Asimismo, se debe indicar si se proporcionará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados. Por otra parte, se establece la obligación de informar sobre todos los costes y gastos asociados, relacionados tanto con los servicios de inversión como con los auxiliares, incluidos los costes de asesoramiento, cuando proceda, así como el coste del producto recomendado o comercializado al cliente.

## Sociedades y agencias de valores

Durante el primer semestre de 2021, la actividad de las sociedades y agencias de valores, tras haber mostrado una mejora puntual en 2020<sup>58</sup>, continuó contrayéndose, lo que prolonga la tendencia de los últimos años, tanto por la creciente competencia de las entidades de crédito en la prestación de servicios financieros como por el desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera de nuestro país. De esta forma, los resultados agregados antes de impuestos ascendieron a cerca de 99 millones de euros durante los 6 primeros meses de 2021, frente a los 110 millones del mismo periodo del año anterior, lo que

*En el primer semestre de 2021, las sociedades y agencias de valores experimentaron una contracción de su actividad: el beneficio agregado antes de impuestos se situó en 99 millones de euros, un 10 % menos que en el mismo periodo de 2020.*

58 Cabe señalar, como ya se ha mencionado en informes anteriores, que el crecimiento de 2020 se debió exclusivamente a una sociedad perteneciente a una entidad de crédito extranjera que, debido al *brexit*, decidió traspasar a España parte de la actividad que realizaba en el Reino Unido.

supone un descenso del 10,0 %. La reducción de los beneficios se produjo únicamente en las sociedades de valores, ya que las agencias han experimentado una mejora de sus resultados en relación con los últimos ejercicios.

*A finales de junio estaban registradas en la CNMV un total de 92 sociedades y agencias de valores, 3 menos que en 2020.*

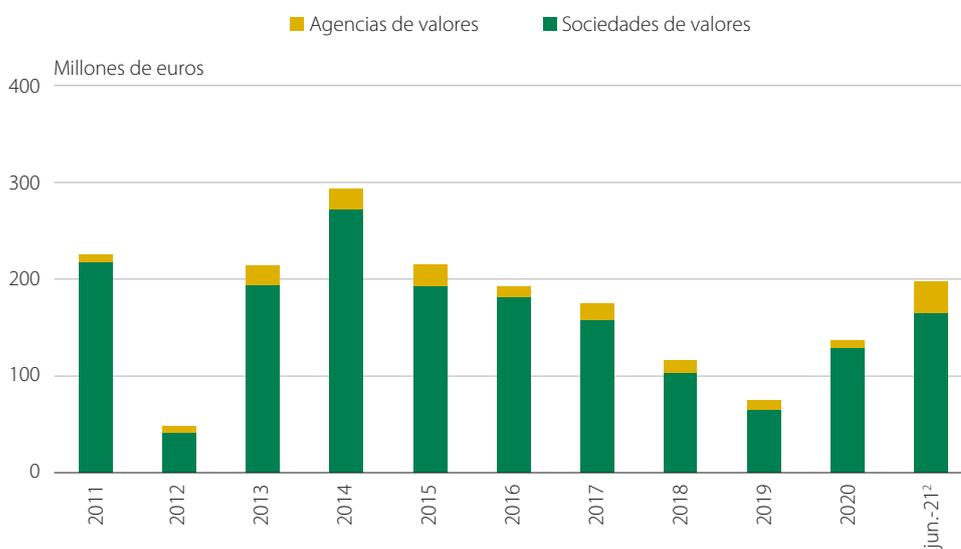
A finales de junio de 2021 estaban registradas en la CNMV un total de 92 sociedades y agencias de valores, 3 menos que a finales de 2020, tras haberse producido 5 altas y 8 bajas. De las bajas, 4 se debieron a una absorción por parte de una entidad que ya era, en todos los casos, el socio único de la entidad. De este modo, después de que en 2019 se interrumpiera un largo proceso de ajuste que comenzó con la crisis financiera, parece que el sector vuelve a experimentar un nuevo reajuste.

*El número de ESI extranjeras que operan en España ha descendido de forma notable como consecuencia del brexit. La mayoría de las entidades españolas que prestan servicios en la UE lo hacen bajo la modalidad de libre prestación de servicios.*

Dado que gran parte de las ESI extranjeras que operaban, o podían hacerlo, en España procedían del Reino Unido, la culminación del *brexit* al cierre de 2020 provocó un abrupto descenso del número de entidades comunitarias que prestan servicios de inversión en nuestro país, que pasó de 3.128 a 932, con un descenso tanto en la modalidad de libre prestación de servicios (de 3.062 a 881) como mediante sucursal (de 66 a 41). Es importante mencionar que estas bajas no tuvieron su reflejo en los vehículos procedentes de países extracomunitarios, ya que se produjeron únicamente 2 altas, hasta alcanzar los 5 vehículos. Por su parte, como también es habitual, la mayoría de las entidades españolas que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 50 (55 a finales de 2020), y tan solo 7 mantenían sucursales en otros países (8 entidades 6 meses antes), siendo todas ellas sociedades de valores.

### Resultados agregados de las ESI antes de impuestos<sup>1</sup>

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

<sup>1</sup> Excepto las EAF y las SGC.

<sup>2</sup> Dato anualizado.

Como se aprecia en el cuadro 14, las sociedades de valores experimentaron un descenso de su beneficio agregado antes de impuestos de más de 27 millones de euros, hasta los 83 millones, en el primer semestre del año. Esto fue consecuencia tanto del incremento de las comisiones satisfechas (34,4 %, hasta los 143 millones de euros) como de la reducción del resultado de inversiones financieras (-66,6 %, hasta los 23 millones). Cabe mencionar que al incremento de las comisiones satisfechas contribuyó, de forma especial, una sola entidad, la de mayor tamaño, que aumentó sustancialmente los pagos de comisiones por operaciones con valores y por aseguramiento y colocación de emisiones. De hecho, excluyendo dicha entidad, las comisiones satisfechas apenas experimentaron cambios en el primer semestre de 2021, con un aumento de solo el 0,7 %. En paralelo al avance de las comisiones satisfechas, también se produjo un incremento de las comisiones percibidas del 29,8 %, que alcanzaron a finales de junio los 320 millones de euros.

*El beneficio de las sociedades de valores se contrajo hasta los 83 millones de euros, un descenso al que contribuyeron, especialmente, el empeoramiento del resultado de las inversiones financieras y el aumento de las comisiones satisfechas.*

Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros, las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones fueron las principales responsables del avance general, ya que de ser prácticamente inapreciables (1,3 millones al cierre de 2020) pasaron a ser las segundas en importancia, con una aportación a los ingresos por comisiones de 70 millones de euros<sup>59</sup>. Por su parte, los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes —los más relevantes— experimentaron un incremento del 3,0 % con respecto al primer semestre de 2020, hasta superar los 124 millones de euros<sup>60</sup>. En cuanto al resto de comisiones, destaca el aumento de las comisiones por comercialización de IIC, que habían retrocedido los últimos 3 años, hasta los 31 millones de euros (27,0 %).

*Las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones fueron las responsables principales del aumento de las comisiones percibidas.*

Por su parte, los gastos de explotación de las sociedades de valores se incrementaron un ligero 1,9 %, lo que unido al descenso de los ingresos se tradujo en una contracción del resultado de explotación del 37,3 %, que pasó de 107,7 millones de euros en el primer semestre de 2020 a 67,5 millones en el mismo periodo de 2021. El resultado antes de impuestos descendió en una menor proporción, concretamente un 24,9 %, hasta los 82,7 millones de euros, debido al aumento de la partida de «Otras ganancias» por un importe cercano a los 13 millones de euros. Como suele ser habitual, un reducido número de sociedades generó la mayor parte de los beneficios de este subsector, una tendencia que, además, ha ido en aumento. En concreto, tan solo 2 sociedades de valores acumularon el 57 % del total del resultado neto de las sociedades con beneficios, mientras que 4 concentraban más del 75 %.

*Un número reducido de entidades generó la mayor parte de los beneficios de este sector: tan solo dos sociedades de valores concentraron más de la mitad del resultado de las entidades con beneficios.*

---

59 Estas comisiones proceden casi de forma exclusiva de la entidad anteriormente mencionada, en concreto 67 millones del total de 70 millones.

60 Este incremento tuvo su origen en la entidad que trasladó parte de su actividad a España como consecuencia del *brexit*, cuyo negocio consiste, sobre todo, en la tramitación y ejecución de órdenes. Así, si se excluye esta entidad del análisis, los ingresos provenientes de esta partida se hubieran situado algo por encima de los 52 millones de euros, un 12,3 % por debajo del valor del primer semestre de 2020.

## Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	jun.-20	jun.-21	% var.	jun.-20	jun.-21	% var.
1. Margen de intereses	12.589	9.586	-23,9	551	75	-86,4
2. Comisiones netas	140.318	177.191	26,3	65.697	76.041	15,7
2.1. Comisiones percibidas	246.775	320.279	29,8	75.912	87.169	14,8
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	120.852	124.513	3,0	14.004	8.087	-42,3
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	1.270	70.129	5.422,0	1.172	601	-48,7
2.1.3. Depósito y anotación de valores	21.646	18.384	-15,1	417	286	-31,4
2.1.4. Gestión de carteras	5.513	6.577	19,3	6.648	9.371	41,0
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	2.809	2.764	-1,6	10.948	9.908	-9,5
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	358	1.497	318,2	0	418	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	24.390	30.969	27,0	29.299	42.114	43,7
2.1.9. Otras	69.936	65.447	-6,4	13.423	16.387	22,1
2.2. Comisiones satisfechas	106.457	143.088	34,4	10.215	11.128	8,9
3. Resultado de inversiones financieras	70.866	23.639	-66,6	-6.788	464	-
4. Diferencias de cambio netas	8.055	281	-96,5	-13	-3	76,9
5. Otros productos y cargas de explotación	43.893	29.888	-31,9	-403	-1.869	-363,8
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>275.721</b>	<b>240.585</b>	<b>-12,7</b>	<b>59.044</b>	<b>74.708</b>	<b>26,5</b>
6. Gastos de explotación	163.336	166.515	1,9	61.153	59.041	-3,5
7. Amortizaciones y otras dotaciones	5.116	6.407	25,2	1.490	516	-65,4
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-468	152	-	4	-18	-
<b>RESULTADO DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>107.737</b>	<b>67.511</b>	<b>-37,3</b>	<b>-3.604</b>	<b>15.169</b>	<b>-</b>
9. Otras ganancias y pérdidas	2.315	15.167	555,2	3.467	1.043	-69,9
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>110.052</b>	<b>82.678</b>	<b>-24,9</b>	<b>-137</b>	<b>16.212</b>	<b>-</b>
10. Impuesto sobre beneficios	13.523	14.898	10,2	1.410	2.537	79,9
<b>RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS</b>	<b>96.529</b>	<b>67.780</b>	<b>-29,8</b>	<b>-1.547</b>	<b>13.675</b>	<b>-</b>
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
<b>RESULTADO NETO DEL EJERCICIO</b>	<b>96.529</b>	<b>67.780</b>	<b>-29,8</b>	<b>-1.547</b>	<b>13.675</b>	<b>-</b>

Fuente: CNMV.

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

Las agencias de valores, por su parte, obtienen ingresos mayoritariamente de la prestación de servicios a terceros, ya que no pueden realizar actividades de inversión por cuenta propia. En una parte de ellas el grueso de sus ingresos procede de la tramitación y ejecución de órdenes, una relevancia que ha ido disminuyendo con los años, ya que en muchos casos han tendido a especializarse en otros servicios como la comercialización de IIC o la gestión de carteras. Por otra parte, las entidades independientes predominan en este subsector, pues tan solo dos de ellas pertenecían a entidades financieras que, además, eran bancos de inversión, por lo que la mayor parte de sus ingresos provenían de la prestación de servicios de inversión.

El resultado agregado antes de impuestos de las agencias de valores se incrementó en el primer semestre de 2021 con respecto al mismo periodo del año anterior, ya que abandonó el terreno negativo para situarse en 16,2 millones de euros<sup>61</sup>. Este resultado es también superior al del periodo enero-junio de 2019, cuando fue de 7,4 millones. El avance de los beneficios tuvo su origen en el aumento de las comisiones percibidas y del resultado de las inversiones financieras. En el caso de esta última partida, no obstante, la mejora se debió únicamente al mal resultado de 2020 originado por una sola entidad (véase nota al pie 57). Las comisiones percibidas, por su parte, se incrementaron un 4,8 %, hasta superar los 87 millones de euros.

Dentro de los ingresos por comisiones percibidas, destacaron las comisiones por la comercialización de IIC, que, siendo ya las más elevadas, crecieron un 43,7 % y superaron los 42 millones de euros. Por otra parte, los ingresos procedentes de la gestión de carteras, aunque todavía minoritarios, también experimentaron un importante avance en el primer semestre de este año, que fue del 41,0 %, hasta alcanzar los 9,4 millones de euros. Por el contrario, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes se redujeron de forma notable (-42,3 %) y se situaron en poco más de 8 millones de euros, pasando a ser las cuartas en importancia.

El incremento de los ingresos por comisiones de las agencias de valores se produjo en paralelo al de las comisiones satisfechas a terceros, aunque, tanto en términos absolutos como relativos, este último fue de una magnitud mucho menor (+8,9 %). Esto permitió que el margen bruto agregado presentara un avance del 26,5 % hasta situarse en 74,7 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación experimentaron una contracción del 3,5 % en relación con el mismo periodo de 2020, con un retroceso del 5,8 % de los gastos de personal. La conjunción de un crecimiento de los ingresos y una reducción de los gastos de explotación hizo que el resultado de explotación fuera de 15,2 millones de euros, frente a las pérdidas de 3,6 millones en el periodo enero-junio de 2020<sup>62</sup>.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un aumento sustancial durante el primer semestre del año, al pasar del 18,7 % al 20,9 %, hecho que tuvo su origen en las agencias de valores, cuyo ROE creció casi 16 p.p., hasta situarse en el 28,1 %, por el comportamiento favorable de sus resultados. En el caso de las sociedades de valores, la ratio se mantuvo estable en el 19,7 %, como consecuencia de un descenso de los beneficios similar al de los fondos propios (véase panel izquierdo del gráfico 22).

*... experimentaron unos beneficios antes de impuestos de 16,2 millones de euros, cifra muy superior a la del primer semestre de los 2 años anteriores (5,9 millones en 2020, excluyendo una entidad intervenida, y 7,4 millones en 2019).*

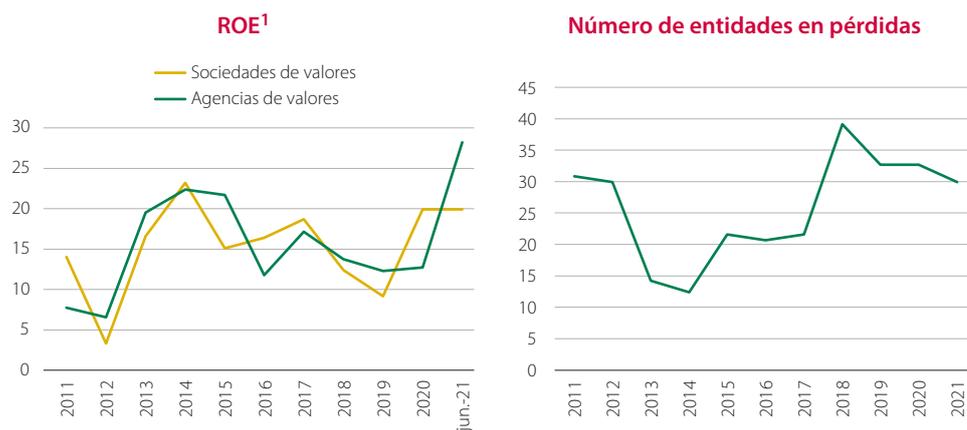
*Los ingresos percibidos por comisiones se incrementaron en su conjunto un 14,8 %, hasta los 87 millones de euros, entre los que destacan los procedentes de la comercialización de IIC, que crecieron un 43,7 %.*

*Un incremento de las comisiones satisfechas inferior al de las percibidas y un descenso de los gastos de explotación permitieron que el resultado neto de explotación aumentara hasta los 15 millones de euros.*

*La rentabilidad sobre fondos propios de las ESI se incrementó como consecuencia del aumento en las agencias de valores derivado de su crecimiento de los beneficios.*

61 Es importante recordar que el deterioro de los resultados del primer semestre de 2020 se debió casi exclusivamente a una agencia de valores, Esfera Capital, Agencia de Valores, S. A., cuyas pérdidas ascendieron a 6 millones de euros y que fue intervenida por la CNMV en marzo de 2020. En mayo de este año se produjo su liquidación definitiva. Sin esta entidad, los beneficios antes de impuestos en los primeros 6 meses de 2020 hubieran sido de 5,9 millones de euros.

62 Si se excluye del análisis a la entidad mencionada en la nota anterior, el resultado de explotación del primer semestre de 2020 hubiera sido de 2,5 millones de euros.



Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

*El retroceso de los beneficios del sector fue compatible con una reducción tanto en el número de entidades en pérdidas como en el volumen de estas.*

La contracción de los beneficios del sector no impidió que se produjera un descenso del número de entidades en pérdidas. Así, en junio de 2021, 10 sociedades de valores y 19 agencias de valores obtuvieron resultados negativos antes de impuestos, 2 y 1 entidades menos, respectivamente, que al cierre de 2020. Esto tuvo su reflejo en el importe acumulado de las pérdidas, ya que para ambos tipos de entidades se redujo aproximadamente a la mitad en relación con el mismo periodo de 2020: en el caso de las sociedades de valores pasó de 12,8 a 6,2 millones de euros y en el de las agencias, de 8,1 a 4,6 millones<sup>63</sup>.

*Las condiciones de solvencia del sector continuaban siendo holgadas en el primer trimestre de 2021. A partir del segundo trimestre ha entrado en vigor un cambio en la normativa europea referente a la remisión de información, por lo que de momento no hay datos disponibles.*

En relación con la solvencia de estas entidades, los valores de marzo de este año siguen mostrando un sector, en conjunto, con unos niveles elevados de solvencia en términos relativos, a pesar de que esta se ha reducido desde finales del ejercicio anterior. Así, a finales de marzo el margen de recursos propios era 2,1 veces superior al volumen de recursos exigibles, cuando a finales de 2020 esta cifra era de 2,8. Este margen, que ha venido siendo sustancialmente mayor en las sociedades de valores con respecto a las agencias, se ha ido igualando en los dos últimos años, de forma que a finales del primer trimestre de 2021 se situaba en valores similares (véase gráfico 23). Es importante señalar que a partir del segundo trimestre de 2021 los datos de la ratio de solvencia no están disponibles debido a la entrada en vigor de una nueva normativa europea<sup>64</sup>, que implica un cambio en los requerimientos de información que deben remitir las entidades a la CNMV. Con esta nueva legislación la información que deberán remitir será menor para todas ellas<sup>65</sup>.

63 Tanto para el cálculo de las entidades con resultado negativo antes de impuestos como para el volumen de estas pérdidas se han tenido en cuenta únicamente las entidades vivas a fin de periodo.

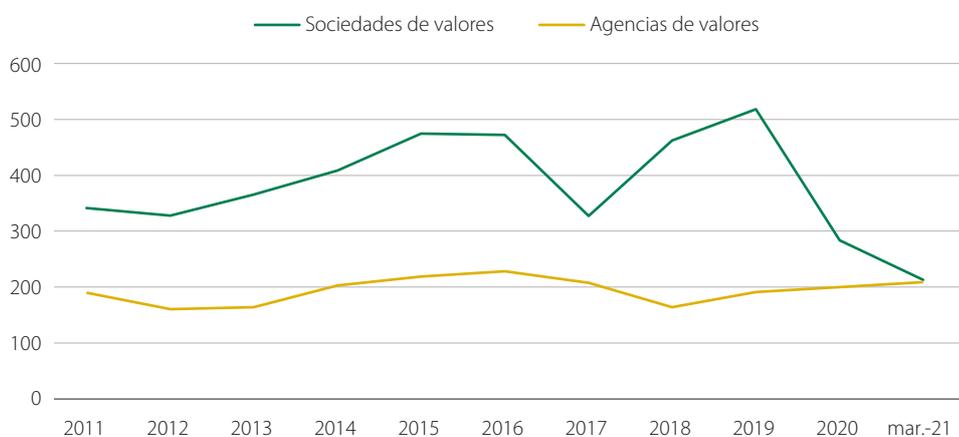
64 Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.

65 Únicamente a las ESI con unos activos superiores a los 15.000 millones de euros se les aplicará el anterior régimen de solvencia. A fecha de cierre de este informe no existe ninguna ESI española que cumpla con este requisito.

y con una menor periodicidad (anual) para aquellas que se consideren pequeñas y no interconectadas<sup>66</sup>.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

### Perspectivas

Es prematuro pronosticar las posibles consecuencias estructurales de la reciente crisis del coronavirus sobre el sector de intermediarios financieros, pues lo que se observa en los últimos datos es un mantenimiento de las tendencias observadas en años anteriores, que se manifiestan en un elevado grado de competencia entre entidades (especialmente entre los bancos, que han acabado absorbiendo, de forma mayoritaria, a sus sociedades de valores) y en un sector de ESI muy concentrado, con una importancia creciente de las entidades independientes, que busca especialización en servicios de inversión tradicionalmente menos importantes como las actividades de comercialización o gestión de carteras. En consecuencia, su principal actividad, la intermediación en los mercados de valores, continúa perdiendo relevancia, afectada parcialmente por la disminución de los volúmenes de negociación y por el traslado de parte de la negociación de los valores españoles hacia centros de negociación distintos a los tradicionales.

*La crisis del COVID-19 no ha modificado las tendencias de este sector, caracterizado por la elevada competencia y el fomento, por parte de las ESI, de servicios de inversión tradicionalmente menos importantes, como la comercialización de IIC o la gestión de carteras.*

### 4.3 Sociedades gestoras de IIC

A finales de junio de 2021 había un total de 125 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) registradas en la CNMV, 2 más que al cierre de 2020, después de haberse producido 3 altas y haberse dado 1 entidad de baja. El patrimonio gestionado por estas sociedades cerró el primer semestre del año con un incremento del 9,9 % respecto al cierre del año anterior, hasta situarse ligeramente

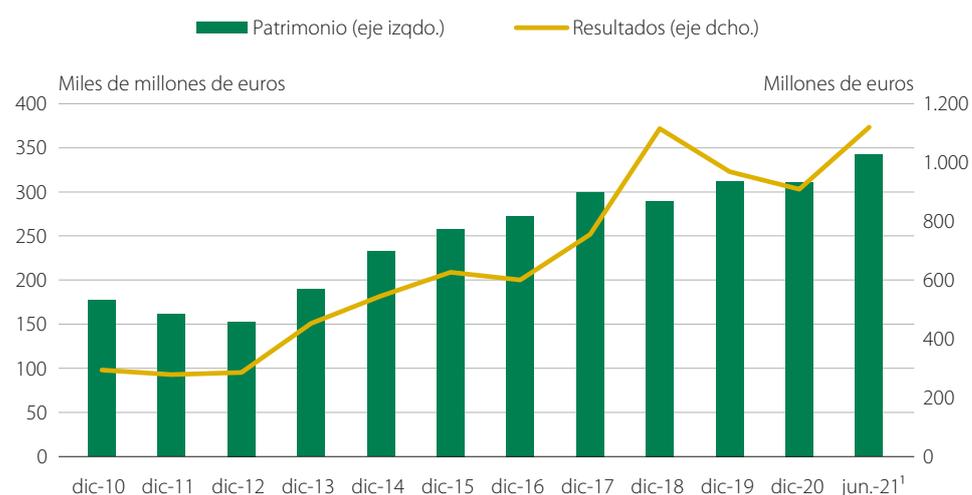
*El número de SGIIC se mantuvo prácticamente constante durante los 6 primeros meses del año, tras producirse 3 altas y 1 baja, mientras que el patrimonio gestionado se incrementó un 9,9 %, hasta los 342.000 millones de euros.*

66 Se consideran ESI pequeñas y no interconectadas las entidades cuyos ingresos, activos gestionados y operativa están por debajo de ciertos umbrales. En España alrededor del 50 % de las entidades estaría en este grupo.

por debajo de los 342.000 millones de euros. Esta recuperación tiene lugar tras un 2020 marcado por la pandemia, especialmente el primer semestre, en el que se produjo una ligera contracción del 0,4 % (véase gráfico 24). Más del 95 % del aumento del patrimonio gestionado en 2021 tuvo su origen en el segmento de los fondos de inversión mobiliarios, que, como se ha mencionado en un epígrafe previo, experimentó un avance importante durante el periodo.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

1 Datos anualizados.

*El resultado de estas entidades se incrementó de forma sustancial en el primer semestre de 2021 en relación con el mismo periodo del año anterior (+30,5 %), con un importante avance de las comisiones de gestión de IIC, las más importantes, hasta los 1.401 millones de euros.*

En línea con el avance patrimonial de estas instituciones, sus beneficios agregados antes de impuestos se incrementaron en el primer semestre del año un 30,5 % con respecto al mismo periodo de 2020, hasta los 560 millones de euros (véase gráfico 24). Este notable avance se explica, sobre todo, por el aumento de la principal fuente de ingresos de las SGIIC, que son las comisiones de gestión de las IIC, que representaban en junio el 86 % del total de las comisiones percibidas por estas entidades. Así, los ingresos derivados de estas comisiones pasaron de 1.221 millones de euros en el primer semestre de 2020 a 1.401 millones en el mismo periodo de 2021 (+14,8 %). Este incremento se explica básicamente por el avance del patrimonio gestionado, ya que la comisión media de gestión de IIC no experimentó cambios, manteniéndose en el 0,82 % (véase cuadro 15).

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

La gestión discrecional de carteras y la gestión de entidades de capital riesgo fueron, aunque a una distancia considerable, las siguientes actividades más importantes en la generación de ingresos para las SGIIC, con un peso del 8,1 % y el 2,7 % del total de comisiones percibidas, respectivamente. Aunque estos porcentajes son reducidos, han ido aumentando de forma progresiva en los últimos ejercicios. Así, en ambos casos, la cifra de comisiones obtenidas por estas actividades experimentó un avance sustancial durante el primer semestre de 2021: las comisiones por gestión discrecional de carteras se incrementaron un 35,5 %, hasta los 132,6 millones de euros, y las comisiones de gestión de entidades de capital riesgo crecieron a un ritmo similar, un 35,6 %, hasta los 47,7 millones.

Como se observa en el cuadro 15, el cociente entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC se redujo ligeramente en los primeros seis meses de 2021, aunque parece observarse una cierta estabilización de este cociente en los últimos tres años. En ejercicios anteriores se había producido una tendencia descendente de esta proporción, que tuvo su movimiento más importante en 2018, con la entrada en vigor de la normativa MiFID II<sup>67</sup>. Así, el porcentaje de comisiones cedidas a los comercializadores pasó de representar el 64,6 % de las comisiones percibidas por la gestión de IIC en 2012 al 48,5 % en junio de 2021.

Por otra parte, el aumento de los beneficios agregados tuvo su reflejo en el comportamiento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE), que pasó del 79,4 % en junio de 2020 hasta el 98,9 % en el mismo mes de 2021. A su vez, el número de sociedades en pérdidas se redujo de 29 a 19, y el volumen de dichas pérdidas pasó de 5,6 a 3,2 millones de euros.

*El porcentaje de la comisión de gestión de IIC retrocedido a los comercializadores se mantuvo en niveles similares a los de los dos años anteriores, después de una importante reducción en 2018, tras la entrada en vigor de la normativa MiFID II.*

*En consonancia con el aumento de los beneficios, la rentabilidad sobre fondos propios se incrementó hasta el 98,9 % y el número de entidades en pérdidas bajó hasta 19.*

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

CUADRO 15

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones <sup>1</sup> (%)
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	2.638	0,84	49,75
2020	311.043	2.551	0,82	49,72
jun.-21 <sup>2</sup>	341.959	2.802	0,82	48,47

Fuente: CNMV.

- 1 Relación entre los gastos por comisiones de comercialización de fondos y los ingresos por comisiones de gestión de IIC.
- 2 Los datos de ingresos por comisiones y la comisión media de gestión están anualizados.

#### 4.4 Otros intermediarios: capital riesgo

Durante los ocho primeros meses de 2021 continuó la expansión que viene produciéndose en el sector del capital riesgo en los últimos años, con una elevada y continua inscripción de nuevos vehículos. Así, el número de entidades registradas en la

*Entre enero y agosto de 2021 se produjo una importante expansión en el sector del capital riesgo...*

67 Esta importante reducción de 2018 coincidió con la entrada en vigor de la normativa MiFID II, que impone condiciones estrictas a las retrocesiones de comisiones de la gestora a los comercializadores, que deben estar sujetas adicionalmente a requisitos estrictos de transparencia a los inversores.

CNMV pertenecientes a esta categoría aumentó en 78 (76 vehículos de inversión y 2 gestoras), después de producirse 94 altas y 16 bajas.

*... que se produjo especialmente en las entidades de capital riesgo tradicionales, tanto en fondos como en sociedades.*

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales<sup>68</sup>, que continúan siendo con diferencia las más numerosas, el nivel de actividad fue elevado, ya que se produjeron un total de 62 altas. Esto, unido a las 11 bajas, hizo que a finales de agosto hubiera un total de 260 fondos de capital riesgo (FCR) y 210 sociedades de capital riesgo (SCR). Por su parte, las entidades de capital riesgo pyme, como ya sucedía en 2020, experimentaron pocos movimientos desde enero hasta agosto, con 4 altas y 3 bajas, todas ellas de sociedades, por lo que continuaba habiendo los mismos fondos que a 31 de diciembre de 2020 (13) y 1 sociedad más (19). Por otra parte, se inscribieron 8 fondos de capital riesgo europeos (FCRE), hasta un total de 39, y se dieron de alta 2 fondos de emprendimiento social europeo (FESE), hasta alcanzar los 6 a finales de agosto<sup>69</sup>.

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

Las entidades de inversión colectiva cerradas experimentaron, como viene sucediendo desde 2018, un importante dinamismo en los 8 primeros meses de 2021, con 14 altas producidas a lo largo del periodo. De esta forma, a 31 de agosto había un total de 75 vehículos de esta tipología, de los cuales 40 eran fondos (FICC) y 35 eran sociedades (SICC). Esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

### Altas y bajas en el registro de ECR en 2021

CUADRO 16

Entidades	Situación a 31/12/2020		Situación a 31/08/2021	
	Altas	Bajas	Altas	Bajas
Fondos de capital riesgo	235	31	6	260
Fondos de capital riesgo pyme	13	0	0	13
Fondos de capital riesgo europeos	31	8	0	39
Fondos de emprendimiento social europeo	4	2	0	6
Sociedades de capital riesgo	184	31	5	210
Sociedades de capital riesgo pyme	18	4	3	19
<b>Total entidades de capital riesgo</b>	<b>485</b>	<b>76</b>	<b>14</b>	<b>547</b>
Fondos de inversión colectiva cerrados	33	7	0	40
Sociedades de inversión colectiva cerradas	28	7	0	35
<b>Total entidades de inversión colectiva cerradas</b>	<b>61</b>	<b>14</b>	<b>0</b>	<b>75</b>
<b>Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)</b>	<b>119</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>121</b>

Fuente: CNMV.

*En 2020 el patrimonio de las ECR registró un aumento del 22,9 %, hasta los 16.000 millones de euros (el 71 % correspondía a fondos y el 29 % restante, a sociedades).*

En línea con los datos de registro, a lo largo de 2020 el patrimonio de las ECR se incrementó un 22,9 % (en 2019 ya lo había hecho un 24,2 %), hasta superar los 16.000 millones de euros. Este avance fue superior en los fondos de capital riesgo, cuyo

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

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

patrimonio aumentó un 40,5 %, hasta los 11.346 millones de euros, mientras que en las sociedades el avance fue del 6,2 %, hasta los 4.682 millones (véase cuadro 17).

En los FCR —entre los que se incluyen los fondos tradicionales y los de nueva creación, es decir, los fondos pyme, los europeos y los de emprendimiento social europeo—, se produjo una ligera recomposición de la importancia relativa de sus inversores a lo largo de 2020 a favor de las personas físicas, hecho que ya se había observado en los dos ejercicios anteriores. Esto hizo que se situaran como los segundos inversores con mayor tenencia de participaciones, con 1.601 millones de euros (un 14,1 % del total), tan solo por detrás de las entidades extranjeras, cuya inversión también experimentó un importante avance, concretamente del 63,2 %, hasta los 2.125 millones de euros. El tercer puesto lo ocuparon las Administraciones públicas, con 1.434 millones de euros, lo que supone un 11,1 % más que en 2019.

*En los FCR aumentó, especialmente, la inversión por parte de las entidades extranjeras y de las personas físicas.*

Por el contrario, en el caso de las SCR —donde, como en el caso de los fondos, se incluyen las SCR pyme—, se produjo un descenso en la importancia relativa de las personas físicas (-79,8 %, hasta los 150 millones de euros), quedando su participación en el capital en tan solo un 3,2 % frente al 86,8 % de las personas jurídicas. Por su parte, las empresas no financieras y otras empresas financieras continuaron siendo los dos tipos de inversores más relevantes, con una participación conjunta del 67,5 % en el capital total de las SCR (65,3 % en 2019). Por otra parte, cabe destacar el aumento de la inversión de las entidades extranjeras, que, a diferencia del caso de los fondos, era prácticamente nula hasta 2019 y que en 2020 se situó en los 734 millones de euros.

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

Los datos preliminares correspondientes al primer semestre de 2021 facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) muestran un aumento del 27 % en el volumen de inversión en relación con el mismo periodo de 2020, hasta alcanzar los 2.057 millones de euros. Con este avance, no obstante, no se han alcanzado las cifras del primer semestre de 2019, cuando se invirtieron alrededor de 4.000 millones de euros. El número de operaciones, en cambio, superó tanto las de 2020 como las de 2019, con un total de 394 (344 y 328 en los años previos), de las que 359 correspondieron a inversiones inferiores a los 5 millones de euros.

*Según los datos preliminares de ASCRI, la inversión del sector de capital riesgo se incrementó un 27 % en el primer semestre del año, superando los 2.000 millones de euros en un total de 394 operaciones, 50 más que en el mismo periodo de 2020.*

Millones de euros

	FCR		SCR	
	2019 <sup>1</sup>	2020 <sup>1</sup>	2019 <sup>2</sup>	2020 <sup>2</sup>
<b>Personas físicas</b>				
Residentes	1.074,54	1.509,35	738,79	143,97
No residentes	53,56	92,14	5,45	6,41
<b>Personas jurídicas</b>				
Bancos	175,55	253,68	112,35	121,91
Cajas de ahorros	90,48	117,80	11,56	11,50
Fondos de pensiones	729,17	866,43	11,69	20,92
Compañías de seguros	613,43	901,40	85,15	53,56
Sociedades y agencias de valores	0,63	2,18	0,00	0,00
Instituciones de inversión colectiva	484,18	514,19	7,77	16,70
Entidades de capital riesgo nacionales	301,20	435,24	42,45	37,67
Entidades de capital riesgo extranjeras	406,98	420,67	165,09	54,12
Administraciones públicas	1.290,91	1.433,68	176,99	185,88
Fondos soberanos	3,42	9,38	4,90	9,63
Otras empresas financieras	770,17	953,02	1.428,52	1.437,85
Empresas no financieras	1.091,52	1.398,45	1.450,13	1.722,28
Entidades extranjeras	1.302,00	2.125,04	56,08	734,43
Otros	245,01	312,91	110,34	125,19
<b>TOTAL</b>	<b>8.632,75</b>	<b>11.345,55</b>	<b>4.407,26</b>	<b>4.682,00</b>

Fuente: CNMV.

1 Incluye FCR pyme, FCRE y FESE.

2 Incluye SCR pyme.

Según el tipo de inversor destacó la intensa actividad de los fondos internacionales, que invirtieron el 75 % del volumen total, y según la fase de desarrollo del proyecto, el *venture capital* protagonizó 316 operaciones con un volumen de 731 millones de euros, con lo que se sitúa en máximos históricos.

Como en los últimos años, los fondos internacionales mostraron un elevado interés por el mercado español en los primeros meses de 2021, siendo responsables de 96 operaciones que concentraron el 75 % del volumen total de inversión. Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, destacó el *venture capital* (fases semilla y arranque), que se mantuvo muy activo a lo largo de los 6 primeros meses del año y protagonizó 316 operaciones, con un volumen de inversión de 731 millones de euros, superando así todos los máximos registrados. Por otro lado, en relación con la captación de nuevos fondos para invertir (*fundraising*) por parte de los operadores nacionales privados, el sector parece mostrar todavía cierta ralentización, ya que se produjo un descenso del 34 % en el volumen invertido en relación con el mismo periodo de 2020, hasta los 693 millones de euros.

## II Informes y análisis



# Objetivos de Desarrollo Sostenible, índices de sostenibilidad y gobierno corporativo: Un análisis de las sociedades cotizadas españolas

**Irma Martínez García (\*)**

**Silvia Gómez Ansón (\*\*)**

(\*) Irma Martínez García es doctora en Economía y Empresa por la Universidad de Oviedo. Este trabajo se realizó mientras trabajaba en la CNMV como técnica en el departamento de Estudios y Estadísticas, perteneciente a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos internacionales. Correo electrónico: [martinezirma@uniovi.es](mailto:martinezirma@uniovi.es)

(\*\*) Silvia Gómez Ansón es catedrática de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad de Oviedo. Correo electrónico: [sgomez@uniovi.es](mailto:sgomez@uniovi.es)



## Resumen

En este artículo se analiza cómo las características del gobierno corporativo de las empresas influyen en la adopción de actuaciones en materia de sostenibilidad que avancen en la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) propuestos por las Naciones Unidas en 2015. Para ello, se cuenta con un panel de empresas españolas cotizadas en el mercado continuo en el periodo 2015-2019. Adicionalmente, se analiza si el grado de compromiso con los ODS y las características de gobierno corporativo de las empresas determinan la inclusión de estas últimas en índices de sostenibilidad. Los resultados señalan que una mayor independencia y una mayor diversidad de género en el consejo de administración ya no solo aumentan la probabilidad de que las empresas consideren la Agenda 2030 en el diseño de sus actuaciones en materia de sostenibilidad, sino que también incrementa el número de ODS abordados. Por el contrario, otras características de gobierno corporativo, como el tamaño del consejo, el número de reuniones del consejo o la no dualidad del *Chief Executive Officer (CEO)*, no parecen influir en el compromiso de las empresas con los ODS. Los resultados también muestran la importancia del tamaño de la empresa y su adhesión al Pacto Mundial como determinantes del compromiso con la Agenda 2030. El estudio concluye que ni las características de gobierno corporativo de las empresas ni el hecho de que aborden la Agenda 2030 en sus actuaciones de sostenibilidad parecieran incrementar la probabilidad de que las empresas sean incluidas en los índices de sostenibilidad.

*Palabras clave:* Gobierno corporativo, sostenibilidad, responsabilidad social corporativa, Objetivos de Desarrollo Sostenible, Agenda 2030, sostenibilidad, índices de sostenibilidad

Clasificación JEL: G30; O19; M14



# Índice

1	Introducción	91
2	Base de datos, variables y metodología	93
	2.1 Muestra y base de datos	93
	2.2 Variables	94
	2.3 Metodología	95
3	Resultados	98
	3.1 Análisis descriptivo	98
	3.2 Impacto de las características de gobierno corporativo en la inclusión de los ODS en la información sobre sostenibilidad	109
	3.3 Impacto del compromiso con los ODS y de las características de gobierno corporativo en la inclusión de las empresas en índices de sostenibilidad	113
4	Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación	114
	Referencias	116
	Anexo I	118



# 1 Introducción

En el año 2015 las Naciones Unidas adoptaron un total de 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) que abarcan un total de 169 metas por alcanzar en el año 2030 «en áreas de importancia crítica para la humanidad y el planeta» (Naciones Unidas, 2021). Desde su definición y aprobación, la consecución de los ODS —también conocida como Agenda 2030— se ha convertido en una de las líneas de actuación clave de los gobiernos y Administraciones públicas de todos los países del mundo sin distinción, actuando los ODS como marco de referencia en materia de sostenibilidad a nivel global (PWC, 2017). Sin embargo, el sector privado también se configura como uno de los actores principales en el avance y logro de estos objetivos relacionados con la protección del medio ambiente, la prosperidad económica, el bienestar y la reducción de desigualdades (Agarwal *et al.*, 2017; Naciones Unidas, 2021). Así, Naciones Unidas, gobiernos, reguladores, académicos y otros agentes económicos y sociales instan a las empresas para que tomen parte activa en la consecución de los ODS e integren la Agenda 2030 en sus estrategias y actividades, existiendo consenso en la necesidad de esta implicación para alcanzar las metas establecidas (Avrampou *et al.*, 2019; Naciones Unidas, 2021; Pillai *et al.* 2017). En el marco de la Agenda 2030 las empresas ya no solo son agentes clave, directos o principales, para la consecución de los objetivos relacionados con la prosperidad económica, como pueden ser *trabajo decente y crecimiento económico* (ODS8), *producción y consumo responsables* (ODS12) o *industria, innovación e infraestructuras* (ODS9), sino que además la actividad empresarial que desarrollan puede contribuir a los ODS relacionados con la protección del medio ambiente desde un punto de vista global y sectorial, y su estructura organizativa y operativa, a los relacionados con el bienestar y la reducción de las desigualdades.

La contribución de las empresas a la sostenibilidad del planeta es un aspecto que está cobrando una importancia creciente en los últimos años. Prueba de ello es el desarrollo por parte de las empresas de políticas de sostenibilidad o responsabilidad social corporativa (RSC); la aprobación de legislación que requiere a las empresas la elaboración de informes que recojan información no financiera; las recomendaciones a las empresas incluidas en códigos de gobierno corporativo para incorporar información sobre sostenibilidad o RSC en sus informes anuales; la creciente emisión de productos financieros de carácter sostenible, o la creación y consolidación de índices bursátiles que evalúan la dimensión ambiental, social y de buen gobierno (ASG), entre otros. En este sentido, adquiere especial relevancia la reciente Propuesta de directiva de la Comisión Europea en materia de derecho de sociedades y gobierno corporativo que promueve la creación de valor empresarial sostenible a largo plazo a través de la gestión de las «cuestiones relacionadas con la sostenibilidad, los derechos sociales y humanos, el cambio climático o el medio ambiente», cuya adopción está prevista para el segundo semestre de 2021 y que liga estrechamente la sostenibilidad con el gobierno corporativo de las empresas (Comisión Europea, 2021).

Desde el punto de vista académico, existe una consolidada y prolífica línea de investigación en el campo de la sostenibilidad que estudia cómo los factores organizativos de las empresas y, en concreto, el gobierno corporativo contribuyen a la adopción y difusión de actividades de sostenibilidad o RSC (Fernández-Gago *et al.* 2020; Hahn y Kühnen, 2013; Jain y Jamali, 2016). En este contexto, recientes estudios académicos han abordado cómo las estructuras de gobierno corporativo de las empresas contribuyen a que estas integren la Agenda 2030 en sus actuaciones en materia de sostenibilidad. Así, Martínez-Ferrero y García-Meca (2020) señalan que la fortaleza del gobierno corporativo, específicamente la independencia del consejo y la no dualidad del *Chief Executive Officer (CEO)*, potencia la inclusión de los ODS en las memorias de sostenibilidad para una muestra de 365 empresas europeas; mientras que Rosati y Faria (2019) constatan que la diversidad de género y la juventud de los consejeros son otras dos de las características de gobierno corporativo que determinan de forma positiva el diseño de actuaciones en pos de los ODS para una muestra internacional compuesta por 408 empresas. Por otro lado, estudios sectoriales muestran que en el sector bancario las entidades más comprometidas con los ODS presentan también una mayor diversidad de género en sus consejos de administración (Gallego-Sosa *et al.*, 2021), mientras que estudios centrados en un único entorno institucional, como Pizzi *et al.* (2021) para el caso italiano, señalan que la independencia del consejo determina que los indicadores GRI (*Global Reporting Indicators*) incluidos en las memorias de sostenibilidad de las empresas estén en línea con los ODS, al contrario de lo que ocurre con el tamaño del consejo.

Este artículo continúa en esta línea de investigación emergente analizando cómo las características del gobierno corporativo de las empresas influyen en la adopción de actuaciones en materia de sostenibilidad que avancen en la consecución de los ODS para un panel de empresas españolas cotizadas en el mercado continuo en el periodo 2015-2019. Adicionalmente, analiza si el gobierno corporativo de las empresas y su grado de compromiso con los ODS determinan la inclusión de estas en índices bursátiles de sostenibilidad.

Los resultados señalan que una mayor independencia y una mayor diversidad de género en el consejo de administración ya no solo aumentan la probabilidad de que las empresas consideren la Agenda 2030 en el diseño de sus actuaciones en materia de sostenibilidad, sino que también incrementa el número de ODS abordados. Por el contrario, otras características de gobierno corporativo, como el tamaño del consejo, el número de reuniones del consejo o la no dualidad del *CEO*, no parecen influir en el compromiso de las empresas con los ODS. Los resultados alcanzados también muestran la importancia de la adhesión de las empresas al Pacto Mundial como determinante del compromiso con la Agenda 2030 en línea con la literatura previa (Rosati y Faria, 2019; Martínez-Ferrero y García-Meca, 2020). Sin embargo, a diferencia de otros entornos institucionales, en el contexto español el tamaño y el valor de mercado de las empresas también determinan de forma positiva el compromiso de las empresas con los ODS.

Este trabajo pretende contribuir al ámbito del gobierno corporativo y la sostenibilidad de diversas formas. Por un lado, se trata del primer estudio que analiza para la totalidad de empresas cotizadas españolas cómo estas implementan sus actuaciones de sostenibilidad de acuerdo con los ODS. De tal manera, cuantifica la proporción de empresas que declaran incorporar la Agenda 2030 en su actividad empresarial y

permite identificar cuáles son los ODS abordados con mayor frecuencia y cuáles reciben una atención secundaria, atendiendo también al componente temporal y sectorial. Por otro lado, mientras que la literatura previa se ha centrado en el análisis del impacto del gobierno corporativo en la probabilidad de la que las empresas mencionen los ODS en sus informes de sostenibilidad o RSC, este estudio avanza en esta línea y considera además el número de ODS que las empresas declaran abordar. Además, las muestras utilizadas en los estudios previos están conformadas por empresas que elaboran sus informes de sostenibilidad o RSC de acuerdo con los indicadores internacionales GRI (Global Reporting Initiative, 2021). Este estudio considera un mercado completo y, por tanto, abre el análisis a empresas heterogéneas, lo que permite analizar las cuestiones planteadas no solo entre las empresas relativamente homogéneas y que siguen estándares específicos en lo referente a la comunicación de información sobre sostenibilidad. Finalmente, este trabajo analiza si el compromiso de las empresas con la Agenda 2030 condiciona de forma positiva su inclusión en los índices bursátiles que consideran los criterios ASG. Sin embargo, ni las características de gobierno corporativo de las empresas ni el hecho de que aborden la Agenda 2030 en sus actuaciones de sostenibilidad incrementan la probabilidad de que las empresas sean incluidas en estos índices de sostenibilidad.

El resto del artículo se estructura como sigue: en la sección 2 se describen la base de datos, las variables y la metodología empleada en el estudio; a continuación, en la sección 3, se presentan los resultados. Las conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación se exponen en la sección 4.

## 2 Base de datos, variables y metodología

### 2.1 Muestra y base de datos

La muestra es un panel formado por todas las empresas españolas (financieras y no financieras) que cotizaban en el mercado continuo durante el periodo 2015-2019. La muestra es un panel no balanceado compuesto por 132 empresas y 591 observaciones, tal y como se describe en el cuadro 1.

#### Descripción de la muestra

CUADRO 1

Año	N	%
2015	112	18,95
2016	118	19,97
2017	122	20,64
2018	122	20,64
2019	117	19,80
<b>Total</b>	<b>591</b>	<b>100,00</b>

Fuente: Elaboración propia.

La información necesaria para estimar las variables utilizadas en el estudio se ha extraído manualmente de diversas fuentes. Los datos sobre los ODS provienen de

las memorias de sostenibilidad, las memorias de RSC, los informes anuales, los informes integrados, los informes de gestión y los estados de información no financiera de las empresas. La información sobre la adhesión de las empresas al Pacto Mundial procede de la página web United Nations Global Compact (2021). Por su parte, la información sobre la inclusión de las empresas en diferentes índices de sostenibilidad se ha extraído de Bolsa de Madrid (2021), S&P Dow Jones Indices (2021) y Qontigo (2021). Por otro lado, la información sobre gobierno corporativo proviene de los informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) de las empresas y la información financiera de las bases de datos Thomson Reuters Eikon y de la Bolsa de Madrid.

## 2.2 Variables

En el anexo I se puede encontrar la definición de las variables utilizadas en el estudio. En primer lugar, se han estimado una serie de variables que recogen la información que las empresas elaboran sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad y su compromiso con los ODS. La variable *sostenibilidad* es una variable *dummy* que toma el valor 1 si la empresa informa sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad en sus informes anuales, ya sea mediante la elaboración de una memoria de sostenibilidad o RSC, a través de un informe integrado o incluyendo información al respecto en el informe anual, en el informe de gestión o en el estado de información no financiera. Con respecto a las variables que hacen referencia al compromiso de las empresas con la Agenda 2030, se ha estimado una variable *dummy* (ODS) que toma el valor 1 si la empresa menciona los ODS entre sus actuaciones en materia de sostenibilidad y 0 en caso contrario. Análogamente, se han estimado un total de 17 variables *dummy* que recogen para cada uno de los 17 ODS definidos por las Naciones Unidas si la empresa hace referencia explícita a cada uno de ellos (*ODS1 – Fin de la pobreza; ODS2 – Hambre cero; ODS3 – Salud y bienestar; ODS4 – Educación de calidad; ODS5 – Igualdad de género; ODS6 – Agua limpia y saneamiento; ODS7 – Energía asequible y no contaminante; ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico; ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras; ODS10 – Reducción de las desigualdades; ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles; ODS12 – Producción y consumo responsables; ODS13 – Acción por el clima; ODS14 – Vida submarina; ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres; ODS16 – Paz, justicia e instituciones sólidas, y ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos*). Finalmente, la variable *NODS* recoge el número total de ODS que la empresa declara abordar.

La inclusión de las empresas en los índices de sostenibilidad se captura a través de cuatro variables *dummy* que toman el valor 1 si la empresa está indexada en los índices FTSE 4 Good Ibex, DJSI Word, DJSI Europe o STOXX Global ESG, respectivamente. Además, la variable *índice* toma el valor 1 si la empresa está indexada en alguno de los cuatro índices de sostenibilidad anteriormente mencionados y 0 en caso contrario. Finalmente, con relación a la sostenibilidad, la variable *dummy adhesión al Pacto Mundial* recoge si la empresa está adherida al Pacto Mundial de las Naciones Unidas.

Las características de gobierno corporativo se miden a través de cuatro variables continuas y una variable *dummy*: i) el número total de miembros del consejo de

administración (*tamaño del consejo*); ii) el porcentaje de consejeros independientes (*consejeros independientes*); iii) el porcentaje de mujeres consejeras (*mujeres consejeras*); iv) el número de total de reuniones anuales celebradas por el consejo de administración (*reuniones del consejo*), y v) una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando el cargo de presidente del consejo de administración no coincide en la misma persona que ostenta el cargo de director general o CEO de la compañía (*no dualidad*). Además, se ha definido una variable *dummy* adicional que toma el valor 1 cuando el consejo de administración tiene una comisión específica de sostenibilidad o RSC y 0 en caso contrario (*comisión de sostenibilidad*).

Finalmente, se definen variables que recogen una serie de características de las empresas: el logaritmo del valor en libros del activo total como variable *proxy* del tamaño de la empresa (*activo*), la ratio de *endeudamiento*, la ratio *market-to-book* como *proxy* del valor de mercado de la empresa y el número de años transcurridos desde la fundación de la empresa (*edad*).

### 2.3 Metodología

Tras un análisis descriptivo, para analizar si las características del gobierno corporativo influyen en la probabilidad de que las empresas informen sobre su compromiso con la Agenda 2030, se utilizan modelos probit para datos de panel, mientras que para analizar si el gobierno corporativo influye en el número de ODS que las empresas declaran abordar se estiman modelos tobit para datos de panel.

Los modelos probit para datos de panel se estiman como sigue:

$$E[ODS_{it}^* | CG_{it}, CG_{it-1}, X_{it}] = \alpha_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 GC_{it-1} + \beta_3 X_{it} + \sum_{t=2015}^{2019} A_t + \sum_{j=1}^7 S_{ij} + \varepsilon_{it}$$

donde  $ODS_{it}$  es una variable *dummy* que refleja si la empresa  $i$  en el año  $t$  informa sobre su compromiso con los ODS;  $GC_{it}$  y  $GC_{it-1}$  son las variables explicativas que hacen referencia a las características de gobierno corporativo de las empresas (*tamaño del consejo*, *consejeros independientes*, *mujeres consejeras*, *reuniones del consejo* y *no dualidad*);  $X_{it}$  son las variables de control (*comisión de sostenibilidad*, *adhesión al Pacto Mundial*, *activo*, *endeudamiento*, *market-to-book ratio* y *edad*);  $\sum_{t=2015}^{2019} A_t$  y  $\sum_{j=1}^7 S_{ij}$

son un conjunto de variables dicotómicas que recogen los efectos anuales y el sector, respectivamente, y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error aleatorio.

Los modelos tobit para datos de panel se estiman como sigue:

$$E[NODS_{it} | CG_{it}, CG_{it-1}, X_{it}, NODS_{it} > 0] = \alpha_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 GC_{it-1} + \beta_3 X_{it} + \sum_{t=2015}^{2019} A_t + \sum_{j=1}^7 S_{ij} + \vartheta \lambda_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde  $NODS_{it}$  es una variable continua truncada en cero ( $NODS = 0$  en un 64,64 % de las observaciones) que captura el número de ODS que la empresa  $i$  en el año  $t$  declara abordar;  $\lambda_{it}$  es la ratio inversa de Mills que captura el grado de truncamiento;

$GC_{it}$ ,  $GC_{it-1}$ ,  $X_{it}$ ,  $\sum_{t=2015}^{2019} A_t$  y  $\sum_{j=1}^7 S_{ij}$  son los mismos vectores de variables empleados en los modelos probit, y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error aleatorio.

Los modelos de datos de panel controlan por la heterogeneidad inobservable descomponiendo el término de error aleatorio en dos componentes: i) un efecto conjunto ( $\mu_{it}$ ) que depende de la empresa y del periodo de tiempo, y ii) un efecto individual ( $\eta_i$ ) que captura las características de las empresas y se mantiene constante a lo largo del tiempo. La variable *mujeres consejeras* se ha estimado en el periodo  $t-1$  para controlar por potenciales problemas de endogeneidad, al estar relacionada con 2 de los 17 ODS (*ODS5 – Igualdad de género* y *ODS10 – Reducción de las desigualdades*).

Adicionalmente, se analiza si las características de gobierno corporativo influyen en el número de ODS que las empresas declaran abordar para la submuestra de empresas que informan sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad. Para ello, se utiliza el método Heckman de dos etapas para controlar por el sesgo de selección muestral. Es decir, se considera que la decisión de informar sobre sus actuaciones de sostenibilidad no es aleatoria, sino que es el resultado de otro proceso.

En la primera etapa del análisis Heckman, a través de un modelo probit se estima la probabilidad de que una empresa informe sobre sus acciones en relación con la sostenibilidad (ecuación de selección), mientras que en la segunda etapa se estima el modelo final mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO). El método Heckman requiere que: i) se identifique al menos una variable que sea significativa en la primera etapa o ecuación de selección y no en la segunda etapa, y ii) que la mayoría de las variables incluidas en la segunda etapa se incluyan también en la ecuación de selección. La variable incorporada en la primera etapa es una variable *dummy* (*R54*) que toma el valor 1 cuando las empresas declaran en su IAGC que cumplen con la recomendación 54 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (2015<sup>1</sup>) y 0 en caso contrario. Esta variable (*R54*) es significativa en la ecuación de selección (*i. e.*, influye de forma significativa en la probabilidad de que una empresa informe sobre sus actuaciones en relación con la sostenibilidad) pero no en la ecuación final (*i. e.*, no influye en el número de ODS que la empresa declara abordar).

Para controlar por el potencial sesgo de selección muestral, el método Heckman de dos etapas genera un parámetro adicional, la ratio inversa de Mills, que se incorpora en la ecuación correspondiente a la segunda etapa de estimación como un regresor adicional y aproxima la probabilidad de que una empresa informe sobre sus acciones en materia de sostenibilidad.

---

1 «Que la política de responsabilidad social corporativa incluya los principios o compromisos que la empresa asuma voluntariamente en su relación con los distintos grupos de interés e identifique al menos: a) los objetivos de la política de responsabilidad social corporativa y el desarrollo de instrumentos de apoyo; b) la estrategia corporativa relacionada con la sostenibilidad, el medio ambiente y las cuestiones sociales; c) las prácticas concretas en cuestiones relacionadas con: accionistas, empleados, clientes, proveedores, cuestiones sociales, medio ambiente, diversidad, responsabilidad fiscal, respeto de los derechos humanos y prevención de conductas ilegales; d) los métodos o sistemas de seguimiento de los resultados de la aplicación de las prácticas concretas señaladas en la letra anterior, los riesgos asociados y su gestión; e) los mecanismos de supervisión del riesgo no financiero, la ética y la conducta empresarial».

La ecuación de selección se define como:

$$E[\text{Sostenibilidad}_{it}^* | R54_{it}, GC_{it}, X_{it}] = \delta_0 + \gamma_1 R54_{it} + \gamma_2 GC_{it} + \gamma_3 X_{it} + \sum_{t=2015}^{2019} A_t + \sum_{j=1}^7 S_{ij} + \mu_{it}$$

donde  $\text{Sostenibilidad}_{it}$  es una variable *dummy* que refleja si la empresa  $i$  en el año  $t$  informa sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad;  $R54_{it}$  es la variable adicional incorporada en la ecuación de selección y que recoge el cumplimiento de la empresa con la recomendación 54 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas;  $GC_{it}$  son las variables explicativas que hacen referencia a las características de gobierno corporativo de las empresas (*tamaño del consejo, consejeros independientes, mujeres consejeras, reuniones del consejo y no dualidad*);  $X_{it}$  son las variables de control (*comisión de sostenibilidad, adhesión al Pacto Mundial, activo, endeudamiento, Market-to-book ratio y edad*);  $\sum_{t=2015}^{2019} A_t$  y  $\sum_{j=1}^7 S_{ij}$  son el conjunto de variables dicotómicas que recogen los efectos anuales y el sector, respectivamente, y  $\mu_{it}$  es el término de error aleatorio.

Y la ecuación corregida se define:

$$NODS_{it} = \alpha_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 GC_{it-1} + \beta_3 X_{it} + \sum_{t=2015}^{2019} A_t + \sum_{j=1}^7 S_{ij} + \vartheta \lambda_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde  $NODS_{it}$  captura el número de ODS que la empresa  $i$  en el año  $t$  declara abordar;  $\lambda_{it}$  es la ratio inversa de Mills que se calcula como sigma ( $\sigma$ ) multiplicado por rho ( $\rho$ ), siendo sigma la desviación estándar de los residuos de la ecuación de la segunda etapa y rho la correlación entre los términos de error de las ecuaciones de la primera y la segunda etapa;  $GC_{it}$ ,  $GC_{it-1}$ ,  $X_{it}$ ,  $\sum_{t=2015}^{2019} A_t$  y  $\sum_{j=1}^7 S_{ij}$  son los mismos vectores de variables incluidos en la ecuación de selección, y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error aleatorio.

Finalmente, para analizar si el hecho de que las empresas informen sobre su compromiso con la Agenda 2030 y el número de ODS que afirman abordar influye en la probabilidad de que las empresas estén incluidas en índices de sostenibilidad, se estiman modelos probit para datos de panel como sigue:

$$E[\text{Índice}_{it}^* | VODS_{it-1}, Z_{it-1}] = \alpha_0 \zeta_0 + \beta_1 VODS_{it-1} + \beta_2 Z_{it-1} + \sum_{t=2015}^{2019} A_t + \sum_{j=1}^7 S_{ij} + \varepsilon_{it}$$

donde  $\text{Índice}_{it}$  es una variable *dummy* que refleja si la empresa  $i$  en el año  $t$  está incluida en el índice FTSE 4 Good Ibex, en los índices DJSI World o DJSI Europe, o en el índice STOXX Global ESG;  $VODS_{it-1}$  es un vector de variables que hacen referencia a la información que las empresas incluyen en sus informes sobre su compromiso con la Agenda 2030 (ODS y NODS);  $Z_{it-1}$  son las variables de control (*tamaño del consejo, consejeros independientes, mujeres consejeras, reuniones del consejo, no dualidad, comisión de sostenibilidad, adhesión al Pacto Mundial, activo, endeudamiento, market-to-book ratio y edad*);  $\sum_{t=2015}^{2019} A_t$  y  $\sum_{j=1}^7 S_{ij}$  son un conjunto de variables dicotómicas que recogen los efectos anuales y el sector, respectivamente, y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error aleatorio.

## 3 Resultados

### 3.1 Análisis descriptivo

El cuadro 2 presenta el análisis descriptivo para todas las variables consideradas en el estudio (2015-2019). En el panel A se muestran los descriptivos de las variables relativas a la información sobre sostenibilidad y ODS, en el panel B los de las variables sobre la inclusión de las empresas en los índices de sostenibilidad y su adhesión al Pacto Mundial, en el panel C se incluyen los estadísticos de las variables relativas a las características de gobierno corporativo y, finalmente, el panel D muestra los estadísticos descriptivos de las variables que recogen otras características relevantes de las empresas.

Los resultados incluidos en el panel A revelan que el 81,22 % de empresas incluye en sus informes anuales información sobre sus actuaciones en materia de *sostenibilidad* en el periodo 2015-2019, mientras que el porcentaje de empresas que incluye información sobre su compromiso con los ODS se sitúa en el 44,33 %. De media las empresas cotizadas españolas abordan 4 ODS de los 17 establecidos (*NODS*), siendo los ODS más frecuentes el *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico* (31,81 %), el *ODS13 – Acción por el clima* (28,93 %), el *ODS7 – Industria, innovación e infraestructuras* (27,75 %), el *ODS4 – Educación de calidad* (25,55 %) y el *ODS12 – Producción y consumo responsable* (25,04 %), que son abordados por más de un cuarto de ellas. Entre una cuarta y una quinta parte de las empresas abordan el *ODS5 – Igualdad de género* (24,20 %), el *ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos* (24,03 %), el *ODS3 – Salud y bienestar* (23,01 %), el *ODS7 – Energía asequible y no contaminante* (23,01 %), el *ODS10 – Reducción de las desigualdades* (21,49 %) y el *ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles* (21,32 %). Por el contrario, los ODS menos frecuentes son el *ODS16 – Paz, justicia e instituciones sólidas* (19,63 %), el *ODS1 – Fin de la pobreza* (16,41 %), el *ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres* (16,07 %), el *ODS6 – Agua limpia y saneamiento* (15,23 %), el *ODS14 – Vida submarina* (11,84 %) y, finalmente, el *ODS2 – Hambre cero*, abordado este último por tan solo el 11,17 % de las empresas de la muestra.

En relación con la inclusión de las empresas en los diferentes índices de sostenibilidad (panel B), los estadísticos muestran que el porcentaje de empresas españolas incluidas en los índices de sostenibilidad europeos y mundiales se sitúa en torno al 10 %, siendo mayor la presencia en el índice *DJSI World* (13,03 %), seguido por el índice *STOXX Global ESG* (11,51 %) y finalmente el *DJSI Europe* (11,51 %). El *FTSE 4 Good Ibex*, constituido exclusivamente por empresas españolas, engloba de media al 34,01 % de las empresas consideradas en la muestra, estando entre estas últimas la gran mayoría de las empresas incluidas en los índices europeos y mundiales. Así, el 35,36 % de las empresas españolas forman parte de algún *índice de sostenibilidad*. Con respecto a la *adhesión al Pacto Mundial*, un 44,33 % de las empresas están adheridas. Si bien este porcentaje coincide con el de empresas que declaran su compromiso con la Agenda 2030 (ODS = 44,33 %), no todas las empresas adheridas al Pacto Mundial informan sobre sus actuaciones en el marco de los ODS y viceversa.

Con respecto a las características de gobierno corporativo, los consejos de administración están formados por una media de 10 consejeros (*tamaño del consejo*), de los cuales un 44,03 % son *consejeros independientes* y un 18,24 %, *mujeres consejeras*.

Los consejos de administración se reúnen, de media, 11 veces a lo largo del año (*reuniones del consejo*). En un 70,22 % de las empresas el cargo de presidente del consejo de administración no coincide en la misma persona que ostenta el cargo de director general o CEO (*no dualidad*). Por último, un 9,14 % de los consejos cuenta con una *comisión de sostenibilidad* específica.

El panel D muestra que, de media: el *activo* total es 34.236,84 millones de euros; las empresas tienen una ratio de *endeudamiento* de 0,70; la ratio *market-to-book* toma un valor de 1,71 y las empresas cuentan con una trayectoria de 46 años desde su fundación (*edad*).

## Estadísticos descriptivos

CUADRO 2

### Panel A: información sobre sostenibilidad y ODS

Variable	Media/ frecuencia (a)	SD	Mín.	Mediana	Máx.	N
Sostenibilidad (a)	81,22	0,39	0	1	1	591
ODS (a)	44,33	0,50	0	0	1	591
ODS1 – Fin de la pobreza (a)	16,41	0,37	0	0	1	591
ODS2 – Hambre cero (a)	11,17	0,32	0	0	1	591
ODS3 – Salud y bienestar (a)	23,01	0,42	0	0	1	591
ODS4 – Educación de calidad (a)	25,55	0,44	0	0	1	591
ODS5 – Igualdad de género (a)	24,20	0,43	0	0	1	591
ODS6 – Agua limpia y saneamiento (a)	15,23	0,36	0	0	1	591
ODS7 – Energía asequible y no contaminante (a)	23,01	0,42	0	0	1	591
ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico (a)	31,81	0,47	0	0	1	591
ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras (a)	27,75	0,45	0	0	1	591
ODS10 – Reducción de las desigualdades (a)	21,49	0,41	0	0	1	591
ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles (a)	21,32	0,41	0	0	1	591
ODS12 – Producción y consumo responsables (a)	25,04	0,43	0	0	1	591
ODS13 – Acción por el clima (a)	28,93	0,45	0	0	1	591
ODS14 – Vida submarina (a)	11,84	0,32	0	0	1	591
ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres (a)	16,07	0,38	0	0	1	591
ODS16 – Paz, justicia e instituciones sólidas (a)	19,63	0,40	0	0	1	591
ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos (a)	24,03	0,43	0	0	1	591
NODS	3,66	5,71	0	0	17	591

### Panel B: índices de sostenibilidad y adhesión al Pacto Mundial

Variable	Frecuencia	SD	Mín.	Mediana	Máx.	N
FTSE 4 Good Ibex	34,01	0,47	0	0	1	591
DJSI World	13,03	0,34	0	0	1	591
DJSI Europe	10,66	0,31	0	0	1	591
STOXX Global ESG	11,51	0,32	0	0	1	591
Índice	35,36	0,48	0	0	1	591
Adhesión al Pacto Mundial	44,33	0,50	0	0	1	591

## Panel C: gobierno corporativo

Variable	Media/ frecuencia (a)	SD	Mín.	Mediana	Máx.	N
Tamaño del consejo	10,26	3,27	4	10	18	591
Consejeros independientes	44,03	15,71	12,5	42,86	100	591
Mujeres consejeras	18,24	12,18	0	16,67	57,14	591
Reuniones del consejo	11,01	4,11	1	11	42	591
No dualidad (a)	70,22	0,46	0	1	1	591
Comisión de sostenibilidad (a)	9,14	0,29	0	0	1	591

## Panel D: otras características

Variable	Media	SD	Mín.	Mediana	Máx.	N
Activo	14,38	2,42	7,83	14,20	21,14	591
Activo (millones de euros)	34.236,83	153.819,9	2,52	1.468,99	1.522.695	591
Endeudamiento	0,70	0,34	0,01	0,69	3,64	591
Market-to-book ratio	1,71	1,99	0,38	1,24	32,16	591
Edad	46,44	34,78	0	39	188	591

Fuente: Cálculos propios.

El cuadro 3 muestra la evolución anual durante el periodo 2015-2019 de las variables relativas a la información sobre sostenibilidad y ODS. Se observa que el porcentaje de empresas que informan en sus informes anuales acerca de sus actuaciones en materia de *sostenibilidad* ha crecido de forma continua durante el periodo de estudio desde el 72,32 % en 2015 hasta el 89,74 % en 2019. Análogamente, el porcentaje de empresas que informan sobre su compromiso con los ODS también ha experimentado un crecimiento desde el 17,86 % en 2015 hasta el 67,52 % en 2019.

Entre las empresas que informan sobre sus acciones de sostenibilidad en sus informes o memorias anuales (Sostenibilidad = 1), en 2015, año en el que se aprobó la Agenda 2030, el porcentaje de empresas que incluyeron información sobre los ODS se situó en el 24,69 %, para crecer dicho porcentaje hasta el 75,24 % en el año 2019. Con respecto al número de ODS abordados, se observa que las empresas que informan sobre su compromiso con la Agenda 2030 incluyen, de media, un total de 8 ODS (*NODS*). Si bien el número medio de ODS incorporados prácticamente se duplicó en 2016 (8,53) en relación con el año anterior (4,75 en 2015), el número de ODS abordados durante 2016 y 2019 se ha mantenido prácticamente estable, oscilando entre 8 y 9 ODS.

## Panel A: todas las empresas

Variable / Año	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Sostenibilidad	72,32	73,73	83,61	86,07	89,74	81,22
ODS	17,86	33,90	45,08	55,74	67,52	44,33
N	112	118	122	122	117	591

## Panel B: empresas que informan sobre sostenibilidad (Sostenibilidad = 1)

Variable / Año	2015	2016	2017	2018	2019	Total
ODS	24,69	45,98	53,92	64,76	75,24	54,58
N	81	87	102	105	105	480

## Panel C: empresas que abordan ODS (ODS = 1)

Variable / Año	2015	2016	2017	2018	2019	Total
ODS1 – Fin de la pobreza	25	45	47,27	30,88	34,17	36,19
ODS2 – Hambre cero	20	27,5	23,64	20,59	30,38	24,63
ODS3 – Salud y bienestar	25	52,5	58,18	51,47	54,43	50,75
ODS4 – Educación de calidad	40	50	60	58,82	63,29	56,34
ODS5 – Igualdad de género	35	57,5	58,18	55,88	54,43	53,34
ODS6 – Agua limpia y saneamiento	15	37,5	36,36	36,76	34,18	33,58
ODS7 – Energía asequible y no contaminante	30	52,5	52,73	55,88	53,16	50,75
ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico	45	72,5	80	69,12	74,68	70,15
ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras	25	65	69,09	61,76	67,09	61,19
ODS10 – Reducción de las desigualdades	30	47,5	50,91	48,53	51,90	47,39
ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles	20	55	53,36	42,65	50,63	47,01
ODS12 – Producción y consumo responsables	40	50	60	52,94	64,56	55,22
ODS13 – Acción por el clima	35	62,5	72,73	63,23	70,89	63,81
ODS14 – Vida submarina	20	32,5	29,09	25	25,32	26,12
ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres	20	42,5	36,36	33,82	39,24	35,45
ODS16 – Paz, justicia e instituciones sólidas	25	50	49,09	41,18	45,57	43,28
ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos	25	52,5	58,18	52,94	60,76	52,99
NODS	4,75	8,53	8,98	8,01	8,75	8,08
N	22	43	56	68	79	268

Fuente: Cálculos propios.

Tal y como muestran el cuadro 3 y el gráfico 1, las empresas que abordan los ODS priorizan el *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico* durante todo el periodo de estudio. Con respecto al resto de ODS, se observan diferencias a lo largo del periodo de estudio, aunque también ciertos patrones. Por ejemplo, entre los ODS más frecuentes abordados por las empresas destaca el *ODS13 – Acción por el clima*, que se ha mantenido entre los cinco primeros durante todo el periodo de estudio y el *ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras*, que, si bien en el año 2015 no se encontraba entre los cinco ODS más frecuentes, en 2016 se situó en el segundo puesto y entre los años 2017 y 2019 se consolidó como el tercer ODS más abordado por las empresas españolas.

También destacan entre los ODS más abordados el *ODS4 – Educación de calidad* y el *ODS12 – Producción y consumo responsables*, que, en términos globales, se sitúan entre los cinco ODS más frecuentes. Sin embargo, esto no ocurre durante todo el periodo de estudio, siendo especialmente notable la pérdida de relevancia que sufrieron ambos en el año 2016, cuando descendieron hasta las posiciones novena y décima. Finalmente, aunque no figura entre los cinco ODS priorizados en términos globales, las empresas han prestado especial atención al *ODS5 – Igualdad de género*, que se sitúa siempre entre el cuarto y el séptimo ODS más frecuentes.

De igual forma, aunque también con variaciones temporales, se observan ciertos patrones entre los cinco ODS menos abordados por las empresas españolas. En los últimos cinco puestos se sitúan durante todo el periodo de estudio el *ODS2 – Hambre cero*, el *ODS14 – Vida submarina*, el *ODS6 – Agua limpia y saneamiento* y el *ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres*. Si bien en el año 2015 el *ODS1 – Fin de la pobreza* no fue uno de los 5 ODS menos abordados, desde 2016 se configura como uno de los cinco ODS con menor importancia para las empresas españolas. Cabe señalar que uno de los objetivos que ha sufrido una variación más fuerte en el orden de prelación es el *ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles*. Pese a que en 2015 fue uno de los cinco ODS menos frecuentes, un año más tarde se sitúa entre los cinco ODS prioritarios para las empresas, ocupando entre los años 2017 y 2019 puestos intermedios (9.<sup>o</sup> y 11.<sup>o</sup>). Con respecto al resto de los objetivos, con mayor o menor variación, todos se sitúan durante el periodo de estudio en posiciones intermedias (6.<sup>a</sup> a 12.<sup>a</sup>).

Este análisis parece revelar que las empresas han priorizado desde la definición de los ODS el trabajo decente, el crecimiento económico y la acción por el clima, al igual que han definido los objetivos que posicionarían los últimos en su lista de prioridades, como son: el hambre cero; la vida submarina; el agua limpia y el saneamiento; la vida y los ecosistemas terrestres y, hasta cierto punto, el fin de la pobreza. El análisis también permite entrever que, una vez que las empresas clasificaron sus objetivos prioritarios en 2015, en el año 2016 se produjeron ajustes y varios de los objetivos sufrieron variaciones importantes en el orden de prelación. Sin embargo, en 2017 la clasificación volvió a reajustarse adoptando similitudes tanto con la calificación de 2015 como con la de 2016 y este esquema pareció mantenerse relativamente estable hasta 2019.



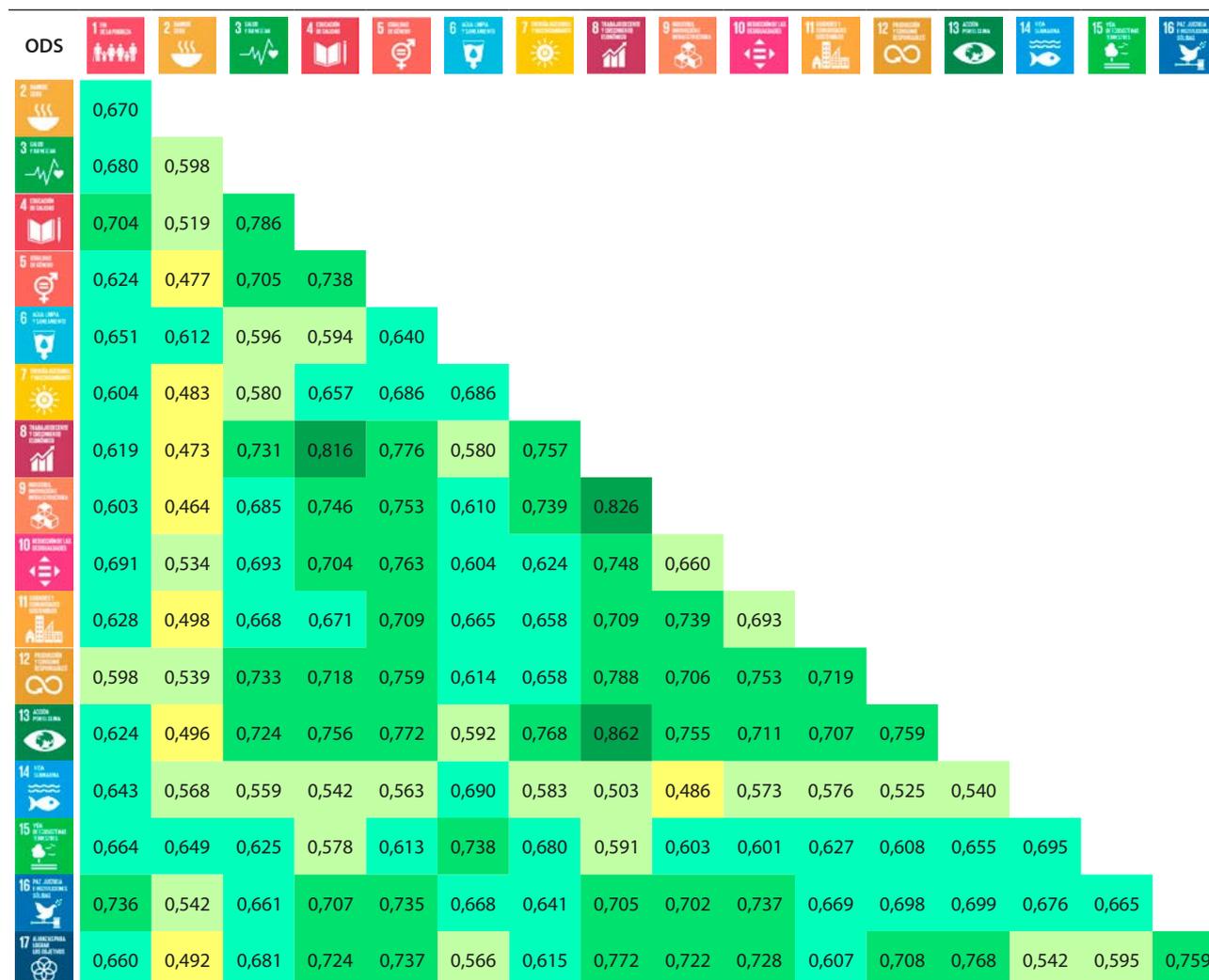
Fuente: Elaboración propia.

En el gráfico 2 se muestran los coeficientes de correlación entre los ODS abordados por las empresas durante el periodo de estudio. El ODS que con mayor frecuencia abordan las empresas, *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico*, muestra una gran correlación con otros tres de los ODS más frecuentemente afrontados, *i. e. ODS4 – Educación de calidad; ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras, y ODS13 – Acción por el clima*. Por otro lado, aunque entre todos los ODS existe una correlación positiva y significativa, el *ODS2 – Hambre cero* es el menos

correlacionado con los restantes 16 ODS, seguido por el ODS14 – Vida submarina. Tanto el ODS2 como el ODS14 son dos de los ODS que con menor frecuencia abordan las empresas y, en general, se observa que cuanto más frecuente es el ODS, mayor correlación presenta con el resto de objetivos y viceversa.

## Coefficientes de correlación

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración propia. Todos los coeficientes de correlación son significativos al 1 %.

El cuadro 4 muestra las variables relativas a la información sobre sostenibilidad y ODS proporcionada por las empresas en función del sector económico. El porcentaje de empresas que informan sobre sus actuaciones en materia de *sostenibilidad* es superior entre aquellas que pertenecen al sector financiero (91,43 %), seguidas por las empresas industriales (90,91 %), las tecnológicas y de telecomunicaciones (88,64 %) y las empresas dedicadas a los servicios de consumo (80,23 %). Un 75,51 % de las empresas del sector del petróleo y la energía incluye información sobre *sostenibilidad* en sus informes anuales, reduciéndose el porcentaje hasta el 73,68 % en el sector de bienes de consumo y hasta el 65,15 % en el sector inmobiliario. Las empresas del sector inmobiliario son además las que en menor medida abordan los ODS tanto en porcentaje (ODS = 12,12 %) como en número (NODS = 0,68). A la cola también se sitúan las empresas orientadas a la producción de bienes de consumo,

abordando el 32,33 % de las empresas 2,17 ODS de media. Aunque las empresas del sector tecnológico y de las telecomunicaciones no son las que informan en un mayor grado sobre sus actuaciones de sostenibilidad, sí son las que con mayor frecuencia informan sobre su compromiso con los ODS (65,91 %), seguidas por las empresas del sector del petróleo y la energía (63,27 %). Con respecto a estos dos últimos sectores, aunque la diferencia es muy reducida, las empresas del sector del petróleo y la energía abordan un mayor número de ODS (5,92) que las empresas tecnológicas y de telecomunicaciones (5,82). Con respecto a los sectores restantes, un 62,86 % de las empresas financieras, un 51,16 % de las empresas de servicios de consumo y un 44,06 % de las empresas industriales informan sobre su compromiso con los ODS y abordan, en términos medios, 4,59, 4,52 y 4,03 ODS respectivamente.

## Información sobre sostenibilidad y ODS por sector

CUADRO 4

Variables	Materiales						
	Petróleo y energía	básicos, industria y construcción	Bienes de consumo	Servicios de consumo	Servicios financieros	Tecnología y telecomunicaciones	Servicios inmobiliarios
	N = 49	N = 143	N = 133	N = 86	N = 70	N = 44	N = 66
Sostenibilidad	75,51	90,91	73,68	80,23	91,43	88,64	65,15
ODS	63,27	44,06	32,33	51,16	62,86	65,91	12,12
NODS	5,92	4,03	2,17	4,52	4,59	5,82	0,68

Fuente: Cálculos propios.

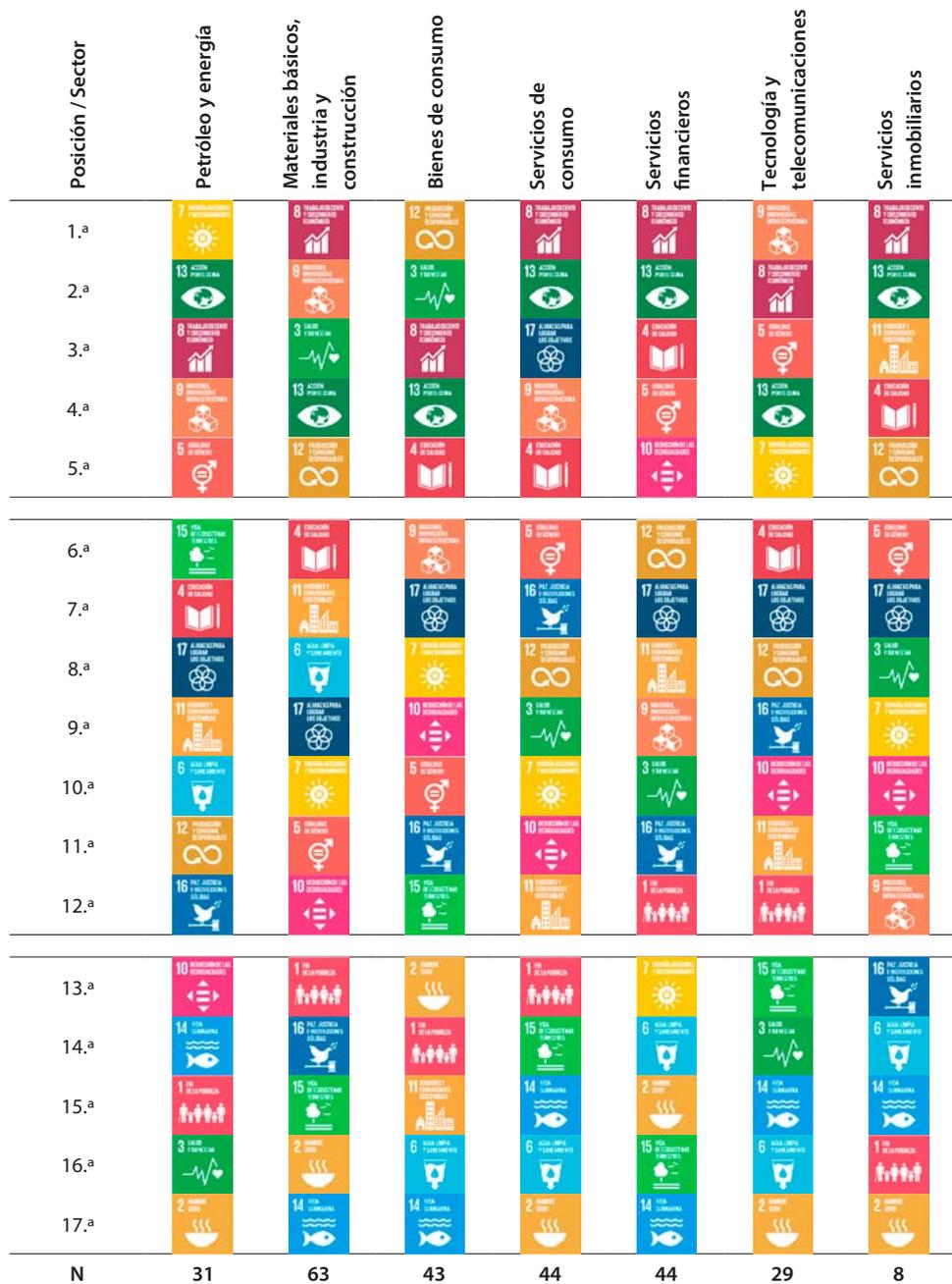
Tal y como muestra el gráfico 3, los ODS prioritarios para las empresas no son los mismos si se diferencia por sector. Si bien el *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico* y el *ODS13 – Acción por el clima* se sitúan siempre entre los cinco ODS prioritarios por parte de las empresas con independencia del sector, no siempre son los dos más importantes tal y como ocurría para la muestra total (gráfico 1). Así, el *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico* es el ODS más frecuentemente abordado en el sector industrial y entre las empresas de servicios de consumo, financieros e inmobiliarios. Por su parte, las empresas del sector del petróleo y la energía optan con mayor frecuencia por el *ODS7 – Energía asequible y no contaminante*. En cambio, las empresas del sector de bienes de consumo lo hacen por el *ODS12 – Producción y consumo responsable* y las empresas tecnológicas y de telecomunicaciones por el *ODS9 – Industria, innovación e infraestructura*.

Otra de las diferencias más significativas encontradas en el análisis por sectores con respecto al análisis de la muestra total es el hecho de que varios sectores incorporan entre sus cinco ODS principales algunos ODS situados en posiciones intermedias para la muestra total. Por ejemplo, las empresas de servicios de consumo priorizan el *ODS3 – Salud y bienestar* por delante del *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico* y del *ODS13 – Acción por el clima*, al igual que el sector industrial prioriza el *ODS3 – Salud y bienestar* por delante del *ODS13 – Acción por el clima*. De forma similar, el *ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos* es el tercer ODS más frecuentemente abordado por las empresas de servicios de consumo y el *ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles*, por las empresas de servicios inmobiliarios. Por otro lado, el *ODS10 – Reducción de las desigualdades* y el *ODS7 – Energía asequible y no contaminante* son el quinto ODS más frecuente en el sector financiero y en el sector tecnológico y de telecomunicaciones, respectivamente.

Respecto a los ODS que ocupan los últimos puestos cabe destacar que no se observan diferencias notables con respecto al análisis para toda la muestra, *i. e.*, para la mayoría de sectores los cinco ODS menos abordados coinciden con los ODS que ocupan para la muestra total los últimos puestos (*ODS1 – Fin de la pobreza, ODS2 – Hambre cero, ODS6 – Agua limpia y saneamiento, ODS14 – Vida submarina y ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres*) o puestos intermedios-bajos (*ODS 16 – Paz, justicia e instituciones; ODS10 – Reducción de las desigualdades, y ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles*). Sin embargo, si es conveniente señalar que las empresas que pertenecen al sector del petróleo y la energía y al sector de la tecnología y las telecomunicaciones abordan con una baja frecuencia relativa el *ODS3 – Salud y bienestar*, y las del sector financiero el *ODS7 – Energía asequible y no contaminante*.

Ranking de ODS por sector

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 5 resume la información que proporcionan las empresas incluidas en diferentes índices de sostenibilidad sobre sus actuaciones de sostenibilidad y su compromiso con la Agenda 2030 (panel A), los ODS específicos que estas empresas declaran abordar ordenados de mayor a menor frecuencia (panel B) y sus características de gobierno corporativo (panel C).

**Índices de sostenibilidad, información sobre sostenibilidad y ODS y gobierno corporativo**

CUADRO 5

**Panel A: información sobre sostenibilidad y ODS**

Variables	FTSE 4 Good	DJSI World	DJSI Europe	STOXX Global	Índices
	Ibex			ESG	
	N = 201	N = 77	N = 63	N = 68	N = 209
Sostenibilidad	99,00	100,00	100,00	100,00	99,04
ODS	79,10	89,61	88,89	91,18	78,47
NODS	7,53	8,95	8,63	8,85	7,52

**Panel B: ranking de ODS**

Posición	FTSE 4 Good	DJSI World	DJSI Europe	STOXX Global	Índices
	Ibex			ESG	
	N = 201	N = 77	N = 63	N = 68	N = 209
1. <sup>a</sup>					
2. <sup>a</sup>					
3. <sup>a</sup>					
4. <sup>a</sup>					
5. <sup>a</sup>					
6. <sup>a</sup>					
7. <sup>a</sup>					
8. <sup>a</sup>					
9. <sup>a</sup>					
10. <sup>a</sup>					
11. <sup>a</sup>					
12. <sup>a</sup>					
13. <sup>a</sup>					
14. <sup>a</sup>					
15. <sup>a</sup>					
16. <sup>a</sup>					
17. <sup>a</sup>					

Panel C: gobierno corporativo

Variables	FTSE 4 Good		DJSI Europe	STOXX Global	
	Ibex	DJSI World		ESG	Índices
	N = 201	N = 77	N = 63	N = 68	N = 209
Tamaño del consejo	12,55	13,18	13,41	13,54	13,47
Consejeros independientes	48,03	53,26	53,42	50,77	51,96
Mujeres consejeras	22,18	24,24	24,37	23,81	23,97
Reuniones del consejo	11,24	11,53	11,63	10,94	11,65
No dualidad	73,63	67,53	71,43	66,18	68,42
Comisión de sostenibilidad	17,91	28,57	25,40	33,82	29,47

Fuente: Cálculos propios.

El 100 % de las empresas españolas incluidas en los índices de sostenibilidad en cuya composición se consideran empresas europeas y empresas de todo el mundo (*DJSI World*, *DJSI Europe* y *STOXX Global ESG*) informan sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad. Por el contrario, el *FTSE 4 Good Ibex*, índice constituido en su totalidad por empresas cotizadas españolas, incluye alguna empresa que no incorpora información sobre sostenibilidad en sus informes o memorias anuales (Sostenibilidad = 99 %). De igual forma, el porcentaje de empresas que informan sobre su compromiso con la Agenda 2030 es muy elevado en todos los índices, alcanzándose la mayor proporción entre las empresas del *STOXX Global ESG* (91,18 %) y registrándose el valor más bajo entre las empresas del *FTSE 4 Good Ibex* (79,10 %). Las empresas incluidas en los índices de sostenibilidad realizan actuaciones que pretenden contribuir a la Agenda 2030 abarcando entre 7,5 y 9 ODS anuales.

En relación con los ODS abordados con mayor frecuencia por las empresas que componen los índices de sostenibilidad (panel B), no se observan diferencias significativas entre los índices *FTSE 4 Good Ibex*, *DJSI World* y *DJSI Europe*, tanto entre estos tres índices como con respecto a los patrones observados para la muestra total (y que se presentan en el gráfico 1). Los ODS más frecuentemente abordados son el *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico*, el *ODS13 – Acción por el clima*, el *ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras*, el *ODS4 – Educación de calidad* y otros ODS que también ocupan para la muestra total posiciones relevantes, como el *ODS5 – Igualdad de género* y el *ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos*. También coincidiendo con la muestra total, las empresas incluidas en estos tres índices de sostenibilidad abordan con menor frecuencia el *ODS2 – Hambre cero*, el *ODS14 – Vida submarina*, el *ODS1 – Fin de la pobreza*, el *ODS6 – Agua limpia y saneamiento*, el *ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres* y el *ODS16 – Paz, justicia e instituciones sólidas*. Sin embargo, sí se observa que las empresas que componen el *STOXX Global ESG* parecen dar prioridad a ciertos ODS que para otras empresas de la muestra son secundarios. Si bien el *ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico*, el *ODS13 – Acción por el clima* y el *ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras* son también prioritarios entre las empresas del *STOXX Global ESG*, el *ODS2 – Hambre cero*, que para el resto de las empresas figura siempre a la cola, se configura como uno de los cinco ODS principales para las incluidas en dicho índice. Por el contrario, el *ODS3 – Salud y bienestar* y el *ODS10 – Igualdad de oportunidades* son dos de los cinco ODS

con menor peso para las empresas del *STOXX Global ESG*, mientras que para el resto de las empresas del continuo estos dos ODS tienen una prioridad media-alta.

Con respecto a las características de gobierno corporativo (panel C), las empresas incluidas en los índices de sostenibilidad muestran tamaños de consejo similares (en torno a los 13 consejeros) y de mayor tamaño que la media del continuo (11 consejeros). Estas empresas tienen un alto porcentaje de independientes (en torno al 50 %) y un porcentaje de mujeres consejeras que oscila entre el 22,24 % y el 24,37 %, superior a la media del mercado continuo (18,24 %). Por otro lado, los consejos mantienen aproximadamente 11 reuniones anuales y el cargo de presidente del consejo y de director general o *CEO* no coinciden en la misma persona en más del 68 % de las empresas. Las reuniones del consejo y la no dualidad de las empresas incluidas en los índices de sostenibilidad están en línea con la media del continuo. Finalmente, se observa que las empresas españolas incluidas en los índices de sostenibilidad tienen con mayor frecuencia una comisión específica de sostenibilidad que el resto de las empresas del mercado continuo. Mientras que tan solo el 9,14 % de las empresas del continuo tiene una comisión específica de sostenibilidad (cuadro 2), entre las empresas incluidas en los índices de sostenibilidad este porcentaje oscila entre el 17,91 % (*FTSE 4 Good Ibex*) y el 33,82 % (*STOXX Global ESG*).

### 3.2 Impacto de las características de gobierno corporativo en la inclusión de los ODS en la información sobre sostenibilidad

Primero, se analiza si las características de gobierno de las empresas influyen en la probabilidad de que estas informen sobre su compromiso con la Agenda 2030. En el cuadro 6 se presentan los resultados del análisis considerando cada característica de gobierno corporativo individualmente (modelos 1 a 5) y todas ellas de forma conjunta (modelo 6)

Los resultados muestran que ni el *tamaño del consejo* (modelos 1 y 6) ni el número de reuniones anuales celebradas por este (modelos 4 y 6) ni el hecho de que el cargo de presidente del consejo no coincida en la misma persona que ostenta el cargo de director general o *CEO* (modelos 5 y 6) influyen en la probabilidad de que las empresas incluyan información sobre los ODS en sus informes anuales. Sin embargo, los resultados ponen de manifiesto que el porcentaje de *consejeros independientes* (modelos 2 y 6) y, en menor medida, el porcentaje de *mujeres consejeras* (modelos 3 y 6) incrementan la probabilidad de que las empresas mencionen sus actuaciones en pos de la consecución de los ODS.

Con respecto a las variables de control consideradas, los resultados ponen de manifiesto que la probabilidad de informar sobre el compromiso con los ODS aumenta si las empresas manifiestan su *adhesión al Pacto Mundial*. Además, las empresas con mayor tamaño (*activo*) y mayor valor de mercado (*market-to-book ratio*) son más propensas a reportar información sobre sus actuaciones en línea con la Agenda 2030. Cabe señalar que los resultados muestran que el hecho de que la empresa cuente con una comisión específica en materia de sostenibilidad no parece incrementar la probabilidad de que incorpore a sus informes o memorias anuales información sobre los ODS.

Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	ODS	ODS	ODS	ODS	ODS	ODS
Tamaño del consejo	-0,074 (-0,62)					0,105 (0,73)
Consejeros independientes		0,064*** (2,79)				0,059*** (2,63)
Mujeres consejeras			0,034* (1,69)			0,037* (1,67)
Reuniones del consejo				0,005 (0,09)		0,028 (0,47)
No dualidad					-0,419 (-0,81)	-0,293 (-0,51)
Comisión de sostenibilidad	0,557 (0,55)	0,560 (0,50)	1,153 (1,08)	0,524 (0,52)	0,499 (0,50)	1,129 (1,01)
Adhesión al Pacto Mundial	2,437*** (2,88)	2,799*** (2,85)	2,526*** (3,10)	2,356*** (2,86)	2,321*** (2,87)	2,757*** (3,03)
Activo	1,240*** (3,97)	1,339*** (4,30)	1,017*** (3,81)	1,158*** (4,15)	1,158*** (4,24)	1,024*** (3,24)
Endeudamiento	-0,745 (-0,77)	-1,661 (-1,49)	0,171 (0,19)	-0,668 (-0,72)	-0,663 (-0,72)	-0,472 (-0,44)
Market-to-book ratio	0,280** (2,11)	0,340** (2,35)	0,326* (1,66)	0,269** (2,06)	0,259** (2,02)	0,349* (1,66)
Edad	-0,005 (-0,46)	-0,002 (-0,15)	-0,001 (-0,07)	-0,005 (-0,50)	-0,005 (-0,46)	0,003 (0,24)
Sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald	34,42***	33,87***	30,91**	34,46***	35,14***	30,68**
N observaciones	591	591	459	591	591	459
N empresas	132	132	130	132	132	130

Fuente: Cálculos propios. Los modelos se han estimado utilizando modelos probit para datos de panel. Se muestran los coeficientes no estandarizados con valores z entre paréntesis entre. Wald es el test de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad de las variables explicativas. Los modelos se han estimado con una constante y un retardo de la variable dependiente; sin embargo, no se muestran en el cuadro. \* p < 0,10; \*\* p < 0,05; \*\*\* p < 0,01.

En segundo lugar, se analiza análogamente si las características de gobierno corporativo determinan el número total de ODS que las empresas declaran abordar. Los resultados mostrados en el cuadro 7 señalan que, de nuevo, el porcentaje de *consejeros independientes* (modelos 2 y 6) y el porcentaje de *mujeres consejeras* (modelos 3 y 6) influyen de forma significativa incrementando el número de ODS con los que las empresas declaran estar comprometidas. Igualmente, la *adhesión al Pacto Mundial* y el tamaño de la empresa son dos características que determinan de forma positiva y significativa la variedad de ODS abordados por las empresas. Finalmente, el resto de características de gobierno corporativo, *i. e.*, *tamaño del consejo*, *reuniones del consejo* y *no dualidad*, no parecen influir en el número de ODS que abordan las empresas (modelos 1, 4, 5 y 6) al igual que no lo hace la existencia de una *comisión de sostenibilidad* ni otras características empresariales como el *endeudamiento*, el valor de mercado respecto al valor contable (*market-to-book ratio*) y la antigüedad de la empresa (*edad*).

Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
	NODS	NODS	NODS	NODS	NODS	NODS
Tamaño del consejo	-0,200 (-0,73)					0,025 (0,09)
Consejeros independientes		0,076*** (2,06)				0,075* (1,92)
Mujeres consejeras			0,106** (2,19)			0,107** (2,26)
Reuniones del consejo				0,134 (0,99)		0,124 (0,84)
No dualidad					-0,136 (-0,11)	-0,269 (-0,21)
Comisión de sostenibilidad	1,492 (0,86)	1,286 (0,75)	1,025 (0,60)	1,547 (0,88)	1,415 (0,81)	0,939 (0,55)
Adhesión al Pacto Mundial	8,584*** (5,58)	8,515*** (5,82)	8,063*** (5,34)	8,397*** (5,63)	2,321*** (5,57)	8,345*** (5,51)
Activo	2,756*** (5,50)	2,460*** (5,85)	2,498*** (5,56)	2,568*** (5,92)	2,581*** (5,94)	2,342*** (4,51)
Endeudamiento	0,021 (0,01)	-0,739 (-0,33)	0,381 (0,17)	-0,156 (-0,07)	0,183 (0,08)	-0,879 (-0,38)
Market-to-book ratio	0,422 (1,10)	0,410 (1,09)	0,556 (1,18)	0,428 (1,14)	0,389 (1,00)	0,593 (1,28)
Edad	-0,005 (-0,24)	0,001 (0,01)	-0,002 (-0,12)	-0,006 (-0,31)	-0,006 (-0,28)	0,003 (0,13)
Sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald	216,70***	221,72***	162,33**	216,61***	216,76***	169,87**
N observaciones truncadas	382	382	265	382	382	265
N observaciones	591	591	459	591	591	459
N empresas	132	132	130	132	132	130

Fuente: Cálculos propios. Los modelos se han estimado utilizando modelos tobit para datos de panel. Se muestran los coeficientes no estandarizados con valores z entre paréntesis. Wald es el test de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad de las variables explicativas. Los modelos se han estimado con una constante y un retardo de la variable dependiente; sin embargo, no se muestran en el cuadro. \*p < 0,10; \*\*p < 0,05; \*\*\*p < 0,01.

Finalmente, en el cuadro 8 se muestran los resultados correspondientes a la segunda etapa de los modelos Heckman. Es decir, se han repetido las estimaciones que analizan el efecto de las características de gobierno corporativo en el número de ODS abordados por las empresas (y que se muestran en el cuadro 7) para la submuestra de empresas que informan sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad en sus informes o memorias anuales. Los resultados confirman las conclusiones extraídas en los análisis previos: cuanto mayor sea el porcentaje de *consejeros independientes* y de *mujeres consejeras*, las empresas implementarán acciones para promover un mayor número de ODS (modelos 2, 3 y 6). Asimismo, el *tamaño del consejo*, las *reuniones del consejo* y la *no dualidad* no influyen en un compromiso más intenso de las empresas con la Agenda 2030 abordando un mayor número de ODS (modelos 2, 3 y 6). Con respecto a las variables de control, para la submuestra de empresas que informan

sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad se observa, al igual que para la muestra total, un efecto positivo y significativo de las variables *adhesión al Pacto Mundial* y *activo*. Sin embargo, también se observan diferencias con respecto a la muestra total. Los modelos 1 a 5 revelan que las empresas que cuentan con una *comisión de sostenibilidad* específica implementan acciones que tienen por objeto contribuir a un mayor número de ODS. Sin embargo, este efecto es limitado, dado que, una vez se incluyen todas las variables relativas a las características de gobierno corporativo, la variable *comisión de sostenibilidad* deja de ser significativa (modelo 6).

**Impacto del gobierno corporativo en el número de ODS abordados – 2.ª etapa Heckman** CUADRO 8

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Variables	NODS	NODS	NODS	NODS	NODS	NODS
Tamaño del consejo	0,074 (0,70)					0,192 (1,55)
Consejeros independientes		0,035** (2,29)				0,048*** (2,64)
Mujeres consejeras			0,053** (2,35)			0,053** (2,39)
Reuniones del consejo				0,008 (0,14)		0,021 (0,30)
No dualidad					-0,168 (-0,32)	-0,733 (-1,27)
Comisión de sostenibilidad	2,000** (2,46)	1,818** (2,28)	1,538* (1,77)	2,006** (2,46)	1,981** (2,45)	1,191 (1,40)
Adhesión al Pacto Mundial	4,131*** (7,40)	4,241*** (7,74)	4,910*** (7,73)	4,138*** (7,53)	4,142*** (7,55)	4,856*** (7,49)
Activo	1,323*** (6,03)	1,269*** (5,97)	1,174*** (5,42)	1,381*** (6,34)	1,366*** (6,25)	0,849*** (3,79)
Endeudamiento	-0,186 (-0,20)	-0,510 (-0,54)	0,222 (0,21)	-0,309 (-0,32)	-0,224 (-0,24)	-0,111 (-0,10)
<i>Market-to-book ratio</i>	0,146 (0,82)	0,131 (0,75)	0,193 (0,88)	0,133 (0,76)	0,125 (0,71)	0,191 (0,85)
Edad	-0,003 (-0,42)	0,001 (0,08)	-0,004 (-0,46)	-0,002 (-0,32)	-0,002 (-0,29)	-0,001 (-0,02)
Sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Ratio inversa de Mills $\lambda$	5,048*** (3,96)	4,414*** (3,51)	3,393** (2,52)	4,847*** (3,82)	4,738*** (3,66)	2,501* (1,88)
Wald	227,44***	226,29***	195,74***	226,42***	224,12***	196,39**
N observaciones no censuradas	486	486	387	486	486	387
N observaciones	589	589	498	589	589	498
N empresas	132	132	130	132	132	130

Fuente: Cálculos propios. Los modelos se han estimado utilizando el método Heckman de dos etapas. Se muestran los coeficientes no estandarizados con valores z entre paréntesis. Ratio inversa de Mills  $\lambda$  es una variable que controla por el sesgo de selección muestral. Wald es el test de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad de las variables explicativas. Los modelos se han estimado con una constante y un retardo de la variable dependiente; sin embargo, no se muestran en el cuadro. \*p < 0,10; \*\*p < 0,05; \*\*\*p < 0,01.

### 3.3 Impacto del compromiso con los ODS y de las características de gobierno corporativo en la inclusión de las empresas en índices de sostenibilidad

En el cuadro 9 se muestran los resultados obtenidos tras analizar si la información proporcionada por las empresas sobre sus actuaciones en línea con la Agenda 2030 (modelos 1, 2, 4 y 5) y sus características de gobierno corporativo (modelos 3 a 5) influyen en la probabilidad de que estas sean incluidas en índices de sostenibilidad.

**Impacto de los ODS y del gobierno corporativo en la inclusión en índices de sostenibilidad**

CUADRO 9

Variables	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
	Índice	Índice	Índice	Índice	Índice
ODS	0,378 (0,53)			0,537 (0,69)	
NODS		0,059 (1,04)			0,066 (1,06)
Tamaño del consejo			-0,343 (-1,33)	-0,353 (-1,38)	-0,299 (-1,12)
Consejeros independientes			0,021 (0,54)	0,016 (0,42)	0,019 (0,47)
Mujeres consejeras			0,004 (0,10)	0,008 (0,22)	0,006 (0,16)
Reuniones del consejo			-0,183 (-1,51)	-0,192 (-1,56)	-0,209* (-1,69)
No dualidad			-0,814 (-0,81)	-0,900 (-0,92)	-0,791 (-0,83)
Comisión de sostenibilidad	1,527 (0,80)	1,392 (0,73)	1,672 (0,86)	1,618 (0,86)	1,457 (0,70)
Adhesión al Pacto Mundial	5,011*** (3,28)	4,797*** (3,15)	6,193*** (3,60)	6,130*** (3,82)	6,143*** (3,84)
Activo	3,620*** (4,95)	3,659*** (4,82)	4,315*** (4,49)	4,331*** (5,20)	4,447*** (5,19)
Endeudamiento	-0,033 (-0,02)	-0,177 (-0,10)	-0,010 (-0,01)	0,135 (0,07)	0,009 (0,01)
Market-to-book ratio	0,578** (2,18)	0,572** (2,03)	0,582* (1,65)	0,588* (1,73)	0,602 (1,59)
Edad	-0,006 (-0,28)	-0,009 (-0,44)	-0,003 (-0,14)	-0,004 (-0,17)	-0,010 (-0,39)
Sector	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Año	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Wald	41,22***	37,74***	42,90***	49,05***	35,14***
N observaciones	459	459	459	459	459
N empresas	130	130	130	130	130

Fuente: Cálculos propios. Los modelos se han estimado utilizando modelos probit para datos de panel. Se muestran los coeficientes no estandarizados con valores z entre paréntesis. Wald es el test de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas, que se distribuye asintóticamente según  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad de las variables explicativas. Los modelos se han estimado con una constante y un retardo de la variable dependiente; sin embargo, no se muestran en el cuadro. \*p < 0,10; \*\*p < 0,05; \*\*\*p < 0,01.

Los resultados señalan que el compromiso de las empresas con la Agenda 2030 (*ODS* y *NODS*) no parece influir en la inclusión de estas en los diferentes índices de sostenibilidad (modelos 1, 2, 4 y 5). De igual forma, las características de gobierno corporativo (*tamaño del consejo*, *consejeros independientes*, *mujeres consejeras*, *reuniones del consejo* y *no dualidad*) no determinan una mayor o menor probabilidad de inclusión en los índices (modelos 3 a 5). Por el contrario, los resultados señalan que hay varias características o políticas de la empresa que sí incrementan la probabilidad de que sea incluida en índices de sostenibilidad. Entre estas características se encuentran el tamaño de la empresa (*activo*) y, en menor medida, su valor de mercado (*market-to-book ratio*) y, entre las políticas, la *adhesión al Pacto Mundial*.

## 4 Conclusiones, limitaciones y futuras líneas de investigación

El estudio analiza el grado de compromiso de las empresas cotizadas españolas con los ODS que configuran la Agenda 2030 y, en concreto, la repercusión de las características de gobierno corporativo en dicho compromiso. Además, en este trabajo se analiza si las características de gobierno corporativo y el compromiso de las empresas con los ODS determinan su inclusión en índices de sostenibilidad.

El análisis pone de manifiesto que, en comparación con otros entornos institucionales, las empresas españolas tienen una mayor implicación con los ODS. Así, estudios previos muestran que el porcentaje de empresas que incluyen actuaciones que contribuyan a la consecución de los ODS en sus memorias de sostenibilidad o RSC se sitúa aproximadamente en un 25 % en Europa en el periodo 2016-2017 (Schramade, 2017; Martínez-Ferrero y García-Meca, 2020) y en un 16 % internacionalmente en 2016 (Rosati y Faria, 2019), mientras que en España alcanza el 33,90 % en 2016, el 44,33 % durante el periodo 2015-2019 y el 67,52 % en el año 2019. Además, aunque existen variaciones en función del sector de actividad, las empresas priorizan el *trabajo decente y crecimiento económico*, así como el desarrollo de la *industria, innovación e infraestructuras*, objetivos muy ligados con la actividad empresarial. De igual forma, la *acción por el clima*, la *educación de calidad* y la *producción y consumo responsables* son otros de los ODS que con mayor frecuencia abordan las empresas españolas.

Los resultados revelan que la presencia femenina en los consejos y el porcentaje de consejeros independientes potencian que las empresas lleven a cabo acciones que promuevan la consecución de los ODS. Estos resultados están en línea con la literatura previa (Martínez-Ferrero y García-Meca, 2020; Pizzi *et al.* 2021; Gallego-Sosa *et al.* 2021; Rosati y Faria, 2019). Además, una mayor independencia del consejo de administración y una mayor diversidad de género ya no solo aumentan la probabilidad de que las empresas consideren la Agenda 2030 en el diseño de sus actuaciones en materia de sostenibilidad, sino que también incrementan el número de ODS abordados. Sin embargo, los resultados muestran que otras características de gobierno corporativo como el *tamaño del consejo*, el *número de reuniones* anuales celebradas por el consejo de administración y la *no dualidad* del *CEO* no parecen influir en el grado de compromiso de las empresas con la Agenda 2030. Estos resultados coinciden con los de estudios previos en lo que se refiere al tamaño del consejo (Pizzi *et*

al. 2021) y sus reuniones anuales (Martínez-Ferrero y García-Meca, 2020; Pizzi *et al.*, 2021), pero difieren en lo relativo a la no dualidad del CEO (Martínez-Ferrero y García-Meca, 2020).

En lo que respecta a otras características de las empresas, los resultados señalan que el tamaño de la empresa y su adhesión al Pacto Mundial de las Naciones Unidas influyen de una forma positiva tanto en la probabilidad de que las empresas realicen actividades en pos de los ODS como en el número de ODS abordados, mientras que el valor de mercado repercute de forma positiva en la adopción de estrategias y acciones en línea con la Agenda 2030 pero no desde el punto de vista cuantitativo, *i. e.*, número de ODS. Los resultados están en línea con la literatura académica previa en lo relativo a la adhesión al Pacto Mundial (Rosati y Faria, 2019; Martínez-Ferrero y García-Meca, 2020) pero no en lo relativo al tamaño ni al rendimiento de la empresa, no encontrando Martínez-Ferrero y García-Meca (2020) ni Pizzi *et al.* (2021) relación entre estas variables. Estas diferencias observadas con respecto al tamaño y rendimiento pueden venir explicadas por las muestras objeto de estudio. Así, mientras que este trabajo analiza un mercado completo, la literatura previa selecciona empresas que elaboran sus informes de sostenibilidad de acuerdo con los indicadores internacionales GRI, por lo que conforman muestras más homogéneas. En resumen, para el contexto español las empresas con un mayor tamaño, mayor representación de consejeros independientes y mujeres en sus consejos de administración y adheridas al Pacto Mundial de las Naciones Unidas muestran un mayor compromiso con la Agenda 2030.

Por otro lado, los resultados revelan que el compromiso de las empresas con los ODS no parece ser determinante en la inclusión de estas en índices de sostenibilidad, al igual que no parecen serlo las características de gobierno corporativo. Sin embargo, los resultados sí permiten identificar qué otras características de las empresas, como su tamaño, su rendimiento de mercado y el hecho de que estén adheridas al Pacto Mundial de las Naciones Unidas, incrementan su probabilidad de inclusión en los diferentes índices de sostenibilidad.

El trabajo presenta una serie de limitaciones que podrían ser abordadas en futuras investigaciones; entre ellas: solo se consideran empresas españolas y, por tanto, los resultados no pueden generalizarse a otros entornos institucionales. Además, el estudio únicamente considera si las empresas declaran realizar actuaciones que contribuyan a la consecución de los diferentes ODS y, por tanto, no tiene en cuenta el seguimiento y grado de cumplimiento por parte de las empresas de las acciones y políticas diseñadas al respecto. De igual forma, algunas de las empresas que informan sobre su compromiso con la Agenda 2030 asignan diferentes grados de prioridad a los distintos ODS, no considerando este estudio ese matiz, ya que se asigna a todos los ODS abordados el mismo peso. Además de estos posibles temas de estudio asociados a las limitaciones indicadas, existen también otras futuras líneas de investigación prometedoras. Investigaciones futuras podrían considerar el potencial efecto de la estructura de la propiedad de las empresas diferenciando, por ejemplo, entre empresas familiares y no familiares, o entre empresas con altos niveles de concentración de la propiedad en manos del primer accionista, empresas donde existen varios accionistas significativos y empresas con propiedad dispersa. En línea con la estructura de la propiedad de las empresas, futuros estudios podrían analizar si el hecho de llevar a cabo actuaciones relacionadas con la Agenda 2030

atrae determinadas tipologías de inversores como, por ejemplo, inversores institucionales o extranjeros. Por otro lado, sería también interesante indagar en si existe relación entre las actuaciones en pos de los ODS y la emisión de productos financieros sostenibles y sus características. De igual forma, sería de interés analizar el grado de coherencia existente entre las estrategias y los objetivos abordados por las empresas, las actuaciones diseñadas por los gobiernos y Administraciones públicas a este respecto y las necesidades específicas detectadas en el entorno en el que se enmarcan las empresas.

## Referencias

Agarwal, N., Gneiting, U. y Mhlanga, R. (2017). *Raising the bar: Rethinking the role of business in sustainable development goals*. OXFAM Discussion Papers. Disponible en: [https://www-cdn.oxfam.org/s3fs-public/dp-raising-the-bar-business-sdgs-130217-en\\_o.pdf](https://www-cdn.oxfam.org/s3fs-public/dp-raising-the-bar-business-sdgs-130217-en_o.pdf)

Avrampou, A., Skouloudis, A., Iliopoulos, G. y Khan, N. (2019). «Advancing the Sustainable Development Goals: Evidence from leading European banks». *Sustainable Development*, Vol. 27, pp. 743-757.

Bolsa de Madrid (2021). *Composición histórica- FTSE4Good IBEX*®. Disponible en: <https://www.bolsamadrid.es/esp/Indices/Ibex/FTSE4Good.aspx>

Comisión Europea (2021). *Legislación: Gobernanza empresarial sostenible*. Disponible en: [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Gobernanza-empresarial-sostenible\\_es](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Gobernanza-empresarial-sostenible_es)

Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L. y Godos-Díez, J. L. (2020). «How significant is corporate social responsibility to business research?» *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 27, pp. 1.809-1.817.

Gallego-Sosa, C., Gutiérrez-Fernández, M., Fernández-Torres, Y. y Nevado-Gil, M. T. (2021). «Corporate Social Responsibility in the European banking sector: Commitment to the 2030 Agenda and its relationship with gender diversity». *Sustainability*, Vol. 13, pp. 1.731.

Global Reporting Initiative (2021). *GRI Sustainability Disclosure Database*. Disponible en: <https://database.globalreporting.org/>

Hahn, R., y Kühnen, M. (2013). «Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research». *Journal of Cleaner Production*, Vol. 59, pp. 5-21.

Jain, T. y Jamali, D. (2016). «Looking inside the black box: The effect of corporate governance on corporate social responsibility». *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, pp. 253-273.

Martínez-Ferrero, J. y García-Meca, E. (2020). «Internal corporate governance strength as a mechanism for achieving sustainable development goals». *Sustainable Development*, Vol. 28, pp. 1.189-1.198.

Naciones Unidas (2021). *Objetivos de Desarrollo Sostenible*. Disponible en: <https://www.un.org/sustainabledevelopment/es/objetivos-de-desarrollo-sostenible/>

Pillai, K. V., Slutsky, P., Wolf, K., Duthler, G. y Stever, I. (2017). «Companies' accountability in sustainability. A comparative analysis of SDGs in five countries». En J. Servaes (Ed.), *Sustainable development goals in the Asian context* (pp. 85-106). Springer, Singapur.

Pizzi, S., Rosati, F. y Venturelli, A. (2021). «The determinants of business contribution to the 2030 Agenda: Introducing the SDG Reporting Score». *Business Strategy and the Environment*, Vol. 30, p. 404-421.

PWC (2017). *El enfoque de inversión en los ODS*. Disponible en: <https://www.unpri.org/download?ac=6251>

Qontigo (2021). *STOXX® Global ESG Leaders*. Disponible en: <https://www.stoxx.com/index-details?symbol=SXWESGU&stoxxindex=sxwesgu&searchTerm=ESG>

Rosati, F. y Faria, L. G. D. (2019). «Business contribution to the Sustainable Development Agenda: Organizational factors related to early adoption of SDG reporting». *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 26, p. 588-597.

Schramade, W. (2017). «Investing in the UN Sustainable Development Goals: Opportunities for companies and investors». *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 29 N.º 2, p. 87-99.

S&P Dow Jones Indices (2021). *Dow Jones Sustainability Indices components*. Disponible en: <https://www.spglobal.com/esg/csa/csa-resources/dow-jones-sustainability-indices-components-bh19>

United Nations Global Compact (2021). *Pacto Mundial Red Española*. Disponible en: <https://www.pactomundial.org/nuestros-socios/>

# Anexo I

## Definición de las variables de estudio

CUADRO A1

Variables	Descripción
<b>Información sobre sostenibilidad y ODS</b>	
Sostenibilidad	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa informa sobre sus actuaciones en materia de sostenibilidad en sus informes anuales (memoria de sostenibilidad o RSC, informe integrado, informe anual o informe de gestión) y 0 en caso contrario.
ODS	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar los ODS en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS1 – Fin de la pobreza	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS1 (Fin de la pobreza) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS2 – Hambre cero	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS2 (Hambre cero) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS3 – Salud y bienestar	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS3 (Salud y bienestar) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS4 – Educación de calidad	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS4 (Educación de calidad) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS5 – Igualdad de género	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS5 (Igualdad de género) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS6 – Agua limpia y saneamiento	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS6 (Agua limpia y saneamiento) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS7 – Energía asequible y no contaminante	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS7 (Energía asequible y no contaminante) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS8 – Trabajo decente y crecimiento económico	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS8 (Trabajo decente y crecimiento económico) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS9 – Industria, innovación e infraestructuras	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS9 (Industria, innovación e infraestructuras) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS10 – Reducción de las desigualdades	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS10 (Reducción de las desigualdades) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS11 – Ciudades y comunidades sostenibles	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS11 (Ciudades y comunidades sostenibles) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS12 – Producción y consumo responsables	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS12 (Producción y consumo responsables) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS13 – Acción por el clima	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS13 (Acción por el clima) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS14 – Vida submarina	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS14 (Vida submarina) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS15 – Vida de ecosistemas terrestres	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS15 (Vida de ecosistemas terrestres) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS16 – Paz, justicia e instituciones sólidas	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS16 (Paz, justicia e instituciones sólidas) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
ODS17 – Alianzas para lograr los objetivos	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 si la empresa declara abordar el ODS17 (Alianzas para lograr los objetivos) en sus informes anuales y 0 en caso contrario.
NODS	Número total de ODS que la empresa declara abordar en sus informes anuales.

## Definición de las variables de estudio (continuación)

CUADRO A1

VARIABLES	DESCRIPCIÓN
<b>Índices de sostenibilidad y adhesión al Pacto Mundial</b>	
FTSE 4 Good Ibex	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando la empresa está incluida en el índice de sostenibilidad FTSE 4 Good Ibex y 0 en caso contrario.
DJSI World	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando la empresa está incluida en el índice de sostenibilidad DJSI Word y 0 en caso contrario.
DJSI Europe	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando la empresa está incluida en el índice de sostenibilidad DJSI Europe y 0 en caso contrario.
STOXX Global ESG	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando la empresa está incluida en el índice de sostenibilidad STOXX Global ESG y 0 en caso contrario.
Índice	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando la empresa está incluida en algún índice de sostenibilidad (FTSE 4 Good Ibex, DJSI Word, DJSI Europe o STOXX Global ESG) y 0 en caso contrario.
Adhesión al Pacto Mundial	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando la empresa está adherida al Pacto Mundial de las Naciones Unidas y 0 en caso contrario.
<b>Gobierno corporativo</b>	
Tamaño del consejo	Número total de consejeros.
Consejeros independientes	Porcentaje de consejeros independientes en el consejo de administración.
Mujeres consejeras	Porcentaje de mujeres en el consejo de administración.
Reuniones del consejo	Número de total de reuniones anuales del consejo de administración.
No dualidad	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando el cargo de presidente del consejo de administración no coincide en la misma persona que ostenta el cargo de director general o CEO y 0 en caso contrario.
Comisión de sostenibilidad	Variable <i>dummy</i> que toma el valor 1 cuando el consejo de administración tiene una comisión de sostenibilidad o RSC específica y 0 en caso contrario.
<b>Otras características</b>	
Activo	Logaritmo del valor en libros del activo total (miles de euros).
Endeudamiento	Ratio de endeudamiento definida como: valor en libros de la deuda total / valor en libros del activo total.
Market-to-book ratio	Ratio precio/valor contable definida como: valor de mercado de la empresa + valor en libros de su deuda / valor en libros del activo total.
Edad	Número de años transcurridos desde el año de fundación de la empresa.

## Lista de abreviaturas

CUADRO A2

ABREVIATURAS	DESCRIPCIÓN
ASG	Ambiental, social y de buen gobierno
CEO	Chief Executive Officer
GRI	Global Reporting Initiative
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
RSC	Responsabilidad social corporativa



# Índices de referencia climáticos y de sostenibilidad y su contribución al cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible

María José Gómez Yubero  
Bárbara Gullón Ojesto (\*)

(\*) María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto trabajan en la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autoras y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Las autoras agradecen la valiosa colaboración prestada por Jorge Medina Sánchez-Seco, Paloma Cachón Domínguez y Jesús Cuéllar Escudero.



# Índice

Siglas utilizadas	125	
Resumen	127	
1	Introducción	129
2	Desarrollo sostenible: evolución y contexto	130
3	Función de los índices de referencia	131
4	Regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad	135
4.1	Nuevos tipos de índices climáticos	137
4.2	Nuevas obligaciones de información	140
4.2.1	Factores ASG y cómo han de publicarse	141
4.2.2	Transparencia de la Metodología	144
4.3	Cuestiones que precisan aclaración o mejora	145
5	Calificaciones ASG: una base necesaria para la consolidación de los índices sostenibles	146
5.1	Vulnerabilidades y riesgos que presenta el mercado de calificaciones ASG	146
5.2	Medidas propuestas para reforzar la confianza en las calificaciones ASG	147
6	Relación entre productos de inversión e índices climáticos y de sostenibilidad	148
6.1	El Reglamento sobre divulgación de finanzas sostenibles	149
6.2	Índices utilizados por los fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV	153
6.3	Análisis comparativo del rendimiento de índices tradicionales e índices climáticos y de sostenibilidad	154
7	Conclusiones	157
Referencias y bibliografía	158	

## Índice de cuadros

Cuadro 1	Fechas clave en la implementación de la regulación sobre índices climáticos y de sostenibilidad	137
Cuadro 2	Similitudes y diferencias entre índices TC e índices AP	138
Cuadro 3	Número de factores ASG de divulgación obligatoria correspondientes a cada tipo de activo subyacente	142
Cuadro 4	Factores ASG de divulgación obligatoria en función de los tipos de activos del índice	143

Cuadro 5	Recomendaciones de ESMA sobre regulación de <i>ratings</i> ASG	148
Cuadro 6	Clasificación de productos según SFDR	150
Cuadro 7	Obligaciones de transparencia para los productos financieros cuando designen un índice de referencia	152
Cuadro 8	Rentabilidades acumuladas a 1, 2 y 3 años de los índices Ibex 35, FTSE 4Good Ibex, HDAX, Dax 50 ESG, Eurostoxx 50 y Eurostoxx-ESG 50 Leaders	156

## Índice de gráficos

Gráfico 1	Número de fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia	153
Gráfico 2	Comportamiento comparado del Ibex 35 y el FTSE 4Good Ibex en el periodo enero de 2018 a julio de 2021	155
Gráfico 3	Comportamiento comparado del índice HDAX y del Dax 50 ESG en el periodo enero de 2018 a julio de 2021	155
Gráfico 4	Comportamiento comparado del índice Eurostoxx 50 y del Eurostoxx-ESG 50 Leaders en el periodo enero de 2018 a julio de 2021	156

## Índice de recuadros

Recuadro 1	Declaración y metodología	141
------------	---------------------------	-----

## Índice de ilustraciones

Ilustración 1	Papel de los índices climáticos y de sostenibilidad	133
---------------	---	-----

## Siglas utilizadas

Siglas	Significado
ASG	Factores ambientales, sociales y de gobernanza
BMR	Benchmark Regulation - Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive - Propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad
Derivados OTC	Derivados <i>Over-the-Counter</i>
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority)
ETF	Fondo de inversión cotizado ( <i>Exchange-Traded Fund</i> )
EUR	Euro
GEI	Gases de efecto invernadero
IIA	Index Industry Association
IIC	Institución de inversión colectiva
Índices AP	Índices de referencia de la UE alineados con el Acuerdo de París
Índices TC	Índices de referencia de transición climática de la UE
Índices TI y TC	Índices de tipos de interés y de tipo de cambio
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions)
IPCC	The Intergovernmental Panel on Climate Change - Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
Libor	London InterBank Offered Rate
PyME	Pequeñas y medianas empresas
PVE	Pacto Verde Europeo
SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation - Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros
TEG	EU Technical Expert Group on Sustainable Finance
UE	Unión Europea



*Todos sabremos que no hay más que un camino, y ese camino es el del cambio. Cambio de la conducta de los hombres, que somos el último eslabón de la evolución de los seres vivos en nuestro planeta, es decir, cambio de la conciencia de los seres humanos.*

Félix Rodríguez de la Fuente<sup>1</sup>

## Resumen

Los índices de referencia se han convertido en una herramienta cada vez más utilizada en la construcción de estrategias de inversión y en la medición y el seguimiento de su comportamiento, lo que les confiere un claro protagonismo en la transición hacia una economía baja en carbono y alineada con los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

La reciente regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad reconoce este papel y es un primer paso en la Unión Europea (UE) para facilitar su proliferación y uso en la consecución de dichos objetivos.

La mejora en la información de las empresas que conforman o pueden llegar a conformar los índices y la disponibilidad de fuentes de datos fiables, fácilmente accesibles y comparables, son medidas que contribuirán a mejorar la eficacia de este instrumento en su papel de catalizador de la movilización de recursos financieros hacia una economía más sostenible.

---

1 Charla de inauguración del campamento de Montejo de la Vera en 1975. Esta cita está tomada del libro Rodríguez de la Fuente (2020). Félix Rodríguez de la Fuente es una figura clave para comprender los cambios de conciencia ambiental ocurridos en España a partir del último tercio del siglo xx. Su obra escrita y audiovisual contribuyó de manera decisiva a la concienciación de varias generaciones de españoles por el cuidado del medio ambiente y del entorno terrestre. Precisamente durante el confinamiento motivado por la pandemia del COVID-19 se cumplieron 40 años de su desaparición.



# 1 Introducción

La sostenibilidad y su financiación están marcando la agenda no solo de reguladores y supervisores, sino también de las corporaciones, entidades financieras, asesores, gestores, inversores y ciudadanos en general.

La inversión sostenible global ha ganado una tracción muy significativa en los últimos años, con estimaciones que sitúan el valor total de los activos que siguen estrategias de inversión sostenibles en 45 billones de euros en 2020<sup>2</sup>, habiéndose duplicado desde 2016.

La querencia por la sostenibilidad, concepto que hoy lo impregna todo, viene motivada por un impulso institucional y también por una demanda social y de los propios inversores, que, cada vez más, demandan productos de inversión sostenibles. Los índices de referencia climáticos y de sostenibilidad<sup>3</sup>, recientemente regulados en la UE, están llamados a desempeñar un papel central en la promoción de lo que se ha venido a denominar *finanzas sostenibles*, cuyo objetivo es reorientar los flujos de capital hacia inversiones que faciliten alcanzar un crecimiento más sostenible. En definitiva, se trata de que el sistema financiero respalde la agenda de la UE relativa al clima y el desarrollo sostenible.

En efecto, los índices de referencia con objetivos de reducción de la huella de carbono o simplemente aquellos que consideran factores de sostenibilidad, ya sean ambientales, sociales o de gobernanza (en adelante, factores ASG), que en su composición facilitan las inversiones sostenibles mediante la creación de carteras (individuales y colectivas), actúan como incentivo para las empresas en su compromiso con la descarbonización y la consideración de factores de sostenibilidad en su estrategia y en su modelo de negocio, y favorecen la mejora de su transparencia. En definitiva, estos índices contribuyen a redirigir fondos hacia una economía sostenible y a evitar el riesgo de *greenwashing*<sup>4</sup> o de uso engañoso de la etiqueta verde o sostenible en la comercialización de productos.

En este artículo se analiza la evolución y el contexto de la concienciación y regulación posterior de los objetivos de sostenibilidad y el papel que los índices desempeñan en su consecución.

---

2 ESMA (2021a).

3 En este artículo se hace referencia en sentido amplio a los índices de sostenibilidad como aquellos que consideran factores o que persiguen objetivos ASG.

4 Término generalmente traducido como *ecoblanqueo* o *lavado verde*.

## 2 Desarrollo sostenible: evolución y contexto

Ya desde la época de los romanos existe evidencia de la conciencia por el cuidado del planeta<sup>5</sup>. Sin embargo, los expertos consideran que la Conferencia de Estocolmo de 1972 y, muy especialmente, el Informe Brundtland<sup>6</sup> de 1987 constituyen la base de importantes avances<sup>7</sup> que culminaron, de manera definitiva, en el Acuerdo de París<sup>8</sup> de diciembre de 2015, cuando los Estados miembros de las Naciones Unidas aprobaron los 17 objetivos y 169 metas para el desarrollo sostenible, comprometiéndose a su cumplimiento en el año 2030.

En este contexto, la Unión Europea ha dado pasos decisivos con su estrategia para financiar la transición hacia una economía sostenible. En 2018, puso en marcha un primer plan de acción<sup>9</sup> con tres objetivos prioritarios: i) reorientar los flujos de capital hacia inversiones que faciliten alcanzar un crecimiento más sostenible e inclusivo<sup>10</sup>, ii) gestionar los riesgos financieros derivados del cambio climático y iii) fomentar la transparencia y la visión a largo plazo en las actividades financieras y económicas.

Entre las medidas recogidas para su implementación destacan la creación de una taxonomía común para identificar las actividades económicas que contribuyen a mitigar el cambio climático; la definición de pautas para las empresas a la hora de informar sobre el impacto de sus negocios en el clima y del impacto del cambio climático en sus negocios y la creación de una nueva categoría de índices de referencia de bajo impacto carbónico.

Recientemente, la estrategia de la Unión Europea se ha intensificado con nuevas iniciativas que favorecen el aumento de la inversión y la inclusión de las pequeñas

---

5 El trabajo de Bravo-Bosh (2014) ofrece amplias referencias a las normas de la antigua Roma, que demuestran que la sensibilidad con el medio ambiente ya existía.

6 Este informe proclamó la protección ambiental como una tarea global y definió el desarrollo sostenible como aquel que satisface las necesidades del presente sin comprometer la habilidad de generaciones futuras de satisfacer sus propias necesidades, girando sobre tres ejes fundamentales: la sostenibilidad ambiental, social y económica y vinculando la reducción de la pobreza con la protección y preservación del medio ambiente. World Commission on Environment and Development. United Nations (1987).

7 En la Cumbre de la Tierra de Río de Janeiro de 1992 y en la Cumbre de Johannesburgo de 2002.

8 El Acuerdo de París, alcanzado en 2015, es un tratado internacional, jurídicamente vinculante, sobre el cambio climático. Fue adoptado por 196 países el 12 de diciembre de 2015 y entró en vigor el 4 de noviembre de 2016. Su objetivo es reforzar la respuesta mundial a la amenaza del cambio climático, en el contexto del desarrollo sostenible y de los esfuerzos por erradicar la pobreza. Para ello, pretende limitar el calentamiento global a 1,5 °C (marcando el límite en 2 °C) por encima de los niveles preindustriales y el compromiso de los países que lo asumen de descarbonizar sus economías y de reducir sus emisiones de gases de efecto invernadero con el objetivo de alcanzar la neutralidad climática en 2050. Al tiempo, trata de situar los flujos financieros en un nivel compatible con una trayectoria que conduzca a un desarrollo resiliente al clima y con bajas emisiones de gases de efecto invernadero. Naciones Unidas (2015).

España firmó el Acuerdo de París el 22 de abril de 2016 y se publicó en el Boletín Oficial del Estado el 2 de febrero de 2017.

9 Comisión Europea (2018).

10 El Plan contempla la movilización de más de 1 billón de euros hacia inversiones sostenibles en la próxima década y dejar de financiar determinados proyectos relacionados con las energías fósiles.

y medianas empresas en la transición de la UE hacia una economía sostenible<sup>11</sup>. Entre las nuevas medidas, se pretende extender la etiqueta ecológica de la UE a los productos financieros y crear nuevas etiquetas para índices de referencia ASG, así como mejorar la transparencia de las calificaciones crediticias y regular las calificaciones relacionadas con los factores ASG (véase la sección 5).

En respuesta a los compromisos con la UE y con el Acuerdo de París, en noviembre de 2020 se adoptó en España la estrategia a largo plazo con la neutralidad climática<sup>12</sup>, y se ha aprobado la Ley de Cambio Climático y Transición Energética<sup>13</sup>, que, en línea con los objetivos de descarbonización y prevención del calentamiento global, establece una serie de medidas y metas para alcanzar el objetivo de neutralidad climática en 2050 impulsando la transición energética hacia un modelo más eficiente y basado en las energías renovables. La ley también aborda la consideración de los riesgos climáticos por parte de empresas y entidades financieras y su seguimiento por los supervisores financieros.

En este contexto, y teniendo en cuenta que los mercados de valores tienen un importante papel en la transición para alcanzar un crecimiento más sostenible e inclusivo, la CNMV también ha asumido un compromiso con las finanzas sostenibles tanto como organización como en el ejercicio de sus competencias. La sostenibilidad es uno de los ejes estratégicos que orientará la actividad de la CNMV en los próximos años<sup>14</sup>. Entre sus objetivos, la CNMV también trabajará para facilitar la creación de índices climáticos, que tomen en consideración la huella de carbono, en línea con la reciente regulación sobre la materia<sup>15</sup>.

### 3 Función de los índices de referencia

Los índices de mercado, más conocidos como índices de referencia, son un indicador numérico calculado a partir del valor de uno o más activos subyacentes o precios con el fin de facilitar la medición y el seguimiento de la evolución de una realidad económica o de un mercado financiero.

De este modo, los índices de referencia se calculan a partir de datos económicos, como pueden ser los precios de acciones, y de cifras o valores no económicos, como pueden ser parámetros atmosféricos o de consumo. Su utilización abarca múltiples usos, entre los que destaca la fijación de precios de operaciones transfronterizas, así como de una amplia gama de instrumentos y servicios financieros. También se

---

11 La estrategia renovada de la Comisión Europea fue publicada en julio de 2021 con el fin de intensificar y acelerar el cumplimiento de los objetivos del Pacto Verde Europeo de 2019 y la recuperación de la pandemia del COVID-19. Comisión Europea (2021).

12 Gobierno de España (2020).

13 Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética.

14 Así queda recogido en el Plan de actividades de la CNMV para el periodo 2021-2022. CNMV (2021 c).

15 El nuevo artículo 19 *quinquies* del Reglamento (UE) 2016/1011 (introducido por el Reglamento (UE) 2019/2089, de 27 de noviembre) pide a los administradores de índices de referencia significativos un esfuerzo por proporcionar índices de referencia de transición climática de la UE antes del 1 de enero de 2022.

emplean para determinar el valor de instrumentos o de contratos financieros y para medir la rentabilidad de fondos o de carteras de inversión.

Los índices de referencia pertenecen a un ámbito del sector financiero que ha acaparado atención regulatoria reciente, habiendo pasado de ser un sector poco sujeto a regulación o supervisión financiera a una esfera regulada por su carácter sistémico y su importancia de cara a la protección de los consumidores e inversores debido a que son muchos los instrumentos, servicios y contratos financieros referenciados a índices en los que participan inversores y consumidores. Tal es el caso de las hipotecas, los préstamos al consumo, los fondos de inversión y otros instrumentos comercializados entre inversores minoristas. Por ello, resulta necesario que los eventuales conflictos de interés que pueden surgir en su determinación queden debidamente neutralizados y que tanto su gobernanza como su metodología de cálculo respondan a principios de independencia, control y transparencia.

Los índices de referencia han alcanzado también una dimensión sistémica, principalmente en el caso de los índices de tipos de interés más conocidos y ampliamente utilizados, como el Libor y el Euribor<sup>16</sup>, debido a su papel crucial en la economía y en el sistema financiero, por lo que su regulación y supervisión también tienen por finalidad la preservación de la estabilidad financiera.

Por todo ello, los tipos de referencia son actualmente objeto de profundas reformas, gran parte de las cuales son resultado de la adopción del Reglamento sobre índices de referencia de la UE, publicado en 2016 y en vigor desde enero de 2018<sup>17</sup>.

Los índices de referencia facilitan la alineación de las estrategias de inversión con unos objetivos predeterminados y también permiten su uso como referencia para medir el comportamiento de dichas estrategias en términos del binomio rentabilidad-riesgo, lo que les confiere un claro protagonismo a la hora de alinear la industria de gestión de activos con las consideraciones de sostenibilidad a largo plazo y la transición hacia una economía baja en carbono.

En reconocimiento de este papel, más recientemente, en diciembre de 2019, se publicó una modificación del Reglamento sobre índices de referencia mediante el Reglamento 2019/2089<sup>18</sup>, que, por un lado, crea dos nuevas etiquetas de índices que consideran la huella de carbono de los activos componentes y, por otro, mejora y armoniza el nivel de transparencia sobre objetivos y factores ASG en la metodología de los índices que consideran o que persiguen objetivos relacionados con estos factores.

---

16 Estos índices están viviendo actualmente un proceso de reforma histórico cuyo estado de situación, origen e implicaciones se analizan en Gómez-Yubero y Palomero (2021).

17 Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014.

18 Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

Los índices climáticos y de sostenibilidad se utilizan para inversión sostenible tanto a través de la gestión pasiva —entre otros, fondos indexados y ETF— como en estrategias de inversión activas.

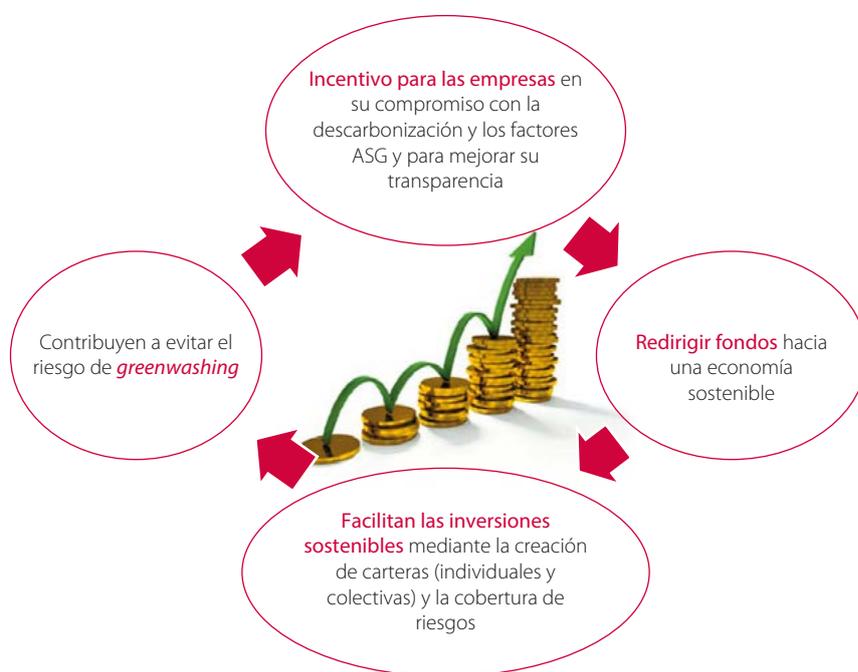
Estos índices suelen construirse a partir de un índice de referencia matriz o de un universo de valores invertibles<sup>19</sup>, al tiempo que conservan características de riesgo-rendimiento similares a las del índice matriz. De este modo se permite la comparación del desempeño de dicha cartera global con la del índice que incorpora aspectos extrafinancieros<sup>20</sup>.

En su construcción puede aplicarse una metodología de exclusión que permite a los inversores eliminar ciertos tipos de exposiciones. Algunos ejemplos de exclusiones son las empresas que se considera que no cumplen con ciertos estándares ASG o empresas involucradas en armas controvertidas, tabaco o combustibles fósiles. Estos índices también se pueden construir para ganar exposición a altas calificaciones ASG, ya sea de manera conjunta o separada, en relación con un tema o con un factor ASG específico o para generar un impacto ambiental o social positivo. Los índices también pueden combinar elementos de estos enfoques.

La nueva regulación de índices climáticos y de sostenibilidad obedece al papel central que los índices están llamados a desempeñar para conseguir el tránsito hacia una economía descarbonizada coherente con la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

## Papel de los índices climáticos y de sostenibilidad

ILUSTRACIÓN 1



Fuente: Elaboración propia.

19 El universo invertible son todos los instrumentos invertibles de una clase de activos o un grupo de clases de activos.

20 En el epígrafe 6.3 se realiza una comparativa entre índices generales e índices de sostenibilidad.

En efecto, siendo la actividad de los mercados de capitales decisiva para canalizar fondos hacia proyectos y empresas que contribuyan a lograr la reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, de acuerdo con los objetivos fijados en el Acuerdo de París, los índices de referencia pueden y deben favorecer estas inversiones facilitando la formación de carteras tanto individuales como colectivas, permitiendo la comparación de rentabilidades e incluso facilitando la cobertura de riesgos de exposición a las emisiones de carbono a través de los mercados de derivados<sup>21</sup>.

Cada vez es mayor el número de inversores que confía en estos índices y también son cada vez más los inversores privados y las instituciones que demandan índices globales, sólidos y fiables para la creación de productos de inversión, para medir y comparar el rendimiento de productos y carteras de inversión y para definir estrategias de asignación de activos.

Así lo corrobora la Index Industry Association, que revela que el número de índices ASG a nivel mundial aumentó más de un 40 % en 2020, frente a casi un 15 % en 2019<sup>22</sup>.

Según datos recientemente publicados por ESMA<sup>23</sup>, el apetito de los inversores de la UE por los fondos que siguen estrategias ASG ha aumentado con la crisis del COVID-19. Desde marzo de 2020, los fondos de renta variable ASG han experimentado entradas netas de 72.000 millones de euros (lo que supone un crecimiento del 19 % de sus activos), en comparación con los 86.000 millones de euros de los fondos de renta variable no ASG (un crecimiento del 0,3 % de sus activos). Esto eleva los activos totales de fondos mixtos, de bonos y de acciones ASG de la UE a 835.000 millones de euros, un aumento del 55 % desde marzo, lo que representa el 11 % del patrimonio total de los fondos de acciones, bonos y mixtos, tanto ASG como no ASG<sup>24</sup>.

Además, con la creación de estas etiquetas para índices se reduce el riesgo de *greenwashing*, es decir, el uso engañoso de la etiqueta verde o sostenible en la comercialización de productos.

Se espera también que la proliferación en el uso de estos índices sirva para animar a las empresas a adoptar y publicar objetivos creíbles para reducir las emisiones de carbono, ya que el administrador de un índice de referencia de transición climática de la UE, al seleccionar o ponderar los activos subyacentes, debe tener en cuenta a las empresas que tienen estos objetivos y son públicos y creíbles en el sentido de que representan un auténtico compromiso con la descarbonización y deben ser suficientemente detallados y técnicamente viables.

Para permitir que los índices de referencia puedan cumplir eficazmente esta función, es preciso que las fuentes de datos y la información de base disponibles para su construcción sean fiables, comparables y fácilmente accesibles. En la sección 5 se

---

21 El documento de ISDA (2021) analiza el papel potencial de los derivados en las finanzas sostenibles y describe la gama de estructuras de productos y tipos de transacciones que comprenden el universo de derivados relacionados con factores ASG.

22 IIA (2021).

23 ESMA (2021a).

24 En el epígrafe 6.2 se recoge información sobre los fondos de inversión con estrategias ASG registrados en la CNMV.

aborda el papel de las calificaciones ASG y las propuestas en curso para mejorar su disponibilidad, integridad y transparencia.

## 4 Regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad

La regulación de los índices climáticos y de sostenibilidad se aprobó recientemente, en diciembre de 2019, con la publicación de la modificación del Reglamento sobre índices de referencia, mediante el Reglamento 2019/2089.

El nuevo reglamento europeo crea dos nuevas categorías o etiquetas de índices que consideren la huella de carbono de los activos componentes (véase epígrafe 4.1) y, al tiempo, refuerza y armoniza el nivel de transparencia sobre objetivos y factores ASG en la metodología de los índices en general (véase epígrafe 4.2).

Es importante resaltar que esta nueva regulación afecta a todos los índices y administradores, no solo a los nuevos índices de bajo impacto carbónico, ya que:

- i) Solicita a todos los administradores de índices significativos de la UE un esfuerzo para comercializar uno o más índices de transición climática.
- ii) Establece obligaciones de información para todos los administradores, que deberán hacer público si administran o no índices de bajo impacto carbónico y también deberán declarar, para cada uno de sus índices, si aplican o no criterios ASG y, en su caso, cómo los aplican. Deberán publicar también, a partir de diciembre de 2021, de qué manera su metodología se ajusta al objetivo de reducción de emisiones de carbono o a lograr los objetivos del Acuerdo de París. Estas obligaciones de información serán más exigentes en cuanto a datos y desgloses para los índices de bonos y de renta variable que tengan la consideración de índices significativos.

En la UE se han aprobado tres reglamentos delegados que complementan el Reglamento 2016/1011 y desarrollan los nuevos tipos de índices y los requisitos de publicidad<sup>25</sup>:

- i) El Reglamento Delegado (UE) 2020/1818<sup>26</sup>, sobre requisitos mínimos que los administradores han de considerar para el diseño de índices de referencia

---

25 Estos actos delegados se publicaron a final de 2020, cuando estaba previsto que hubieran entrado en vigor al menos en abril de 2020, al tiempo que las modificaciones introducidas en el Reglamento (UE) 2016/1011. Este retraso motivó cierta incertidumbre entre los administradores de índices sobre el modo en que debían cumplir con los nuevos requisitos de divulgación, lo que dio lugar a una actuación hasta ahora inédita por parte de ESMA, el recurso a una *no action letter* (ESMA, 2020) dirigida a las autoridades competentes indicando que no se deben priorizar las acciones de supervisión con respecto a estos nuevos requisitos hasta que se apliquen los actos delegados.

26 Reglamento Delegado (UE) 2020/1818 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los estándares

climáticos que puedan etiquetarse de transición climática de la UE o con los alineados con el Acuerdo de París.

- ii) El Reglamento Delegado (UE) 2020/1817<sup>27</sup>, sobre el contenido mínimo que ha de recogerse en la explicación de cómo se consideran los factores ASG en la metodología del índice de referencia.
- iii) El Reglamento Delegado (UE) 2020/1816<sup>28</sup>, sobre el contenido mínimo de la declaración del índice para explicar los factores ASG.

Su contenido se basa en las recomendaciones del informe del Technical Expert Group on Sustainable Finance (TEG<sup>29</sup>) si bien, como reconoce la Comisión Europea, su propuesta se desvía en algunos aspectos con el fin de lograr una mayor proporcionalidad y de otorgar mayor flexibilidad a los proveedores de índices para diseñar sus metodologías.

La nueva regulación se publicó el 9 de diciembre de 2019 y su contenido, en cuanto a requisitos para la construcción de nuevos índices climáticos y para las obligaciones de transparencia, resulta de aplicación a partir de diferentes fechas, según muestra el cuadro 1, que también resume las principales medidas de esta regulación.

---

mínimos aplicables a los índices de referencia de transición climática de la UE y los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París.

- 27 Reglamento Delegado (UE) 2020/1817 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere al contenido mínimo de la explicación del modo en que la metodología de los índices de referencia refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.
- 28 Reglamento Delegado (UE) 2020/1816 de la Comisión, de 17 de julio de 2020, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a la explicación incluida en la declaración sobre el índice de referencia del modo en que cada índice de referencia elaborado y publicado refleja los factores ambientales, sociales y de gobernanza.
- 29 Este grupo de trabajo fue creado por la Comisión Europea para ayudarla en el desarrollo de su propuesta legislativa de 2018. Está formado por expertos de diferentes procedencias y perfiles profesionales y su mandato se refiere a la identificación de un sistema de clasificación, la denominada *taxonomía de la UE*, para determinar si una actividad económica es ambientalmente sostenible; a la elaboración de una propuesta de estándar de bonos verdes de la UE; a las metodologías para los índices de referencia climáticos de la UE y las divulgaciones para los índices de referencia, y a la orientación para mejorar la divulgación corporativa de información relacionada con el clima. El informe del TEG referido a los índices climáticos y requisitos de divulgación fue publicado en septiembre de 2019 (EU TEG, 2019a) y complementado con un manual en diciembre de 2019 (EU TEG, 2019b).

Adaptación metodológica	A partir de 30/04/2020	→ <b>Uso de etiquetas:</b> Los administradores de índices AP y de índices TC cumplirán las nuevas exigencias metodológicas.	Aplicable solo a índices AP y TC.
	A partir de 31/12/2022	→ Los administradores de índices TC seleccionarán empresas que publiquen objetivos de reducción en plazos específicos, con arreglo al desglose a nivel de filiales, con actualización anual y siempre que sus actividades no perjudiquen de forma significativa otros objetivos ASG.	Aplicable solo a índices TC.
	A partir de 01/01/2022	→ Los administradores de índices significativos <b>se esforzarán</b> por proporcionar al menos un índice TC.	Aplicable solo a índices significativos.
Obligaciones de información	A partir de 30/04/2020	→ La publicación sobre la metodología (art. 13 de BMR) y la declaración (art. 27 de BMR) sobre el índice de referencia contendrán una explicación de cómo se reflejan (o no) los factores ASG.	Aplicable a todo tipo de índices (excepto TI y TC).
		→ El administrador deberá declarar que no cuenta con índices de transición climática o alineados con Acuerdo de París o si no dispone de índices que persigan o que tengan en cuenta factores ASG.	Aplicable a todo tipo de índices (excepto TI y TC).
		→ Los índices significativos de acciones y bonos y los etiquetados deben incluir datos y un desglose sobre si se garantiza o no y en qué medida el objetivo de reducción de emisiones o los objetivos del Acuerdo de París conforme al Reglamento 2019/2088.	Aplicable a índices significativos de acciones y de bonos y a índices TC y AP.
	A partir de 31/12/2021	→ Los administradores deberán incluir en la declaración del índice una explicación de cómo su metodología se ajusta al objetivo de reducción de emisiones de carbono o a lograr los objetivos del Acuerdo de París.	Aplicable a todo tipo de índices (excepto TI y TC).

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2016/1011.

#### 4.1 Nuevos tipos de índices climáticos

Se crean así dos nuevas categorías o etiquetas de índices que consideran la huella de carbono de los activos subyacentes para ayudar a los inversores que buscan productos de inversión sostenibles:

- i) Índices de referencia de transición climática de la UE (en adelante, índices TC), que tienen en cuenta en sus criterios de selección la trayectoria de descarbonización de las empresas.
- ii) Índices de referencia de la UE alineados con el Acuerdo de París (en adelante, índices AP), que seleccionan solamente aquellos componentes que contribuyen al logro de limitar el calentamiento al objetivo del Acuerdo de París de 1,5° C en comparación con los niveles preindustriales.

En ambos casos se trata de etiquetas voluntarias, que solo pueden ser utilizadas por administradores de índices cuando provean índices climáticos que cumplan con los requisitos sobre metodología y transparencia definidos en la regulación.

Estos índices, a los que en adelante nos referiremos genéricamente como índices climáticos, están diseñados para orientar la elección de los inversores que deseen adoptar una estrategia de inversión consciente del clima, con distinto grado de ambición: los índices TC puede constituir una alternativa baja en carbono a los índices de referencia de uso común, mientras que los índices AP representan una cartera alineada y comprometida con el objetivo de reducir el calentamiento global.

Ambos tipos de índices seleccionan empresas con una trayectoria de descarbonización: se persigue el objetivo de reducir la intensidad (o emisiones absolutas) de GEI en al menos un 7 % al año de media. La intensidad de los GEI es el principal parámetro para calcular la estrategia de descarbonización, ya que garantiza la comparabilidad y no está sesgada a favor o en contra de un sector en particular.

Las principales diferencias en su construcción estriban en las exclusiones y en la mayor reducción porcentual que exigen los índices AP a la exposición de los activos intensivos en términos de GEI en comparación con sus índices de referencia matriz o sus universos invertibles. El cuadro 2 presenta las principales similitudes y diferencias en el diseño de los índices AP y TC.

### Similitudes y diferencias entre índices TC e índices AP

CUADRO 2

		Índices AP	Índices TC
<b>Aspectos comunes</b>	Escenario de temperatura de referencia	Para diseñar su metodología se toma como referencia el escenario de 1,5 °C, con sobrepaso nulo o reducido, al que se refiere el informe especial sobre calentamiento global de 1,5 °C del IPCC.	
	Restricción a la asignación de acciones	En los índices de acciones, la exposición a sectores que más contribuyen al cambio climático (como petróleo, gas, minería y transporte) no debe ser inferior a la exposición de su universo invertible <sup>1</sup> .	
	Parámetro para calcular la estrategia de descarbonización	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Intensidad GEI: emisiones absolutas de GEI (toneladas equivalentes de CO<sub>2</sub>) divididas por los millones de euros de valor de la empresa, incluido el efectivo, que es la suma de la capitalización de mercado de las acciones ordinarias y preferentes y el valor contable de la deuda total y las participaciones no dominantes sin deducción de efectivo.</li> <li>– En índices de renta fija de empresas no cotizadas se pueden utilizar las emisiones de GEI de forma absoluta.</li> <li>– El cálculo debe realizarse anualmente y utilizar la misma moneda para todos los activos subyacentes.</li> <li>– La variación anual debe calcularse como un porcentaje entre los datos al final del año <i>n</i> y los datos al final del año <i>n-1</i>. Debe utilizarse un nuevo año de base siempre que se apliquen cambios significativos a la metodología de cálculo.</li> </ul>	
	Introducción gradual en ámbito 3	Los datos de emisiones GEI de ámbito 3 <sup>2</sup> se incorporan por fases según el sector <sup>3</sup> : <ul style="list-style-type: none"> <li>– Diciembre de 2020: energía y minería.</li> <li>– Diciembre de 2022: transporte, construcción, edificios, materiales e industria.</li> <li>– Diciembre de 2024: resto de sectores.</li> </ul>	
<b>Aspectos comunes</b>	Ponderaciones	La ponderación de empresas que establecen y publican objetivos de reducción de las emisiones de GEI puede aumentarse si se cumplen estos dos requisitos: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Los emisores publican de manera coherente y precisa las emisiones de GEI de ámbito 1, 2 y 3.</li> <li>– Los emisores han reducido su intensidad de GEI o, en su caso, sus emisiones absolutas en al menos un 7 % anual de media durante al menos 3 años consecutivos.</li> </ul>	
	Estrategia de descarbonización	Se persiguen los siguientes objetivos en función del tipo de activos subyacentes: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Renta variable cotizada: al menos un 7 % de reducción en intensidad de GEI en promedio por año.</li> <li>– Renta fija de emisores cotizados: al menos un 7 % de reducción en intensidad de GEI, o de emisiones absolutas, en promedio por año.</li> <li>– Renta fija de emisores no cotizados: al menos un 7 % de reducción en emisiones absolutas de GEI en promedio por año.</li> </ul>	
	Pérdida y recuperación de la etiqueta	Se pierde la etiqueta si las metas no se alcanzan en 1 año y no se compensan al año siguiente o si no se alcanzan en 3 ocasiones en un periodo de 10 años. Se recupera si se alcanza durante 2 años consecutivos, salvo que se haya perdido en 2 ocasiones, en cuyo caso se pierde definitivamente.	

Diferencias	Requisitos de reducción de exposición a GEI	50 % más bajo que el universo invertible.	30 % más bajo que el universo invertible.
	Exclusiones <sup>4</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Actividades relacionadas con armas objeto de controversia.</li> <li>– Cultivo y producción de tabaco.</li> <li>– Empresas que incumplen el Pacto Mundial de Naciones Unidas o las Líneas Directrices de la OCDE para multinacionales.</li> <li>– Empresas que obtengan:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>• Un 1 % o más de sus ingresos de la prospección, la minería, la extracción, la distribución o el refinado de antracita, hulla y lignito.</li> <li>• Un 10 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la distribución o el refinado de combustibles líquidos.</li> <li>• Un 50 % o más de sus ingresos de la prospección, la extracción, la producción o la distribución de combustibles gaseosos.</li> <li>• Un 50 % o más de sus ingresos de la generación de electricidad con una intensidad de GEI superior a los 100 g CO<sub>2</sub>/kWh.</li> </ul> </li> <li>– Empresas que perjudiquen de manera considerable uno o varios de los objetivos ambientales<sup>5</sup>.</li> </ul>	A partir de 31/12/2022: <ul style="list-style-type: none"> <li>– Actividades relacionadas con armas objeto de controversia.</li> <li>– Cultivo y producción de tabaco.</li> <li>– Empresas que incumplen el Pacto Mundial de Naciones Unidas o las Líneas Directrices de la OCDE para multinacionales.</li> </ul> Exclusión aplicable a partir de 31/12/2022.

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2016/1011 y del Reglamento delegado (UE) 2020/1818.

- 1 Este requisito tiene por finalidad ofrecer una imagen fiel de la economía real incluyendo los sectores que deben reducir significativamente sus emisiones para que los inversores comprometidos con la descarbonización ejerzan su influencia en la transición de las empresas hacia actividades más sostenibles.
- 2 Según el anexo del Reglamento UE 2019/2089, el ámbito 1 se refiere a las emisiones de carbono generadas a partir de fuentes que están bajo el control de la empresa que emite los activos subyacentes. El ámbito 2 es el relativo a las emisiones procedentes del consumo de electricidad, vapor u otras fuentes de energía adquirida generada en una fase anterior de la cadena de producción de la empresa que emite los activos subyacentes. El ámbito 3 hace referencia a las emisiones indirectas, no cubiertas en los ámbitos 1 y 2, que se produzcan en la cadena de valor de la empresa, incluidas las producidas en fases anteriores y posteriores de la cadena, en especial para los sectores con gran impacto en el cambio climático y su mitigación.
- 3 Debido a la calidad insuficiente de las emisiones de GEI de ámbito 3, su inclusión en el cálculo se introduce gradualmente de acuerdo con el sector.
- 4 Cualquier criterio de exclusión adicional basado en factores relacionados con el clima o con otros factores ASG debe divulgarse en la metodología del índice.
- 5 Previstos en el artículo 9 del Reglamento (UE) 2020/852: mitigación del cambio climático, adaptación al cambio climático, uso sostenible y protección de los recursos hídricos y marinos, transición hacia una economía circular, prevención y control de la contaminación, y protección y recuperación de la biodiversidad y los ecosistemas.

En materia de transparencia, calidad y exactitud de las fuentes de datos tanto los índices AP como los índices TC deben formalizar, documentar y hacer públicos:

- i) La metodología en la que se basan las estimaciones de las emisiones de GEI y el daño sensible de los objetivos ambientales, incluidos el enfoque y la metodología de investigación, los principales supuestos y los principios de precaución en que se basan esas estimaciones.
- ii) Cuando se utilicen conjuntos de datos externos, el nombre y los datos de contacto de los proveedores de datos, la metodología utilizada y los principales

supuestos y principios de precaución, cuando estén disponibles, así como un hipervínculo al sitio web del proveedor de datos y a la metodología pertinente utilizada, cuando esté disponible.

La estrategia de descarbonización debe formalizarse, documentarse y divulgarse, incluido el año de base y los casos en que no se cumplen los objetivos, las razones del fracaso y las medidas correctivas que deben adoptarse para alcanzar el objetivo ajustado del año siguiente.

Los datos sobre las emisiones de GEI de los ámbitos 1, 2 y 3 deben ser precisos y coherentes con las normas mundiales o europeas<sup>30</sup>, debiendo, en todo caso, divulgar la norma utilizada en la metodología.

## 4.2 Nuevas obligaciones de información

Uno de los objetivos del reglamento es establecer nuevas obligaciones de transparencia sobre cómo contribuye la metodología de los índices a la consecución de objetivos ASG. Estos requerimientos afectarán a todo tipo de índices, no solo a los etiquetados como índices climáticos, excepto a los de tipos de interés y a los de tipos de cambio, por considerar que estos no están directamente vinculados con los Objetivos de Desarrollo Sostenible.

Todos los administradores deberán incluir en la declaración de cada índice que provean si sus índices de referencia o familias de índices de referencia persiguen o no objetivos ASG y, en su caso, cómo se reflejan, y si el administrador de índices de referencia ofrece tales índices.

Al armonizar y estandarizar la información que han de publicar estos índices, se consigue que sean comparables y que los usuarios puedan seleccionar aquellos que mejor cubren sus necesidades de inversión, con lo que facilitan e impulsan la consideración de los factores de sostenibilidad en sus decisiones de inversión.

---

30 Tales como:

- El método de la huella ambiental de los productos o los métodos de huella ambiental de las organizaciones contenidos en la Recomendación 2013/179/UE de la Comisión, de 9 de abril de 2013, sobre el uso de métodos comunes para medir y comunicar el comportamiento ambiental de los productos y las organizaciones a lo largo de su ciclo de vida.
- La norma de contabilidad y notificación de la cadena de valor de las empresas (ámbito 3) (septiembre de 2011), suplemento de la norma de contabilidad y notificación de las empresas del Protocolo de gases de efecto invernadero.
- La norma UNE-EN ISO 14064 o la norma UNE-EN ISO 14069.

### ¿Qué es el *statement* o declaración de un índice y en qué consiste la publicidad de la metodología?

Son dos requisitos de transparencia que recoge BMR. En su artículo 13 establece que el administrador debe hacer públicos los elementos clave de la metodología de cálculo, los detalles de su revisión interna y autorizaciones, y los procedimientos de consulta y reclamaciones de los usuarios.

La declaración o *statement* está regulada en el artículo 27 de BMR. El administrador debe publicar y mantener actualizada una declaración que defina el mercado o la realidad económica que mide el índice, su fiabilidad, las fuentes de datos, la posible discrecionalidad, la corrección de errores, los casos en los que se podrá cesar en la publicación, la metodología aplicada, sus revisiones, etc.

#### 4.2.1 Factores ASG y cómo han de publicarse

Las declaraciones de los índices de referencia distintos de los índices de interés y de divisas deben explicar, utilizando el modelo que figura en el anexo I del Reglamento Delegado (UE) 2020/1816, cómo se consideran los factores ASG enumerados en el anexo II del mismo reglamento, incluyendo:

- Cómo se reflejan los factores ASG para cada uno de los activos subyacentes.
- La puntuación de los factores ASG para el índice de referencia correspondiente y la familia de índices de referencia como un valor medio ponderado agregado.
- Las puntuaciones de cualquier factor ASG adicional que tenga en cuenta el administrador del índice.
- Referencias a las fuentes de datos y normas utilizadas para los factores ASG divulgados.
- Las divulgaciones adicionales aplicables a los índices AP y a los índices TC, tal como se exige en las secciones 2 y 3 del citado anexo I.

Para cada índice de referencia, su administrador puede reemplazar la información anterior por un hipervínculo a un sitio web que contenga toda la información requerida. La información debe actualizarse al menos anualmente y siempre que se produzcan cambios importantes.

El reglamento identifica un total de 28 factores que, de manera obligatoria, han de ser publicados por el administrador del índice en función de los tipos de activos subyacentes, tal y como se refleja en los cuadros 3 y 4. Todos los índices han de informar siguiendo la plantilla que a tal efecto recoge el anexo I del reglamento. Cuando los activos subyacentes del índice sean acciones, se han de divulgar 16 factores, 13 cuando se trate de renta fija, 11 en caso de deuda soberana, 4 para materias primas y 6 para otras categorías de activos.

**Número de factores ASG de divulgación obligatoria correspondientes a cada tipo de activo subyacente**

CUADRO 3

	Combinados	Ambientales	Sociales	Gobernanza
Acciones (RV)	–	5	9	2
Renta fija (RF)	–	5	9	–
Deuda soberana (DS)	1	3	4	3
Materias primas (MP)	–	1	1	2
Otros (O)	–	2	3	1

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2020/1816.

Los índices AP y TC, además de cumplir con lo anterior, deben también divulgar en su declaración determinados factores y cumplir con determinados requisitos adicionales de divulgación en consonancia con sus objetivos:

- Trayectoria de descarbonización interanual prospectiva.
- Medida en que la trayectoria de descarbonización del IPCC (1,5 °C con sobrepaso nulo o reducido) se ha alcanzado cada año de media desde su creación.
- Solapamiento entre el índice y su universo invertible empleando el valor activo a nivel de la acción.

Finalmente, todos los índices deberán proporcionar, a partir de diferentes fechas en función del tipo de índice —tal y como se refleja en el cuadro 1— la siguiente información sobre su alineación con los objetivos del Acuerdo de París:

- Si el índice está o no en consonancia con la meta de reducir las emisiones de carbono o de alcanzar los objetivos del Acuerdo de París.
- El escenario de temperatura, de acuerdo con los estándares internacionales, utilizado para estar en consonancia con la meta de reducir las emisiones de GEI o alcanzar los objetivos del Acuerdo de París.
- El nombre del proveedor del escenario de temperatura usado para estar en consonancia con la meta de reducir las emisiones de GEI o alcanzar los objetivos del Acuerdo de París.
- La metodología empleada para medir la consonancia con el escenario de temperatura.
- Un hipervínculo al sitio web del escenario de temperatura usado.
- Fecha en que se actualizó la información por última vez y motivo de la actualización.

## Factores ASG de divulgación obligatoria en función de los tipos de activos del índice

CUADRO 4

Factores ASG obligatorios	RV	RF	DS	MP	O
<b>Factores combinados</b>					
1			✓		
<b>Ambientales</b>					
2	✓	✓			✓
3	✓	✓	✓		✓
4	✓	✓	✓		
5	✓	✓			
6	✓				
7		✓	✓		
8				✓	
<b>Sociales</b>					
9	✓	✓			✓
10	✓	✓			✓
11	✓	✓			✓
12	✓	✓	✓		
13	✓	✓			
14	✓	✓			
15	✓	✓			
16	✓	✓			
17	✓	✓			
18				✓	
19				✓	
20				✓	
21					✓

Factores ASG obligatorios	RV	RF	DS	MP	O
<b>Gobernanza</b>					
22	Porcentaje medio ponderado de los miembros de consejos de administración que son independientes.	✓			
23	Porcentaje medio ponderado de las mujeres que forman parte de consejos de administración.	✓			
24	Puntuación media en lo que respecta a la corrupción que mida el nivel percibido de corrupción en el sector público (incluido un indicador cuantitativo y la metodología usada en el cálculo).			✓	
25	Puntuación media en lo que respecta a la estabilidad política que mida la probabilidad de que se derroque por la fuerza el régimen actual (incluido un indicador cuantitativo y la metodología usada en el cálculo).			✓	
26	Puntuación media en lo que respecta al estado de derecho, basada en la ausencia de corrupción, el respeto de los derechos fundamentales y el estado de la justicia civil y penal (incluido un indicador cuantitativo y la metodología usada en el cálculo).			✓	✓
27	Grado de exposición de las materias primas subyacentes a riesgos en materia de gobernanza (bajo, moderado o alto).				✓
28	Porcentaje de fondos subyacentes con políticas de administración en vigor, incluidas medidas para la planificación y la gestión de los recursos.				✓

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento (UE) 2020/1816.

#### 4.2.2 Transparencia de la metodología

El Reglamento (UE) 2020/1817 define el contenido mínimo de la explicación sobre cómo se reflejan los factores ASG en la metodología de referencia. En este caso, la filosofía es la misma que la seguida en la declaración del índice.

Con la excepción de los índices de referencia de materias primas, los administradores han de explicar, usando la plantilla común para cada índice o familia de índices, cuáles de los factores ASG se han tenido en cuenta a la hora de diseñar su metodología. Asimismo, explicarán cómo se reflejan esos factores en los elementos clave de dicha metodología, también en lo que respecta a la selección de los activos subyacentes, los factores de ponderación, los parámetros o métricas y las variables sustitutivas.

Cuando un índice de referencia combina diferentes tipos de activos subyacentes, el administrador debe explicar cómo se reflejan los factores ASG para cada uno de los activos relevantes.

Los administradores deben indicar claramente si los índices de referencia persiguen o no los objetivos ASG. La información sobre la metodología proporcionada debe actualizarse al menos una vez al año o cada vez que se cambie la metodología e indicar las razones de la actualización.

En cuanto a los datos y sus fuentes, es necesario especificar si los datos se comunican, modelizan u obtienen interna o externamente, así como indicar el nombre del proveedor de datos externo, cuando corresponda, y los procesos implementados para evaluar la calidad de los datos. También deben describirse las normas internacionales utilizadas en la metodología.

### 4.3 Cuestiones que precisan aclaración o mejora

La nueva regulación sobre índices climáticos y de sostenibilidad es amplia y técnicamente compleja, por lo que su aplicación práctica ha generado algunas dudas por parte de los promotores de estos índices y se han identificado ciertas cuestiones que podrán mejorarse en el futuro.

Con el fin de promover una aplicación uniforme y coherente de la nueva regulación, ESMA ha incluido una sección referida a los índices climáticos y de sostenibilidad en su documento de preguntas y respuestas sobre índices de referencia<sup>31</sup>, que actualiza periódicamente con respuestas a cuestiones formuladas por el público, los participantes del mercado financiero, las autoridades competentes y otras partes interesadas.

Algunas de las cuestiones que hasta ahora han sido objeto de aclaración son el nivel de información que han de suministrar los índices que tienen en cuenta factores de sostenibilidad frente a los que persiguen objetivos ASG, o la posibilidad de considerar factores adicionales o diferentes de los previstos en los reglamentos delegados correspondientes.

También se han identificado algunos aspectos que podrían tenerse en cuenta en futuras modificaciones de esta regulación. Entre ellos, la falta de un registro centralizado de índices climáticos y de sostenibilidad, así como la ausencia de reglas específicas sobre el uso en la denominación del índice, que dificulta la identificación de los índices y, por tanto, su uso y comparabilidad por parte de los posibles usuarios.

Debido al ámbito de aplicación limitado de BMR, podrían crearse índices de referencia ASG al margen de dicha regulación, es decir, índices que no cumplan con ninguno de los tres requisitos previstos en la definición de *índice de referencia* contenida en el artículo 3.3 de BMR. Esta situación, de producirse, podría dar lugar a que las entidades que ofrecen tales índices se encontrasen en una situación competitiva más favorable que los administradores que ofrecen índices sujetos a BMR. Asimismo, la provisión de estos índices podría dar lugar a prácticas de *greenwashing*. Por ello, en un futuro podría considerarse adaptar la definición de estos índices con un ámbito subjetivo más amplio.

Otro aspecto sobre el que se ha llamado la atención de los reguladores es la dificultad para acceder a la información ASG por parte de los usuarios, así como la falta de criterios cuantitativos para su selección. Además, ciertas empresas medianas o pequeñas han puesto de manifiesto el elevado coste que les supone generar dicha información, lo que puede complicar su inclusión en los índices.

---

31 ESMA (2021d).

## 5 Calificaciones ASG: una base necesaria para la consolidación de los índices sostenibles

A medida que las finanzas sostenibles se consolidan y la inversión sostenible gana terreno, las calificaciones ASG son cada vez más importantes para los inversores y emisores, produciéndose una demanda cada vez mayor de estos servicios. Sin embargo, la ausencia de un marco regulador adecuado acentúa ciertos problemas y riesgos, que reducen la utilidad de estas calificaciones.

La ausencia de una definición común y de comparabilidad, la falta de transparencia en las metodologías, el riesgo de conflictos de interés y la ausencia de supervisión son algunos de estos problemas que tienen una repercusión importante en la construcción de carteras verdes y también en la producción de índices de referencia vinculados a factores ASG. Por ello, es preciso contar con evaluaciones que: i) brinden información sobre el perfil ASG de una entidad, ii) cuenten con salvaguardas adecuadas para garantizar que la información a la que se hace referencia sea sólida y iii) sean confiables para evitar el riesgo de *greenwashing*.

### 5.1 Vulnerabilidades y riesgos que presenta el mercado de calificaciones ASG

Recientes estudios demuestran que, en comparación con las calificaciones crediticias, las calificaciones ASG muestran niveles muy bajos de correlación entre los proveedores, lo que genera problemas a lo largo de la cadena de valor de la inversión, así como en la construcción de índices de referencia ASG, ya que la elección del proveedor de calificación ASG afecta significativamente a los componentes de esos índices.

En un trabajo recientemente publicado por ESMA<sup>32</sup> se estima que, mientras que en las calificaciones de calidad crediticia tradicionales la correlación entre los *ratings* otorgados por distintas agencias a un mismo emisor es muy elevada, próxima al 99 %, esta desciende al 60 % en el caso de *ratings* medioambientales o ASG.

El hecho de que las empresas de industrias altamente contaminantes puedan obtener puntuaciones medioambientales elevadas de algunos proveedores de calificaciones ASG puede generar confusión entre los inversores y subraya la necesidad de una mayor transparencia y del desarrollo de definiciones estandarizadas.

Esto afecta de manera especial a la construcción de índices de referencia ASG teniendo en cuenta los importantes volúmenes de activos que los siguen. En el mencionado trabajo de ESMA se ha analizado el índice Eurostoxx ESG Leaders 50, que selecciona las 50 empresas líderes en criterios ASG, según calificaciones de Sustainalytics, de entre un universo de 1.800 compañías que componen el índice STOXX Global 1800. Pues bien, solo entre el 62 % y el 72 % de las empresas identificadas por Sustainalytics como líderes son consideradas como tales por MSCI y Refinitiv. Los tres proveedores están de acuerdo en tan solo el 40 % de los componentes del índice.

---

32 Mazzacurati (2021).

También se ha analizado el impacto en la rentabilidad del índice mediante su réplica con la misma metodología, pero usando *ratings* de Refinitiv para la selección de las 50 compañías líderes en factores ASG, y se ha encontrado que el índice sintético superaba el índice original por un acumulado de 12 puntos básicos entre marzo y diciembre de 2020 debido a las diferentes composiciones.

Teniendo en cuenta las tendencias de crecimiento actuales en la inversión sostenible y los productos de inversión pasiva como los ETF, las medidas destinadas a reducir el riesgo de mala asignación de capital serán cruciales para facilitar la transición a un sistema financiero más sostenible.

## **5.2 Medidas propuestas para reforzar la confianza en las calificaciones ASG**

El mercado de calificaciones y evaluaciones ASG es complejo y aún se está desarrollando, con una amplia diversidad de proveedores de distinto tamaño y alcance. Ello hace que cualquier acción en materia de regulación deba sopesarse adecuadamente para capturar el amplio espectro de ofertas de productos existentes y, al mismo tiempo, garantizar que las innovaciones futuras no queden fuera de alcance.

Asimismo, cualquier acción regulatoria debe ser proporcionada para acomodar tanto a los grandes proveedores multinacionales, que pueden estar sujetos a los marcos regulatorios existentes, como a aquellas entidades más pequeñas que no tienen tal experiencia de cumplimiento regulatorio, pero que tienen un papel valioso que desempeñar en el futuro.

ESMA y otras autoridades han propuesto, en el marco de la consulta pública sobre la estrategia renovada de financiación sostenible de la Comisión Europea<sup>33</sup>, una regulación europea que aborde una definición común de calificaciones ASG que cubra el amplio espectro de posibles evaluaciones que se ofrecen actualmente. El cuadro 5 muestra las propuestas de ESMA<sup>34</sup>.

---

33 En los resultados de la consulta pública, que han sido recientemente publicados, destaca que casi el 80 % de las respuestas están a favor de que la Comisión Europea actúe sobre este tema.

34 ESMA (2021c).

Definición legal	→	Calificación ASG significa una opinión sobre el impacto de una entidad, emisor o valor de deuda en la exposición a factores ASG, sobre la alineación con acuerdos climáticos internacionales o sobre características de sostenibilidad emitida utilizando un sistema de clasificación definido de categorías de calificación.
Registro y supervisión	→	A cargo de una autoridad a fin de garantizar que todas las entidades estén sujetas a los mismos requisitos organizativos, de conflictos de interés y de transparencia. ESMA podría asumir la competencia.
Requisitos de producto	→	Requisitos de producto específicos aplicables a las calificaciones y evaluaciones ASG: fuentes de datos actualizadas, confiables y transparentes, y metodologías sólidas que sean transparentes y contrastables.
Proporcionalidad	→	El marco normativo debe asegurar que las entidades más grandes y sistémicas estén sujetas a requisitos organizativos y de conflictos de interés que reflejen su creciente importancia en las finanzas sostenibles. Al tiempo, debe garantizar que las entidades más pequeñas se beneficien de exenciones apropiadas.

Fuente: Elaboración propia a partir de la respuesta de ESMA a la consulta de la Comisión Europea.

Entre las medidas propuestas, se subraya la ventaja que presenta ESMA para asumir la función de supervisión directa de estos agentes debido al alto nivel de concentración de proveedores en el mercado de calificaciones ASG y la experiencia de dicha autoridad en la supervisión de proveedores de calificaciones crediticias, lo que aseguraría economías de escala para los recursos de supervisión y tendría el beneficio para la industria en general de evitar diferentes mandatos regulatorios o de supervisión.

## 6 Relación entre productos de inversión e índices climáticos y de sostenibilidad

La UE ha dado pasos relevantes para construir un ecosistema financiero sostenible. Como se explica en la sección 2, el Reglamento de Taxonomía, el Reglamento sobre divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR<sup>35</sup>) y el Reglamento sobre índices de referencia (BMR) son piezas clave del Plan de acción sobre finanzas sostenibles de la Comisión Europea que pretenden provocar cambios en los patrones de comportamiento en el sector financiero, desalentando el *greenwashing*, aumentando la transparencia, promoviendo inversiones responsables y sostenibles y facilitando a los inversores herramientas que les permitan identificar oportunidades de inversión que cumplan con sus objetivos de inversión sostenible.

En este contexto, a continuación se analiza la relación entre los productos de inversión y los índices de referencia en el área de la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros, cuyas obligaciones se

35 Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros.

recogen en el SFDR y en la modificación de BMR<sup>36</sup>, así como en sus correspondientes normas técnicas de desarrollo<sup>37</sup>. Posteriormente, se presenta información sobre los tipos de índices utilizados por los fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV, poniendo en evidencia la interrelación de los índices y la industria de gestión de activos a la hora de alinear las consideraciones de sostenibilidad y la transición hacia una economía baja en carbono. En esta sección también se ha incluido un apartado que compara la rentabilidad de los índices generales de mercado con índices de sostenibilidad ligados a la creciente preferencia por inversiones sostenibles.

## 6.1 El Reglamento sobre divulgación de finanzas sostenibles

El objetivo de SFDR, que entró en vigor el 1 de marzo de 2021, tal y como se indica en su artículo 1, es establecer unas normas armonizadas sobre cómo los participantes en los mercados financieros y los asesores financieros deben informar a los inversores sobre los riesgos de sostenibilidad que puedan ocasionar un impacto material negativo en el valor de la inversión, sobre los principales impactos adversos de las inversiones en el medio ambiente y en la sociedad, y sobre cómo los productos financieros que se comercializan como relacionados con la sostenibilidad cumplen realmente esa ambición.

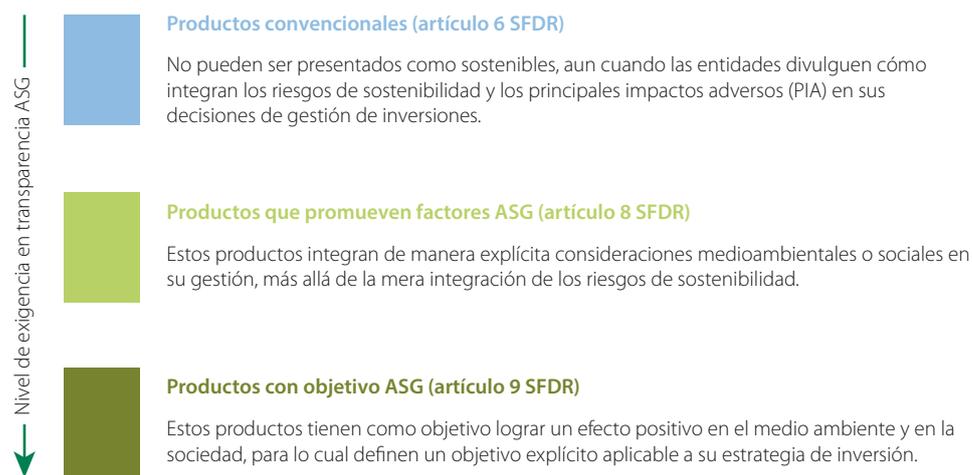
Para cumplir con este objetivo, el SFDR establece nuevas obligaciones de información que se ajustan al grado de ambición y compromiso con los criterios ASG que asuma el producto financiero, siendo más exigentes y detalladas para los productos que siguen objetivos de inversión sostenible, conocidos como *productos verde oscuro* o productos del artículo 9 de SFDR, que las aplicables a los *productos verde claro* o del artículo 8 de SFRD que promueven características ASG. Las nuevas obligaciones también alcanzan a los productos convencionales o no relacionados con factores ASG (véase cuadro 9) y afectan a la información contenida en la página web, a la información precontractual (en el caso de productos de inversión colectiva es el folleto) y a los informes periódicos anuales.

Con ello, se asegura la comparabilidad entre productos y se mejora el conocimiento por parte de los inversores finales de las credenciales de sostenibilidad de los productos financieros. Para poder cumplir con las nuevas obligaciones de divulgación, las propias entidades gestoras o promotoras de los productos han de clasificarlos en función de alguna de las tres categorías que recoge el cuadro 6.

---

36 Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

37 En el caso de las normas técnicas delegadas de SFDR, en la fecha de publicación del artículo las normas técnicas no han sido aprobadas ([https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2021\\_03\\_joint\\_esas\\_final\\_report\\_on\\_rts\\_under\\_sfdr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_03_joint_esas_final_report_on_rts_under_sfdr.pdf); [jc\\_2021\\_22\\_-\\_joint\\_consultation\\_paper\\_on\\_taxonomy-related\\_sustainability\\_disclosures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2021_22_-_joint_consultation_paper_on_taxonomy-related_sustainability_disclosures.pdf) (europa.eu)).



Fuente: Elaboración propia a partir de SFDR.

De acuerdo con el criterio recogido por la CNMV<sup>38</sup> acerca de la inclusión de elementos ASG en las denominaciones y en las comunicaciones comerciales de los productos, los relativos al artículo 8 de SFDR podrán incluir en su denominación elementos ASG únicamente si el porcentaje mínimo de inversiones que indiquen en el folleto para alcanzar las características ambientales o sociales que promueven supera el 50 %.

Respecto de la utilización de elementos ASG en las comunicaciones comerciales en general, fuera del ámbito de su denominación, solo los productos financieros de los artículos 8 o 9 de SFDR podrán incluir tales términos, siempre que el contenido del mensaje publicitario esté alineado con la información del folleto.

De forma muy sintetizada, las obligaciones de transparencia son las siguientes:

- Información sobre la política de integración de los riesgos de sostenibilidad en el proceso de toma de decisiones: se incluirá en la página web (artículo 3) y en la información precontractual a nivel del producto (artículo 6).
- Declaración acerca de la política relativa a incidencias adversas de las decisiones de inversión o de asesoramiento sobre los factores de sostenibilidad: se incluirá en la web a nivel de la entidad (artículo 4) y en la información precontractual a nivel del producto (artículo 7).
- Transparencia en la web de las políticas de remuneración de la entidad en relación con la integración de los riesgos de sostenibilidad (artículo 5).
- Cuando un producto promocione características medioambientales o sociales (siempre y cuando las empresas en las que se invierta observen buenas prácticas de gobernanza): se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 8) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC— (artículo 11).

38 CNMV (2021a).

- Información cuando un producto tenga como objetivo inversiones sostenibles: se incluirá en la web (artículo 10), en la información precontractual (artículo 9) y en la información periódica correspondiente —el informe anual en el caso de IIC— (artículo 11).

Es habitual que los productos financieros que consideran o persiguen objetivos ASG designen índices de referencia específicos para facilitar su estrategia de inversión y permitir la comparación de sus rendimientos. Para estos productos, el cumplimiento de las obligaciones de divulgación tiene unas especificidades, cuyas aspectos más relevantes se recogen a continuación:

- Los productos financieros con características ASG deben divulgar si, y de qué manera, el índice designado es acorde con dichas características y, de no utilizarse un índice de referencia, información sobre el modo en que el producto cumple las características de sostenibilidad.
- Los productos financieros que tienen como objetivo lograr un efecto positivo en el medio ambiente y la sociedad deben divulgar cuál es el índice de sostenibilidad que utilizan para medir el rendimiento sostenible y, de no utilizarse un índice de referencia, explicar de qué modo se cumple el objetivo sostenible.
- Los gestores de los productos que designen índices de referencia específicos deberán publicar en la página web cierta información sobre los datos de cálculo del índice de referencia, como la metodología utilizada para seleccionar los datos o cómo se calcula el índice (alternativamente, se puede incluir un hipervínculo al sitio web del administrador del índice).
- A partir del 1 de enero de 2022, los gestores deberán incluir en los informes periódicos la incidencia global de los productos financieros en materia de sostenibilidad mediante indicadores que midan el objetivo de inversión sostenible elegido. Cuando se haya designado un índice de referencia, deberán facilitar dicha información en relación con el índice, así como con un índice general del mercado para que se pueda comparar.
- Los gestores que indiquen que el producto financiero tiene como objetivo la reducción de las emisiones de carbono deberán incluir una explicación detallada de cómo se garantiza el objetivo de bajas emisiones de carbono con vistas a cumplir los objetivos sobre el calentamiento global a largo plazo del Acuerdo de París. En caso de que designen un índice climático, estas obligaciones se cumplen de manera más sencilla haciendo una referencia al índice e indicando dónde encontrar su metodología.

El cuadro 7 recoge las obligaciones de información específicas aplicables a productos financieros que han designado un índice como referencia.

	Artículos de SFDR	Productos que promueven criterios ASG (art. 8 de SFDR)	Productos con objetivos de inversiones sostenibles (art. 9 de SFDR)
<b>Información precontractual</b>	Artículos 8 y 9 de SFDR Artículos 18, 25 y 26 del borrador de RTS	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Indicación de si se ha designado un índice específico como referencia para determinar si el producto financiero está alineado con las características ASG que promueve.</li> <li>– Cómo tiene en cuenta el índice de referencia las características ASG de forma que se alinee continuamente con las características que promueve y la estrategia de inversión.</li> <li>– En qué se diferencia el índice designado de un índice general de mercado.</li> <li>– Información sobre dónde encontrar la metodología utilizada para calcular el índice.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Indicación de si se ha designado un índice específico como referencia para cumplir con el objetivo de inversión sostenible.</li> <li>– Cómo tiene en cuenta el índice de referencia los factores de sostenibilidad de forma que se alinee continuamente con el objetivo de inversión sostenible.</li> <li>– Por qué y en qué se diferencia el índice designado de un índice general de mercado.</li> <li>– Información sobre dónde encontrar la metodología utilizada para calcular el índice.</li> <li>– Cómo se asegura de forma continua la alineación de la estrategia de inversión con la metodología del índice.</li> <li>– Para los productos financieros que tengan como objetivo reducir las emisiones de carbono, si se utiliza un índice de referencia TC/AP, se debe incluir información sobre dónde encontrar la metodología empleada para calcular el índice. En caso contrario, se explicará en qué medida el producto financiero cumple los requisitos metodológicos establecidos en el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818.</li> </ul>
<b>Página web</b>	Artículo 10 de SFDR Artículos 32, 44 y 45 del borrador de RTS	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Descripción de cómo el índice utilizado como referencia se alinea con las características o los objetivos del producto, incluidas las fuentes de datos, las metodologías utilizadas para seleccionar esos datos, las metodologías de rebalanceo y cómo se calcula el índice.</li> <li>– Se puede incluir un enlace a la web del administrador si recoge esta información.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Descripción de cómo el índice utilizado como referencia se alinea con los objetivos del producto, incluidas las fuentes de datos, las metodologías utilizadas para seleccionar esos datos, las metodologías de rebalanceo y cómo se calcula el índice.</li> <li>– Se puede incluir un enlace a la web del administrador si recoge esta información.</li> <li>– Para los productos financieros que tengan como objetivo reducir las emisiones de carbono, si se utiliza un índice de referencia TC/AP, se incluirá un hipervínculo con la metodología empleada para el cálculo. En caso contrario, se explicará en qué medida el producto financiero cumple los requisitos metodológicos establecidos en el Reglamento Delegado (UE) 2020/1818.</li> </ul>
<b>Informes periódicos</b>	Artículo 11 de SFDR Artículos 63, 69 y 70 del borrador de RTS	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Una explicación sobre la diferencia entre el índice ASG y un índice general de mercado.</li> <li>– Una explicación sobre el comportamiento de los indicadores de sostenibilidad que determinan el alineamiento del índice con las características u objetivos del producto. Se incluye un apartado específico para los índices TC y AP.</li> <li>– Una comparación de los rendimientos del producto financiero con el índice ASG y el índice general de mercado.</li> </ul>	

Fuente: Elaboración propia a partir de SFDR, de proyectos de normas técnicas de regulación sobre el contenido, las metodologías y la presentación de la información (borrador de RTS<sup>1</sup>) y de los criterios publicados por la CNMV para su aplicación<sup>2</sup>.

1 Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2021).

2 CNMV (2021a) y CNMV (2021b).

## 6.2 Índices utilizados por los fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV

Hasta julio de 2021, se han registrado en la CNMV 135 fondos de inversión bajo las categorías de los artículos 8 y 9 de SFDR, pertenecientes a 56 entidades gestoras. En su mayor parte, estos fondos están catalogados como productos que promueven criterios ASG, es decir, como fondos verde claro según el artículo 8 de SFDR.

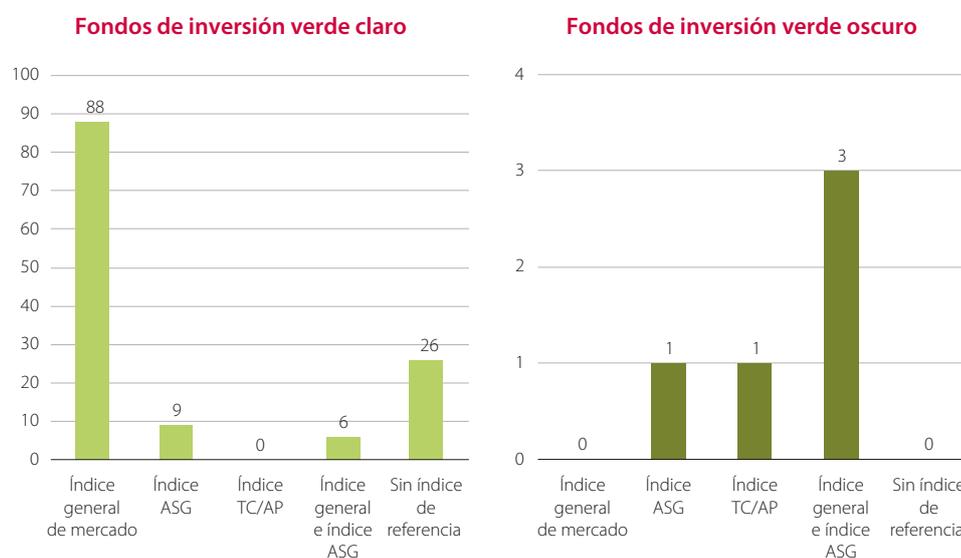
Solo se han registrado hasta ahora 6 fondos verde oscuro, del artículo 9 de SFDR, que persiguen objetivos ASG.

Como se aprecia en el gráfico 1, los fondos de inversión sostenibles utilizan de manera generalizada índices como referencia para medir su rendimiento.

En un análisis más detallado de la tipología de índices, se observa que los fondos de inversión verde claro en su mayoría utilizan índices generales de mercado, mientras que el número de fondos que utilizan índices específicos climáticos o de sostenibilidad es significativamente menor. Sin embargo, en el caso de los fondos de inversión verde oscuro, se puede observar que la mayoría de ellos utilizan índices específicos climáticos o de sostenibilidad.

**Número de fondos de inversión sostenibles registrados en la CNMV en función del tipo de índice utilizado como referencia**

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos del registro de fondos de inversión de la CNMV.

Solo un fondo verde oscuro, con el objetivo de reducción de emisiones de carbono, ha designado un índice de referencia de transición climática de la UE. Este fondo tiene como objetivo de gestión replicar el índice Solactive 360 Euro IG Corporate CTB, catalogado como índice TC, y, de este modo, cubrir un objetivo de inversión sostenible consistente en una descarbonización mínima del 7 % anual, manteniendo una desviación máxima respecto al índice del 5 % anual.

De acuerdo con el folleto<sup>39</sup>, la réplica del índice se realiza principalmente de manera sintética mediante un derivado OTC y, en menor medida, a través de la adquisición directa de los valores que componen el índice.

Para dar cumplimiento a las obligaciones de transparencia que corresponden a este fondo, su gestora recoge la información publicada por el administrador del índice. De este modo, aspectos como la definición del objetivo de sostenibilidad, los indicadores de sostenibilidad utilizados para medir su consecución (en este caso, los GEI) o los criterios que se siguen para seleccionar las inversiones que permiten lograr el objetivo de inversión sostenible provienen de la información publicada por el administrador del índice<sup>40</sup>, de acuerdo con lo previsto en la regulación sobre índices climáticos y de sostenibilidad.

### 6.3 Análisis comparativo del rendimiento de índices tradicionales e índices climáticos y de sostenibilidad

El incremento de los activos que siguen estrategias de inversión sostenibles en los últimos años responde a una creciente demanda de los inversores, tanto particulares como gestores de inversiones. Un estudio reciente de Zeb y Morningstar<sup>41</sup> revela que los activos netos de fondos sostenibles se han duplicado con creces desde 2018 y que más de la mitad (el 52 %) de los nuevos flujos netos que entraron en 2020 tuvo como destinatarios fondos sostenibles domiciliados en Europa.

Sin embargo, los incentivos para invertir en estos productos sostenibles no siempre se corresponden con una mejor rentabilidad esperada de las inversiones, lo que demuestra que en muchos casos los inversores están dispuestos a recibir menos rendimientos a cambio de invertir en empresas más sostenibles.

Un trabajo reciente publicado en el *Journal of Financial Stability*<sup>42</sup> concluye que el alineamiento con los factores de sostenibilidad por parte de las empresas, así como la calidad en su nivel de transparencia son altamente valoradas por el mercado, pero de manera conjunta. Este mismo trabajo evidencia que los inversores aceptan rendimientos más bajos para mantener acciones más ecológicas y transparentes. Otro estudio de Bolton y Kacperczyk<sup>43</sup> señala que existe una «prima de carbono» en los mercados de acciones; esto es, que las empresas con mayores emisiones compensan a los inversores ofreciendo mayores rendimientos.

Si se compara el comportamiento del índice Ibex 35<sup>44</sup> con el del índice FTSE 4Good Ibex<sup>45</sup> durante el periodo de tres años y medio comprendido entre enero de 2018 y julio de 2021 —presentando ambos índices una correlación casi perfecta (de

---

39 Abanca Renta Fija Transición Climática 360, Fondo de Inversión. Folleto. 23 de julio.

40 Esta información está incluida en un documento anexo al folleto que recoge la información sobre sostenibilidad de acuerdo con el artículo 9 de SFDR.

41 Zeb y Morningstar (2021).

42 Alessi, Ossola y Panzica (2021).

43 Bolton y Kacperczyk (2021).

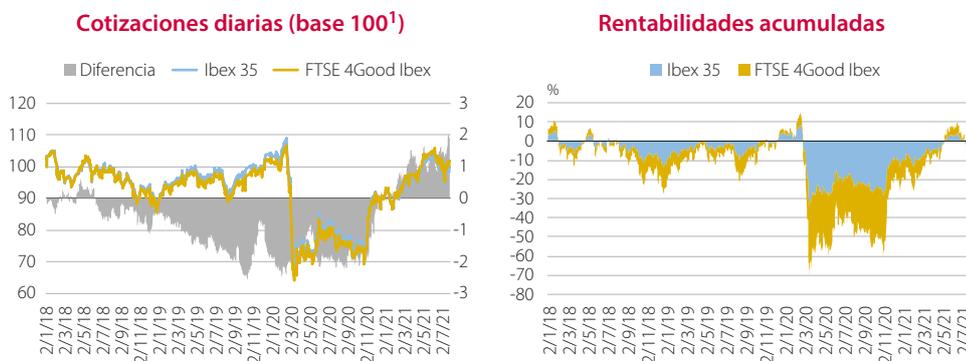
44 El índice Ibex 35, calculado y publicado por Sociedad de Bolsas, S. A. (Grupo BME), está compuesto por los 35 valores más líquidos negociados en la bolsa española. Sus componentes están ponderados por capitalización bursátil ajustada por capital flotante.

45 El índice FTSE 4Good Ibex, administrado por FTSE Russell y publicado diariamente por Bolsas y Mercados Españoles (BME), comprende empresas del índice Ibex 35 y del índice FTSE España All Cap que demuestran

0,99) —, se observa que el Ibex 35 supera sistemáticamente al índice FTSE 4Good Ibex a lo largo del periodo (véase gráfico 2).

### Comportamiento comparado del Ibex 35 y el FTSE 4Good Ibex en el periodo enero de 2018 a julio de 2021

GRÁFICO 2



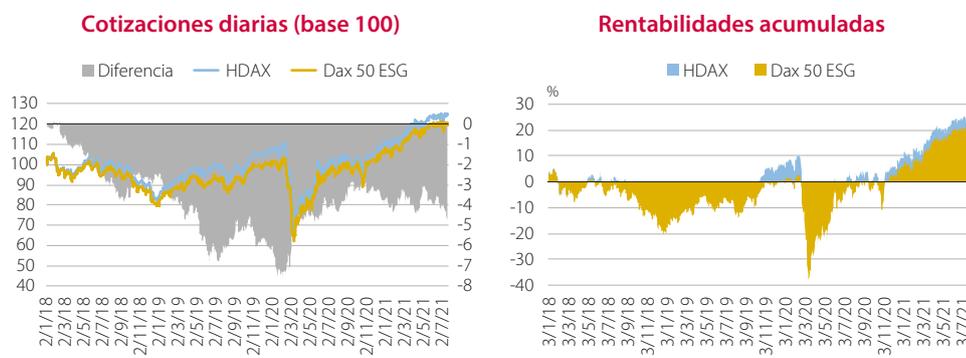
Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

- 1 El eje secundario muestra la diferencia entre las cotizaciones diarias en base 100 del índice ASG y las del índice general de mercado.

La misma conclusión se obtiene cuando se comparan los índices HDAX<sup>46</sup> y Dax 50 ESG<sup>47</sup> en el mismo periodo. Con una correlación casi perfecta (también 0,99) el índice general de la bolsa alemana, que comprende las acciones de las 110 compañías más grandes y líquidas, es siempre más rentable que el índice que selecciona criterios ASG.

### Comportamiento comparado del índice HDAX y del Dax 50 ESG en el periodo enero de 2018 a julio de 2021

GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

buenas prácticas de sostenibilidad, con determinadas calificaciones ASG otorgadas por FTSE Russell. En la actualidad el índice está compuesto por 46 valores, de los cuales 30 forman también parte del Ibex 35.

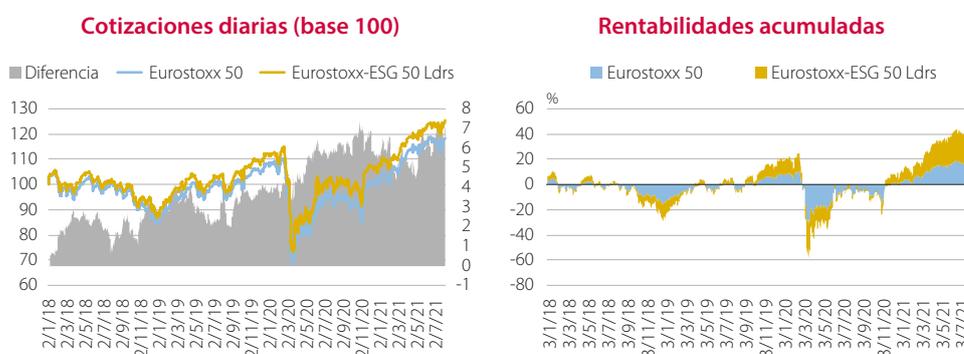
- 46 El índice HDAX, administrado por Deutsche Börse AG, está formado por todas las empresas que componen los índices Dax (compuesto por las 30 empresas más grandes y líquidas del mercado alemán), MDAX (incluye las 50 empresas con estándares de transparencia internacionales que están situadas inmediatamente por debajo de las incluidas en el índice Dax, excluido el sector tecnológico) y TecDAX (comprende 30 valores de las empresas más importantes del sector tecnológico en Alemania situadas también por debajo de las que componen el Dax en términos de beneficios y de capitalización bursátil).

- 47 El universo de selección del índice Dax® 50 ESG es el índice HDAX. Incluye las acciones de 50 del mercado alemán más grandes y más líquidas que cumplen con determinados criterios ASG.

Pero este mejor comportamiento de los índices generales no se da en todos los casos. Si se comparan las cotizaciones diarias y sus rentabilidades acumuladas desde inicios de 2018 hasta agosto de 2021, el índice Eurostoxx-ESG 50 Leaders<sup>48</sup> supera, durante prácticamente todo el periodo analizado, al índice general Eurostoxx 50<sup>49</sup>.

### Comportamiento comparado del índice Eurostoxx 50 y del Eurostoxx-ESG 50 Leaders en el periodo enero de 2018 a julio de 2021

GRÁFICO 4



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

El cuadro 8 presenta las rentabilidades acumuladas a 1, 2 y 3 años de los índices analizados.

### Rentabilidades acumuladas a 1, 2 y 3 años de los índices Ibex 35, FTSE 4Good Ibex, HDAX, Dax 50 ESG, Eurostoxx 50 y Eurostoxx-ESG 50 Leaders<sup>1</sup>

CUADRO 8

%	FTSE 4Good				Eurostoxx 50	Eurostoxx-ESG 50 Ldrs
	Ibex 35	Ibex	HDAX	Dax 50 ESG		
1 año	-11,709	-12,264	-16,498	-19,150	-14,240	-11,564
2 años	4,325	2,533	7,226	1,038	8,683	12,392
3 años	-9,970	-9,859	9,333	5,544	2,126	8,152

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.

1 Fecha de referencia inicial: 2 de enero de 2018.

Un reciente estudio publicado por ESMA<sup>50</sup> también identifica cierta dispersión en los resultados de los índices ASG como resultado, en cierta medida, no solo de la

48 El índice Eurostoxx-ESG 50 Leaders, administrado por Stoxx Ltd, cubre, según la información publicada por su administrador, las 50 empresas líderes mundiales en términos de criterios ASG de 11 países de la zona euro (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España).

49 El índice Eurostoxx 50, también administrado por Stoxx Ltd, cubre, según la información publicada por su administrador, las 50 empresas más grandes entre 19 sectores en términos de capitalización en 11 países de la zona euro (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España).

50 La sección sobre finanzas sostenibles del informe ESMA (2021a) contiene un análisis del comportamiento de los índices ASG.

diferente composición de estos índices, sino también de los distintos proveedores de calificaciones ASG, que, como se señala en la sección 5, tienden a mostrar un bajo nivel de correlación.

En todo caso, es previsible que la demanda de productos de inversión sostenible se mantenga en la medida en que las empresas menos contaminantes sean consistentemente más rentables para los inversores que las empresas contaminantes. De lo contrario, las inversiones motivadas por principios de sostenibilidad pueden volverse particularmente volátiles durante crisis económicas agudas.

Un estudio de Döttling y Kim<sup>51</sup> analiza cómo las preferencias de los inversores minoristas por inversiones socialmente responsables responden a las dificultades del mercado y corrobora que los fondos con las calificaciones de sostenibilidad más altas experimentan caídas más pronunciadas en sus flujos de entrada en momentos de estrés, como durante la pandemia del COVID-19. Esto sugiere que tiende a haber un alejamiento de la sostenibilidad entre las preferencias de los inversores minoristas ante un *shock* económico, lo que pone de relieve una fuente de fragilidad en el mercado de inversión socialmente responsable, cada vez más popular.

## 7 Conclusiones

Los índices climáticos y de sostenibilidad están llamados a desempeñar un papel importante en el cumplimiento de los Objetivos de Desarrollo Sostenible, como impulsores de la movilización de recursos financieros hacia una economía más resiliente con el cambio climático y coherente con los principios de sostenibilidad.

Los avances en los últimos años han sido notables en materia de regulación, especialmente en la UE, que se sitúa como jurisdicción líder en esta materia. Esta regulación ha favorecido la demanda cada vez mayor de productos de inversión sostenibles. Sin embargo, todavía queda camino por recorrer para lograr que las herramientas disponibles para facilitar el acceso a la financiación de la transición sean realmente eficaces.

Es preciso integrar, con los incentivos adecuados, a las pequeñas y medianas empresas; avanzar respecto a la estandarización y transparencia en la información sobre sostenibilidad de las empresas; lograr una aplicación lo más amplia y completa posible de la taxonomía de actividades sostenibles; contar con calificaciones de sostenibilidad fiables, comparables y fácilmente accesibles, y mejorar el conocimiento, seguimiento y control de los riesgos de sostenibilidad, en sentido amplio, tanto los relacionados con aspectos climáticos directos y de transición como los relativos a una transición demasiado costosa o no ordenada hacia la sostenibilidad.

Ello contribuirá a que los índices de referencia puedan ejercer más eficazmente el papel que están llamados a desempeñar, contribuyendo a favorecer que los mercados realicen una asignación eficiente de capital para facilitar la transición a un sistema financiero más sostenible.

---

51 Döttling y Kim (2020).

## Referencias y bibliografía

Abanca Renta Fija Transición Climática 360, Fondo de Inversión. Folleto. 23 de julio.

Alessi, L., Ossola, E. y Panzica, R. (2021). «What greenium matters in the stock market? The role of greenhouse gas emissions and environmental disclosures». *Journal of Financial Stability*. Vol. 54. 31 de marzo.

Bravo-Bosh, M.J. (2014). «La protección del medio ambiente en la antigua Roma». *Quaderni camerti di studi romanistici. International Survey of Roman Law*, n.º 42.

Bolton, P. y Kacperczyk, M.T. (2021). *Global pricing of carbon-transition risk*. 20 de julio.

CNMV (2021a). *Preguntas y respuestas sobre la normativa de sostenibilidad aplicable a los productos financieros: reglamento 2019/2088 (SFDR) y Reglamento 2020/852 (taxonomía)*. 1 de junio.

CNMV (2021b). *Comunicado sobre la próxima aplicación del Reglamento 2019/2088 sobre divulgación de información relativa a sostenibilidad en el sector financiero*. 18 de febrero.

CNMV (2021c). *Líneas estratégicas de la CNMV 2021-2022 Plan de actividades 2021*. 17 de marzo.

Comisión Europea (2018). *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*. 8 de marzo.

Comisión Europea (2021). *Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. Estrategia para financiar la transición a una economía sostenible*. 6 de julio.

Döttling, R. y Kim, S. (2020). «Sustainability preferences under stress: Mutual fund flows during COVID-19». *VoxEU & CEPR*. 19 de agosto.

EU TEG (2019a). *Report on Benchmarks. Interim Report on Climate Benchmarks and Benchmarks' ESG Disclosures*. Junio.

EU TEG (2019b). *Handbook of Climate Transition Benchmarks, Paris-Aligned Benchmark and Benchmarks' ESG Disclosures*. 20 de diciembre.

ESMA (2020). *No action letter on sustainability-related disclosures for benchmarks*. 29 de abril.

ESMA (2021a). *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 1, 2021.

ESMA (2021b). «Fund portfolio networks: a climate risk perspective». *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 1, p. 73.

ESMA (2021c). «ESMA calls for legislative action on ESG ratings and assessment tools». 29 de enero.

ESMA (2021d). *Questions and Answers on the Benchmarks Regulation (BMR)*. Última actualización de 29 de julio.

Gobierno de España (2020). «Estrategia a largo plazo para una economía española moderna, competitiva y climáticamente neutra en 2050». 3 de noviembre.

Gómez-Yubero, M.J. y Palomero, M. (2021). «Estado de las reformas de los índices de referencia de tipos de interés». CNMV. *Boletín Trimestral 1/2021*, pp. 103 y ss.

IIA (2021). *Fourth Annual IIA Benchmark Survey*. 28 de octubre.

ISDA (2021). «Overview of ESG-related Derivatives Products and Transactions». 11 de enero.

Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2021). *Final Report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Article 2a(3), Article 4(6) and (7), Article 8(3), Article 9(5), Article 10(2) and Article 11(4) of Regulation (EU) 2019/2088*. 2 de febrero.

Mazzacurati, J. (2021). «ESG ratings: Status and key issues ahead». *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*. N.º 1, p. 105.

Naciones Unidas (2015). *Acuerdo de París*.

Red Eléctrica de España (2021). *El sistema eléctrico español. Avance 2020*. 12 de marzo.

Rodríguez de la Fuente, O. (2020). *Félix. Un hombre en la tierra*. Editorial GeoPlaneta.

World Commission on Environment and Development. United Nations (1987). *Our Common Future: Brundtland Report*. 20 de marzo.

Zeb y Morningstar (2021). *European sustainable investment funds study 2021: Catalysts for a greener Europe*.



### III Anexo legislativo



Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al segundo trimestre de 2021 se han producido las siguientes novedades legislativas:

## Normativa nacional

- **Ley 10/2021, de 9 de julio**, de trabajo a distancia.

Se dispone que las relaciones de trabajo a las que resultará de aplicación la presente ley serán aquellas en las que concurren las condiciones descritas en el artículo 1.1 del texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, que se desarrollen a distancia con carácter regular.

Se entenderá que es regular el trabajo a distancia que se preste, en un periodo de referencia de 3 meses, un mínimo del 30 % de la jornada, o el porcentaje proporcional equivalente en función de la duración del contrato de trabajo.

Se destaca que la disposición adicional segunda de esta ley, sobre personal laboral al servicio de las Administraciones públicas, establece que las previsiones contenidas en esta ley no serán de aplicación al personal laboral al servicio de las Administraciones públicas, que se regirá en esta materia por su normativa específica.

Por otra parte, se regula en la disposición final novena, sobre la modificación de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, que se modifica la disposición final séptima de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, que queda redactada como sigue:

«Disposición final séptima. Entrada en vigor.

La presente Ley entrará en vigor al año de su publicación en el “Boletín Oficial del Estado”.

No obstante, las previsiones relativas al registro electrónico de apoderamientos, registro electrónico, registro de empleados públicos habilitados, punto de acceso general electrónico de la Administración y archivo único electrónico producirán efectos a partir del día 2 de abril de 2021».

- **Ley 11/2021, de 9 de julio**, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal, de transposición de la Directiva (UE) 2016/1164, del Consejo, de 12 de julio de 2016, por la que se establecen normas contra las prácticas de elusión fiscal que inciden directamente en el funcionamiento del mercado interior, de modificación de diversas normas tributarias y en materia de regulación del juego.

Esta ley contiene modificaciones de diversas normas, principalmente en materia tributaria, con una finalidad doble. Por una parte, para proceder a la incorporación del derecho de la Unión Europea al ordenamiento interno en el ámbito de las prácticas de elusión fiscal. Y, por otra, para introducir cambios en la

regulación dirigidos a asentar unos parámetros de justicia tributaria y facilitar las actuaciones tendentes a prevenir el fraude y luchar contra él reforzando el control tributario.

Se modifica la Ley 27/2014, de 27 de noviembre, del Impuesto sobre Sociedades, con el fin de establecer requisitos adicionales para que las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) puedan aplicar el tipo de gravamen del 1 %. Hasta ahora el número de accionistas requerido para la aplicación del tipo del 1 % es, con carácter general, de 100 socios, sin exigirse a cada uno de ellos una inversión mínima. Esta situación ha propiciado que sea habitual que las SICAV concentren porcentajes muy elevados de su accionariado en una o varias personas, mientras que el resto del accionariado se reparte entre socios con participaciones económicamente insignificantes, lo cual desvirtúa el carácter colectivo que cabe predicar de las SICAV y que justifica la aplicación del tipo de gravamen reducido.

Con el propósito de reforzar dicho carácter colectivo, se establecen requisitos objetivos que deben cumplir los socios para que sean computables a efectos de la aplicación del tipo de gravamen del 1 %, de forma que se garantice que dichos socios tengan un interés económico en la sociedad. Este interés económico se cuantifica en función de un importe determinado de la inversión.

Esta modificación va acompañada de un régimen transitorio para las SICAV que acuerden su disolución y liquidación, que tiene por finalidad permitir que sus socios puedan trasladar su inversión a otras instituciones de inversión colectiva (IIC) que cumplan los requisitos para mantener el tipo de gravamen del 1 % en el Impuesto sobre Sociedades.

Además, se procede a homogeneizar el tratamiento de las inversiones en determinadas IIC, fondos y sociedades de inversión cotizadas (ETF), con independencia del mercado, nacional o extranjero, en el que coticen. Así, se extiende a las IIC cotizadas que coticen en bolsa extranjera el tratamiento de las que cotizan en la bolsa española respecto a la no aplicabilidad del régimen de diferimiento (Modificación del texto refundido de la Ley del Impuesto sobre la Renta de no Residentes, aprobado por el Real Decreto Legislativo 5/2004, de 5 de marzo).

Se modifica el artículo 314 sobre la exención del Impuesto sobre el Valor Añadido y del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, a fin de suprimir las referencias del precepto al valor real en la valoración de bienes inmuebles y sustituirlo, en particular a efectos del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados, por el valor de referencia.

Se modifica la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), estableciendo un gravamen especial sobre la parte de los beneficios no distribuidos que proceda de rentas que no hayan tributado al tipo general del Impuesto sobre Sociedades ni estén en plazo legal de reinversión y se adecuan las

obligaciones de suministro de información a la nueva tributación (se añade un nuevo apartado 4 al artículo 9, con lo que el actual apartado 4 pasa a numerarse como apartado 5, y se modifica el apartado 1 del artículo 11).

## Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 29 de julio de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

Con el objetivo de mejorar la atención e interlocución con las entidades supervisadas y los emisores radicados en el País Vasco y atendiendo a su número y dimensión, la CNMV ha acordado la apertura de una nueva delegación en Bilbao; por ello, se modifica la disposición final única del Reglamento de Régimen Interior.

- **Acuerdo de 29 de julio de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.
- **Corrección de errores del Acuerdo de 29 de julio de 2021**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias.

## European Securities Markets Authority (ESMA)

- **Directrices sobre supervisión de información financiera** (23.11.2020). European Securities Markets Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a los acuerdos escritos entre miembros de los colegios de ECC** (01.07.2021). European Securities Markets Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a las obligaciones de suministrar los datos de mercado en virtud de MiFID II/MiFIR** (18.08.2021). European Securities Markets Authority (ESMA).

## Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- **Reglamento (UE) 2021/1080 de la Comisión**, de 28 de junio de 2021, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las Normas Internacionales de Contabilidad 16, 37 y 41 y a las Normas Internacionales de Información Financiera 1, 3 y 9.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 234, de 2 de julio de 2021, pp. 90-98.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/1415 de la Comisión**, de 5 de mayo de 2021, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2017/2402 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre la cooperación, el intercambio de información y las obligaciones de notificación entre las autoridades competentes y la AEVM, la ABE y la AESPJ.

Publicado en el *DOUE* (L-I) n.º 304, de 30 de agosto de 2021, pp. 1-13.

- **Reglamento (UE) 2021/1421 de la Comisión**, de 30 de agosto de 2021, por el que se modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la Norma Internacional de Información Financiera 16.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 305, de 31 de agosto de 2021, pp. 17-20.

- **Reglamento Delegado (UE) 2021/1456 de la Comisión**, de 2 de junio de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo mediante la especificación de los supuestos en los que las condiciones comerciales para los servicios de compensación de derivados extrabursátiles deben considerarse equitativas, razonables, no discriminatorias y transparentes.

Publicado en *DOUE* (L) n.º 317, de 8 de septiembre de 2021, pp. 1-6.

## **IV Anexo estadístico**



# 1 Mercados

## 1.1 Renta variable

### Emisiones y OPV<sup>1</sup>

CUADRO 1.1

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	46	33	28	8	14	10	10	15
Ampliaciones de capital	45	33	28	8	14	10	10	14
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	0	1	0	1	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	10	12	5	6	6	4	7
De las cuales dividendo elección	10	9	12	5	6	6	3	6
Ampliaciones de capital por conversión	6	3	2	0	0	0	1	3
De contrapartida no monetaria	7	2	1	0	1	1	1	2
Con derecho de suscripción preferente	10	8	5	1	3	0	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	16	13	9	2	4	3	4	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0	1
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	81	52	40	8	16	10	14	18
Ampliaciones de capital	80	52	40	8	16	10	14	17
Ofertas públicas de suscripción de valores	2	1	1	0	1	0	3	0
Ampliaciones de capital liberadas	17	15	17	5	6	6	17	25
De las cuales dividendo elección	15	14	17	5	6	6	3	6
Ampliaciones de capital por conversión	10	4	2	0	0	0	1	3
De contrapartida no monetaria	9	2	2	0	1	1	1	3
Con derecho de suscripción preferente	10	9	5	1	3	0	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	32	21	13	2	5	3	4	4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0	1
<b>IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)</b>								
Total	12.063,2	9.806,0	10.852,1	5.108,5	3.560,3	2.969,2	8.948,7	4.898,8
Ampliaciones de capital	11.329,5	9.806,0	10.852,1	5.108,5	3.560,3	2.969,2	8.948,7	2.698,6
Ofertas públicas de suscripción de valores	200,1	10,0	150,1	0,0	150,1	0,0	100,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	3.939,7	1.565,4	1.949,0	1.083,9	375,2	772,5	195,8	131,1
De las cuales dividendo elección	3.915,2	1.564,1	1.949,0	1.083,9	375,2	772,5	195,8	131,1
Ampliaciones de capital por conversión	388,7	354,9	162,4	0,0	0,0	0,0	68,0	41,4
De contrapartida no monetaria <sup>2</sup>	2.999,7	2.034,2	233,0	0,0	220,5	2.079,2	56,0	1.390,1
Con derecho de suscripción preferente	888,4	4.729,8	6.837,2	3.999,5	2.787,7	0,0	7.032,8	6,3
Sin negociación de derechos de suscripción	2.912,9	1.111,8	1.520,3	25,1	26,8	117,5	1.496,0	1.129,6
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	733,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2.200,2
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	2.092,4	1.336,9	1.282,0	328,3	799,2	2.396,6	445,0	1.991,7
Ampliaciones de capital	1.810,6	1.336,9	1.282,0	328,3	799,2	2.396,6	445,0	1.909,4
Ofertas públicas de suscripción de valores	104,9	0,5	7,8	0,0	7,8	0,0	5,4	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	381,6	307,6	799,6	301,7	375,2	303,9	195,8	131,1
De las cuales dividendo elección	357,1	306,3	799,6	301,7	375,2	303,9	195,8	131,1
Ampliaciones de capital por conversión	90,0	16,6	1,7	0,0	0,0	0,0	23,0	23,3
De contrapartida no monetaria	557,6	401,0	68,0	0,0	66,8	2.079,2	56,0	1.153,8
Con derecho de suscripción preferente	611,1	372,1	370,9	25,3	344,5	0,0	72,5	5,1
Sin negociación de derechos de suscripción	65,5	239,1	34,1	1,3	4,8	13,4	92,3	596,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	281,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	82,3
<b>Pro memoria: operaciones en BME Growth<sup>3</sup></b>								
Número de emisores	8	12	9	2	3	9	11	26
Número de emisiones	12	17	14	2	3	11	15	32
Importe efectivo (millones de euros)	164,5	298,3	238,5	36,0	174,3	83,2	692,3	1.230,6
Ampliaciones de capital	164,5	298,3	238,5	36,0	174,3	83,2	692,3	1.230,6
De ellas, mediante OPS	0,0	229,4	173,5	0,0	173,4	0,0	405,5	869,6
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos de BME Growth, ETF (*Exchange Traded Funds*) ni Latibex.

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

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

Sociedades admitidas a cotización<sup>1</sup>

CUADRO 1.2

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total <sup>2</sup>	133	129	127	127	127	127	129	126
Empresas extranjeras	8	7	7	7	7	7	7	7
Segundo mercado	4	3	0	0	0	0	0	0
Madrid	1	1	0	0	0	0	0	0
Barcelona	3	2	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	11	9	11	11	11	10	10	10
Madrid	4	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	5	6	6	6	6	6	6
Bilbao	3	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	3	2	2	2	2	1	1	1
BME MTF Equity <sup>3</sup>	2.842	2.709	2.580	2.627	2.580	2.530	2.484	2.458
Latibex	19	19	19	19	19	19	19	18

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización<sup>1</sup>

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Mercado continuo (MC). Total <sup>3</sup>	733.656,4	806.064,3	690.101,6	565.124,3	690.101,6	740.998,9	775.240,5	784.104,0
Empresas extranjeras <sup>4</sup>	143.598,7	141.671,0	113.478,9	79.132,6	113.478,9	127.137,4	140.652,7	146.598,2
Ibex 35	444.178,3	494.789,4	424.167,3	355.491,3	424.167,3	424.167,3	484.076,2	485.014,1
Segundo mercado	37,4	31,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	1,9	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	35,4	29,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.459,1	1.154,2	1.053,6	1.053,9	1.053,6	1.072,1	1.283,7	1.299,5
Madrid	219,4	69,8	30,9	44,4	30,9	27,1	27,1	23,1
Barcelona	1.318,4	1.036,5	956,0	944,6	956,0	1.009,5	1.221,1	1.239,4
Bilbao	56,5	32,9	20,6	22,5	20,6	21,2	21,2	19,7
Valencia	257,0	80,4	76,0	76,0	76,0	45,3	45,3	45,3
BME MTF Equity <sup>5</sup>	40.020,7	44.706,4	43.595,5	42.231,5	43.595,5	44.706,5	46.128,3	47.484,6
Latibex	223.491,3	199.022,2	177.210,3	136.210,7	177.210,3	184.754,0	229.997,7	184.664,1

1 Datos al final del periodo.

2 Datos al final de trimestre, excepto Ibex 35, cuyos datos son de 31 de agosto.

3 No incluye ETF (o fondos cotizados).

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

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

## Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total <sup>1</sup>	583.327,6	462.378,8	421.921,5	82.005,2	104.900,9	92.325,6	92.862,5	78.833,1
Empresas extranjeras	3.517,1	3.477,8	4.261,3	1.079,2	941,4	1.056,9	1.061,9	1.106,5
Segundo mercado	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	8,2	6,2	2,5	0,2	0,5	2,8	2,6	0,4
Madrid	0,7	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7,4	3,2	2,4	0,2	0,5	2,7	2,6	0,4
Bilbao	0,0	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity <sup>2</sup>	4.216,3	4.014,4	3.919,2	651,6	1.322,6	971,2	815,2	639,8
Latibex	151,6	136,4	79,4	16,6	9,3	11,2	8,1	7,9

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

2 Antes MAB.

## Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación<sup>1</sup>

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
En sesión	552.826,8	450.575,7	405.120,5	77.141,0	101.374,2	89.838,4	88.486,7	75.244,2
Órdenes	300.217,8	258.242,2	278.516,1	55.007,2	65.258,3	65.154,6	55.217,9	54.975,2
Aplicaciones	48.644,1	38.888,0	42.666,5	9.273,5	11.613,4	10.629,0	10.135,9	8.809,5
Bloques	203.965,0	153.445,5	83.938,0	12.860,3	24.502,5	14.054,8	23.132,8	11.459,5
Fuera de hora	1.667,2	3.098,1	4.174,3	456,4	937,2	970,0	1.721,1	435,6
Autorizadas	2.597,0	1.706,3	2.001,4	938,5	568,8	261,8	379,5	200,9
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	18.871,7	2.509,5	5.250,9	2.681,7	0,0	0,0	0,0	2.092,0
OPV	1.333,2	634,4	967,8	0,0	165,0	105,0	1.618,2	0,0
Toma de razón	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.793,9	3.422,0	3.369,1	378,3	1.308,7	747,8	400,5	633,9
Operaciones de cobertura	2.037,8	1.799,4	1.902,4	409,3	546,9	402,7	256,6	226,5

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

## 1.2 Renta fija

### Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	43	39	47	13	25	11	14	10
Cédulas hipotecarias	12	12	14	3	6	3	3	3
Cédulas territoriales	2	2	3	3	0	0	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	13	13	11	3	8	3	3	5
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	14	13	15	4	6	3	4	4
Pagarés de empresa	13	11	11	1	4	1	5	0
De titulización	1	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	11	11	1	4	1	5	0
Otras emisiones de renta fija	0	1	2	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	4	1	2	1	1	0	1	0
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	303	298	244	62	67	44	48	43
Cédulas hipotecarias	28	29	26	4	6	3	4	7
Cédulas territoriales	2	3	6	3	0	0	2	0
Bonos y obligaciones no convertibles	215	205	143	42	34	28	23	21
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	0
Bonos de titulización	41	48	52	11	22	10	14	14
Pagarés de empresa <sup>1</sup>	13	11	11	1	4	1	5	0
De titulización	1	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	12	11	11	1	4	1	5	0
Otras emisiones de renta fija	0	1	4	0	0	1	0	0
Participaciones preferentes	4	1	2	1	1	1	0	1
<b>IMPORTE NOMINAL (millones de euros)</b>								
Total	101.295,6	90.164,5	132.111,3	20.743,1	54.734,5	23.538,4	24.678,1	25.333,6
Cédulas hipotecarias	26.575,0	22.933,0	22.960,0	1.160,0	4.450,0	3.500,0	9.000,0	9.450,0
Cédulas territoriales	2.800,0	1.300,0	9.150,0	4.400,0	0,0	0,0	3.500,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	35.836,4	29.605,6	33.412,5	373,2	25.955,9	9.569,3	1.455,7	807,4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	18.145,2	18.740,9	36.281,0	8.193,2	19.962,6	5.030,0	5.673,5	7.184,2
Pagarés de empresa <sup>2</sup>	15.089,1	15.085,0	22.291,6	5.616,6	3.616,0	4.240,8	5.048,9	7.142,1
De titulización	240,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	14.849,1	15.085,0	22.291,6	5.616,6	3.616,0	4.240,8	5.048,9	7.142,1
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	6.266,2	0,0	0,0	823,3	0,0	0,0
Participaciones preferentes	2.850,0	1.000,0	1.750,0	1.000,0	750,0	375,0	0,0	750,0
<b>Pro memoria:</b>								
Emisiones subordinadas	4.923,0	3.213,5	14.312,1	2.020,2	10.915,2	1.022,2	1.208,0	1.805,9
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Programas registrados.

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

### Admisión al mercado AIAF<sup>1</sup>

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Total	76.751,3	114.034,0	119.230,2	20.295,8	33.443,9	45.050,0	23.432,5	26.668,4
Pagarés	15.007,0	15.036,1	22.293,8	4.264,1	4.951,4	2.902,1	6.335,2	4.763,2
Bonos y obligaciones	19.234,2	45.082,0	20.407,1	294,1	2.904,7	33.311,9	923,9	1.301,0
Cédulas hipotecarias	19.935,0	29.375,0	23.058,3	1.160,0	4.350,0	3.600,0	7.000,0	11.670,0
Cédulas territoriales	800,0	3.300,0	9.150,0	4.400,0	0,0	0,0	3.500,0	0,0
Bonos de titulización	18.925,2	18.740,9	36.281,0	9.177,5	20.487,8	4.030,0	5.673,5	8.184,2
Participaciones preferentes	2.850,0	1.000,0	1.750,0	1.000,0	750,0	375,0	0,0	750,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	1.500,0	6.290,1	0,0	0,0	831,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	353	331	321	323	321	316	310	301
Renta fija privada	320	299	289	291	289	282	276	266
Pagarés	9	9	8	8	8	7	8	7
Bonos y obligaciones	45	40	41	40	41	41	39	40
Cédulas hipotecarias	40	35	29	30	29	29	29	29
Cédulas territoriales	7	7	8	8	8	8	7	7
Bonos de titulización	244	227	222	224	222	216	212	202
Participaciones preferentes	7	6	5	5	5	4	4	4
Bonos matador	5	5	5	5	5	5	5	4
Deuda pública	33	32	32	32	32	34	34	35
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	14	13	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	9	10	10	10	10	12	12	13
Otra deuda pública	8	8	8	8	8	8	8	8
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	2.851	2.775	2.610	2.646	2.610	2.574	2.560	2.492
Renta fija privada	1.917	1.834	1.655	1.677	1.655	1.600	1.579	1.508
Pagarés	106	84	53	49	53	26	52	36
Bonos y obligaciones	737	718	589	604	589	573	547	519
Cédulas hipotecarias	213	209	200	207	200	200	191	195
Cédulas territoriales	20	23	22	22	22	22	21	21
Bonos de titulización	828	787	777	782	777	765	754	723
Participaciones preferentes	8	8	9	8	9	9	9	10
Bonos matador	5	5	5	5	5	5	5	4
Deuda pública	934	941	955	969	955	974	981	984
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	243	236	231	233	231	232	230	227
Deuda autonómica	164	173	167	176	167	164	166	170
Deuda pública extranjera	502	508	533	536	533	554	562	564
Otra deuda pública	13	12	12	12	12	12	11	11
<b>SALDO VIVO<sup>1</sup> (millones de euros)</b>								
Total	6.663.565,5	6.421.003,0	6.297.532,5	6.414.281,5	6.297.532,5	6.439.031,5	6.429.153,0	6.358.591,6
Renta fija privada	448.394,4	463.816,1	464.170,7	478.091,0	464.170,7	479.648,0	470.461,5	472.718,8
Pagarés	9.308,7	6.423,1	4.812,4	4.675,1	4.812,4	3.245,0	4.441,2	3.915,7
Bonos y obligaciones	47.894,0	62.477,8	53.696,1	75.743,3	53.696,1	78.185,6	78.173,8	78.850,0
Cédulas hipotecarias	183.266,8	195.719,1	199.054,1	202.543,3	199.054,1	197.648,2	190.799,1	201.689,8
Cédulas territoriales	18.362,3	20.762,3	18.262,3	18.512,3	18.262,3	18.262,3	19.144,0	19.144,0
Bonos de titulización	185.002,7	172.878,9	181.341,0	170.362,2	181.341,0	175.017,1	170.613,5	161.139,6
Participaciones preferentes	4.245,0	5.240,0	6.690,0	5.940,0	6.690,0	6.975,0	6.975,0	7.725,0
Bonos matador	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	314,8	254,7
Deuda pública	6.215.171,1	5.957.186,8	5.833.361,8	5.936.190,4	5.833.361,8	5.959.383,5	5.958.691,5	5.885.872,8
Letras del Tesoro	70.442,2	68.335,5	79.765,7	88.038,0	79.765,7	82.265,0	77.822,1	76.253,7
Bonos y obligaciones del Estado	918.000,0	937.290,9	1.026.625,5	1.067.073,6	1.026.625,5	1.059.837,2	1.085.130,1	1.096.361,5
Deuda autonómica	33.100,4	35.247,6	32.775,5	32.815,4	32.775,5	33.894,9	34.155,4	35.127,5
Deuda pública extranjera	5.192.055,3	4.914.792,7	4.692.674,9	4.746.743,2	4.692.674,9	4.781.866,2	4.760.263,7	4.676.809,9
Otra deuda pública	1.573,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.520,2	1.320,2	1.320,2

<sup>1</sup> Importes nominales.

**AIAF. Contratación**

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>POR TIPO DE ACTIVO</b>								
Total	94.241,3	158.807,2	140.509,4	25.232,4	15.868,7	21.502,7	17.534,7	5.975,1
Renta fija privada	435,4	275,2	170,2	36,4	44,5	38,9	49,1	42,8
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	427,0	260,0	169,4	36,2	44,3	38,9	49,1	42,8
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	7,3	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1,2	1,4	0,8	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	93.805,8	158.532,0	140.339,2	25.196,0	15.824,2	21.463,8	17.485,6	5.932,4
Letras del Tesoro	24.766,7	25.858,4	27.975,5	5.472,2	4.276,9	2.076,0	1.755,0	1.305,0
Bonos y obligaciones del Estado	56.122,5	92.592,8	83.478,8	13.865,2	8.283,1	11.484,2	7.996,0	1.603,9
Deuda autonómica	3,2	35,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	12.913,5	40.027,8	28.884,9	5.858,6	3.264,3	7.903,5	7.734,6	3.023,5
Otra deuda pública	0,0	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>POR TIPO DE OPERACIÓN</b>								
Total	94.241,3	158.807,2	140.509,4	25.232,4	15.868,7	21.502,7	17.534,7	5.975,1
Simple	94.241,3	158.807,2	140.509,4	25.232,4	15.868,7	21.502,7	17.534,7	5.975,1
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

**AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador**

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Total	92.661,9	158.792,5	140.495,9	25.230,1	15.867,2	21.492,7	17.484,3	5.949,9
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	92.661,9	158.792,5	140.495,9	25.230,1	15.867,2	21.492,7	17.484,3	5.949,9
Entidades de crédito	437,9	385,5	176,6	22,1	60,7	34,7	43,3	169,4
IIC, seguros y fondos de pensiones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras entidades financieras	92.224,0	158.407,0	140.319,3	25.208,0	15.806,5	21.458,0	17.441,1	5.780,5
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

<sup>1</sup> Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

**Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos**

CUADRO 1.11

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>NÚMERO DE EMISORES</b>								
Total	14	13	11	12	11	11	10	10
Emisores privados	6	5	4	5	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	6	5	4	5	4	4	4	4
Administraciones públicas <sup>1</sup>	8	8	7	7	7	7	6	6
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>NÚMERO DE EMISIONES</b>								
Total	58	54	44	50	44	53	49	48
Emisores privados	19	16	11	16	11	11	11	11
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	19	16	11	16	11	11	11	11
Administraciones públicas <sup>1</sup>	39	38	33	34	33	42	38	37
Comunidades autónomas	21	20	18	18	18	27	26	26
<b>SALDO VIVO<sup>2</sup> (millones de euros)</b>								
Total	8.268,3	7.340,4	6.158,4	6.227,9	6.158,4	8.830,8	8.412,5	8.413,9
Emisores privados	589,8	481,1	366,3	435,6	366,3	353,6	341,7	330,5
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	589,8	481,1	366,3	435,6	366,3	353,6	341,7	330,5
Administraciones públicas <sup>1</sup>	7.678,5	6.859,2	5.792,2	5.792,3	5.792,2	8.477,2	8.070,7	8.083,4
Comunidades autónomas	6.959,7	6.260,7	5.179,3	5.179,3	5.179,3	7.862,8	7.549,3	7.549,3

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

**SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad**

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Total	96.708,0	150.634,0	120.706,0	24.130,0	37.404,0	45.061,0	44.715,0	48.400,0
Simples	96.708,0	150.634,0	120.706,0	24.130,0	37.404,0	45.061,0	44.715,0	48.400,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

## 1.3 Derivados y otros productos

### 1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

#### Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocial <sup>1</sup>	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 <sup>2,3</sup>	6.983.287	6.625.993	6.395.357	1.427.735	1.506.481	1.364.908	1.329.170	1.430.095
Futuro sobre Ibex 35 plus	6.342.478	5.965.905	5.905.782	1.328.472	1.353.344	1.274.216	1.264.040	1.377.802
Futuro mini sobre Ibex 35	149.023	145.489	154.351	30.218	31.363	26.918	21.783	21.059
Futuro micro sobre Ibex 35		0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	70.725	144.831	91.571	24.922	48.302	15.289	11.150	3.793
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	2.745	6	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	193.480	177.369	104.132	12.461	36.792	29.481	17.834	12.332
Opción <i>put</i> mini	224.835	192.393	139.521	31.662	36.680	19.003	14.364	15.109
Sobre acciones <sup>4</sup>	31.412.879	32.841.027	30.313.892	4.226.165	8.705.936	7.155.442	6.423.846	6.083.100
Futuros	10.703.192	15.298.027	10.968.411	875.676	2.998.200	3.153.650	3.318.301	3.410.227
Futuros sobre dividendos de acciones	471.614	758.700	130.055	7.800	56.015	0	0	400
Futuros sobre dividendos de acciones plus	200	0	7.752	612	3.876	3.956	3.956	8.729
Opción <i>call</i>	7.761.974	7.405.619	8.564.019	1.880.966	2.073.062	1.989.957	1.444.525	1.066.620
Opción <i>put</i>	12.475.899	9.378.681	10.643.655	1.461.111	3.574.783	2.007.879	1.657.064	1.597.124

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

2 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) y micro (multiplicador de 0,1 euros) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

3 Nominal del contrato: Ibex 35 \* 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

#### Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>WARRANTS</b>								
Importe de las primas (millones de euros)	2.084,9	1.837,7	1.167,7	0,6	494,4	585,3	550,2	496,7
Sobre acciones	819,0	901,4	445,7	0,0	171,6	200,3	220,4	169,3
Sobre índices	1.160,5	809,3	674,0	0,6	299,8	343,7	309,6	315,8
Otros <sup>1</sup>	105,5	127,1	48,1	0,0	22,9	41,3	20,2	11,6
Número de emisiones	5.231	5.496	3.081	1	1.008	1.264	1.301	1.006
Número de emisores	5	6	5	1	3	3	2	2
<b>CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES</b>								
Importes nominales (millones de euros)	953,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	950,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	11	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	2	0	0	0	0	0	0	0

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

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>WARRANTS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	435,2	291,6	319,7	71,3	80,0	74,9	71,4	66,5
Sobre acciones nacionales	93,3	81,1	121,1	29,7	42,6	43,9	36,2	20,4
Sobre acciones extranjeras	31,6	19,7	26,0	5,3	4,6	4,9	4,0	3,8
Sobre índices	305,5	186,6	161,7	34,7	29,1	24,2	30,5	41,4
Otros <sup>2</sup>	4,8	3,7	10,9	1,6	3,6	1,9	0,7	0,9
Número de emisiones <sup>3</sup>	3.986	3.605	3.785	805	811	878	811	781
Número de emisores <sup>3</sup>	7	8	7	6	4	4	4	4
<b>CERTIFICADOS</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones <sup>3</sup>	2	2	1	1	1	1	0	0
Número de emisores <sup>3</sup>	1	1	1	1	1	1	0	0
<b>ETF</b>								
Contratación efectiva (millones de euros)	3.027,6	1.718,8	2.548,1	436,0	621,6	400,5	345,3	404,5
Número de fondos	6	6	5	5	5	5	5	5
Patrimonio <sup>4</sup> (millones de euros)	288,9	229,2	241,5	206,6	241,4	259,4	270,8	271,7

1 Datos al final del trimestre, excepto el patrimonio de ETF, que se refiere a 31 de agosto.

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

3 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

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

## 2 Servicios de inversión

### Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	39	39	38	38	38	36	34	33
Sucursales en España	25	19	14	14	14	14	13	13
Agentes operantes en España	2.027	1.944	1.407	1.385	1.407	1.367	1.344	1.336
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	9	9	8	9	8	8	7	4
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	24	25	25	25	25	23	21	20
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1, 2</sup>	172	205	205	205	205	175	170	153
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Entidades nacionales	52	56	57	57	57	60	58	59
Sucursales en España	21	23	24	23	24	24	22	22
Agentes operantes en España	414	361	353	356	353	331	339	375
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	2	1	0	0	0	0	0	4
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	25	24	30	28	30	32	29	30
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1, 2</sup>	150	144	205	153	205	213	196	198
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA</b>								
Entidades nacionales	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO</b>								
Entidades nacionales	158	140	140	139	140	139	142	141
Sucursales en España	21	22	23	23	23	21	21	21
Sucursales en el EEE <sup>1</sup>	2	2	2	2	2	1	1	1
Entidades en libre prestación en el EEE <sup>1</sup>	29	29	27	28	27	27	28	27
Pasaportes para operar en el EEE <sup>1, 2</sup>	51	51	47	50	47	49	55	54
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO<sup>3</sup></b>								
Entidades nacionales	114	112	110	111	110	110	110	110

1 EEE: Espacio Económico Europeo.

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

3 Fuente: Banco de España y CNMV.

### Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III
Total	3.474	3.567	3.617	3.607	3.617	1.333	1.345	1.364
Empresas de servicios de inversión	3.002	3.088	3.131	3.123	3.131	927	937	951
Comunitarias	2.999	3.085	3.128	3.120	3.128	922	932	946
Con sucursal	61	65	66	69	66	41	41	42
En libre prestación de servicios	2.938	3.020	3.062	3.051	3.062	881	891	904
Extracomunitarias	3	3	3	3	3	5	5	5
Con sucursal	0	0	0	0	0	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito <sup>1</sup>	472	479	486	484	486	406	408	413
Comunitarias	466	473	480	478	480	401	403	408
Con sucursal	53	54	50	52	50	51	50	52
En libre prestación de servicios	413	419	430	426	430	350	353	356
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	6	6	6	5	5	5
Con sucursal	3	3	4	4	4	3	3	3
En libre prestación de servicios	3	3	2	2	2	2	2	2

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

## Intermediación de operaciones al contado<sup>1</sup>

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>RENTA FIJA</b>								
Total	3.082.789,5	3.222.363,2	3.782.640,8	1.117.312,0	812.220,5	744.236,9	883.875,4	757.396,9
Sociedades de valores	2.184.921,9	2.263.416,4	3.345.439,9	1.114.160,4	809.770,1	741.972,5	880.812,8	755.486,3
Mercados organizados nacionales	855.948,9	909.992,9	1.261.885,8	241.184,6	335.918,7	414.745,3	415.199,3	338.861,7
Otros mercados nacionales	1.111.231,9	1.012.359,1	1.721.922,5	767.902,7	386.420,7	246.211,8	309.058,9	280.240,9
Mercados extranjeros	217.741,1	341.064,4	361.631,6	105.073,1	87.430,7	81.015,4	156.554,6	136.383,7
Agencias de valores	897.867,6	958.946,8	437.200,9	3.151,6	2.450,4	2.264,4	3.062,6	1.910,6
Mercados organizados nacionales	6.237,8	17.314,9	1.229,4	95,6	63,8	157,1	313,0	217,0
Otros mercados nacionales	702.731,7	803.742,9	405.199,7	6,7	15,5	16,6	17,5	19,5
Mercados extranjeros	188.898,1	137.889,0	30.771,8	3.049,3	2.371,1	2.090,7	2.732,1	1.674,1
<b>RENTA VARIABLE</b>								
Total	630.896,1	1.213.388,9	1.816.691,4	481.027,4	399.610,5	423.633,8	587.035,0	438.252,0
Sociedades de valores	600.442,4	1.194.473,3	1.793.180,4	476.513,5	395.365,0	417.973,8	581.477,9	432.767,3
Mercados organizados nacionales	525.648,7	329.666,8	261.188,7	70.683,0	61.868,9	38.336,4	35.850,3	22.207,0
Otros mercados nacionales	839,1	1.771,0	5.938,7	1.138,4	1.358,8	1.791,1	3.232,7	1.774,8
Mercados extranjeros	73.954,6	863.035,5	1.526.053,0	404.692,1	332.137,3	377.846,3	542.394,9	408.785,5
Agencias de valores	30.453,7	18.915,6	23.511,0	4.513,9	4.245,5	5.660,0	5.557,1	5.484,7
Mercados organizados nacionales	6.462,5	7.712,5	7.137,8	1.627,2	1.157,4	1.843,1	1.752,1	1.734,4
Otros mercados nacionales	1.328,5	1.006,8	1.094,9	174,8	204,5	261,6	298,9	498,5
Mercados extranjeros	22.662,7	10.196,3	15.278,3	2.711,9	2.883,6	3.555,3	3.506,1	3.251,8

<sup>1</sup> Datos acumulados del periodo.

## Intermediación de operaciones de derivados<sup>1,2</sup>

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
Total	10.308.915,0	10.807.586,8	11.557.923,7	2.333.005,1	2.778.782,7	3.798.892,3	2.662.237,6	2.441.759,7
Sociedades de valores	10.065.090,4	10.523.995,1	11.261.186,5	2.312.414,3	2.737.831,0	3.710.600,1	2.578.484,5	2.410.453,9
Mercados organizados nacionales	5.457.270,1	5.058.147,9	3.839.450,0	657.784,1	1.028.024,7	1.028.274,7	1.008.973,3	1.147.718,4
Mercados organizados extranjeros	3.927.718,5	4.160.941,8	5.884.599,5	1.349.458,4	1.432.002,8	2.074.662,4	1.153.439,5	997.145,4
Mercados no organizados	680.101,8	1.304.905,4	1.537.137,0	305.171,8	277.803,5	607.663,0	416.071,7	265.590,1
Agencias de valores	243.824,6	283.591,7	296.737,2	20.590,8	40.951,7	88.292,2	83.753,1	31.305,8
Mercados organizados nacionales	30.836,1	29.601,4	12.975,9	2.201,8	2.770,0	3.903,5	3.781,9	2.340,5
Mercados organizados extranjeros	105.915,8	116.038,0	195.686,4	16.425,1	37.982,9	81.723,0	79.914,9	27.800,9
Mercados no organizados	107.072,7	137.952,3	88.074,9	1.963,9	198,8	2.665,7	56,3	1.164,4

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

<sup>2</sup> Datos acumulados del periodo.

**Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado<sup>1</sup>**

CUADRO 2.5

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CARTERAS</b>								
Total <sup>2</sup>	16.172	25.389	44.983	38.359	41.911	44.983	53.783	65.053
Sociedades de valores. Total	3.807	3.219	3.585	3.291	3.491	3.585	4.265	8.968
IIC <sup>3</sup>	37	40	42	40	35	42	40	40
Otras <sup>4</sup>	3.770	3.179	3.543	3.251	3.456	3.543	4.225	8.928
Agencias de valores. Total	12.364	22.169	41.397	35.068	38.420	41.397	49.518	56.085
IIC <sup>3</sup>	83	79	82	81	81	82	69	66
Otras <sup>4</sup>	12.281	22.090	41.315	34.987	38.339	41.315	49.449	56.019
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	1	1	1	-	-	1	-	-
IIC <sup>3</sup>	1	1	1	-	-	1	-	-
Otras <sup>4</sup>	0	0	0	-	-	0	-	-
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)</b>								
Total <sup>2</sup>	4.854.719	4.946.670	6.119.284	5.322.476	5.607.558	6.119.284	6.132.979	6.776.795
Sociedades de valores. Total	2.216.956	2.266.997	2.687.786	2.419.320	2.527.115	2.687.786	2.146.038	2.393.001
IIC <sup>3</sup>	838.379	1.059.718	1.280.966	1.061.277	1.091.841	1.280.966	590.333	586.695
Otras <sup>4</sup>	1.378.577	1.207.279	1.406.820	1.358.043	1.435.274	1.406.820	1.555.705	1.806.306
Agencias de valores. Total	2.619.297	2.658.674	3.410.772	2.903.156	3.080.443	3.410.772	3.986.941	4.383.794
IIC <sup>3</sup>	1.295.580	1.346.615	1.256.276	1.135.309	1.024.130	1.256.276	1.063.010	1.081.072
Otras <sup>4</sup>	1.323.717	1.312.059	2.154.496	1.767.847	2.056.313	2.154.496	2.923.931	3.302.722
Sociedades gestoras de cartera <sup>2</sup> . Total	18.466	20.999	20.726	-	-	20.726	-	-
IIC <sup>3</sup>	18.466	20.999	20.726	-	-	20.726	-	-
Otras <sup>4</sup>	0	0	0	-	-	0	-	-

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

**Asesoramiento financiero. Número de contratos<sup>1,2</sup>**

CUADRO 2.6

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>NÚMERO DE CONTRATOS</b>								
Total ESI (excepto EAF <sup>3</sup> )	23.149	26.561	31.169	30.262	30.732	31.169	30.765	31.626
Sociedades de valores. Total	5.241	6.163	8.721	8.474	8.553	8.721	9.126	9.349
Clientes minoristas	5.211	6.115	8.670	8.424	8.500	8.670	9.074	9.297
Clientes profesionales	21	31	45	44	47	45	46	46
Contrapartes elegibles	9	17	6	6	6	6	6	6
Agencias de valores. Total	17.908	20.398	22.448	21.788	22.179	22.448	21.639	22.277
Clientes minoristas	17.654	20.125	22.128	21.498	21.878	22.128	21.390	22.034
Clientes profesionales	199	229	282	249	258	282	207	201
Contrapartes elegibles	55	44	38	41	43	38	42	42
Sociedades gestoras de cartera <sup>3</sup> . Total	0	0	0	-	-	0	-	-
Clientes minoristas	0	0	0	-	-	0	-	-
Clientes profesionales	0	0	0	-	-	0	-	-
Contrapartes elegibles	0	0	0	-	-	0	-	-
<b>Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero<sup>4</sup> (miles de euros)</b>								
Total ESI (excepto EAF <sup>3</sup> )	35.287	37.583	39.803	13.757	21.650	39.803	7.270	12.672
Sociedades de valores	9.562	23.400	5.813	2.809	4.098	5.813	1.267	2.764
Agencias de valores	25.725	14.183	33.990	10.948	17.552	33.990	6.003	9.908
Sociedades gestoras de cartera <sup>3</sup>	0	0	0	-	-	0	-	-

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

Miles de euros<sup>1</sup>

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	73.969	38.125	35.957	24.500	35.957	-856	9.586	21.821
II. Comisiones netas	296.037	279.650	310.868	217.674	310.868	97.775	177.191	190.404
Comisiones percibidas	414.595	427.813	525.812	375.890	525.812	158.537	320.279	361.878
Tramitación y ejecución de órdenes	160.320	164.606	254.307	186.917	254.307	67.188	124.513	138.542
Colocación y aseguramiento de emisiones	11.090	8.849	5.279	2.022	5.279	26.843	70.129	75.252
Depósito y anotación de valores	42.958	42.643	39.260	29.832	39.260	9.107	18.384	21.405
Gestión de carteras	13.505	15.102	13.128	8.463	13.128	3.281	6.577	7.601
Diseño y asesoramiento	21.135	34.751	16.282	12.178	16.282	3.503	8.257	10.177
Búsqueda y colocación de paquetes	543	1.302	1.960	591	1.960	572	1.497	3.079
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	55.483	53.506	50.985	37.102	50.985	14.902	30.969	36.406
Otras	109.561	107.055	144.611	98.786	144.611	33.140	59.954	69.416
Comisiones satisfechas	118.558	148.163	214.944	158.216	214.944	60.762	143.088	171.474
III. Resultado de inversiones financieras	27.088	29.452	97.113	81.645	97.113	7.818	23.639	25.118
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	16.614	29.066	91.278	62.949	91.278	13.273	30.168	33.843
V. Margen bruto	413.708	376.293	535.216	386.768	535.216	118.010	240.585	271.186
VI. Resultado de explotación	85.837	55.978	124.993	118.562	124.993	28.472	67.511	66.629
VII. Resultado de actividades continuadas	91.771	54.528	102.928	108.852	102.928	35.277	67.780	70.229
VIII. Resultado neto del ejercicio	91.771	54.528	102.928	108.852	102.928	35.277	67.780	70.229

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

<sup>2</sup> Datos disponibles: julio de 2021.

**Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores**

CUADRO 2.8

 Miles de euros<sup>1</sup>

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL</b>								
Total	114.751	101.039	221.894	132.428	169.792	221.894	20.128	61.827
Activos monetarios y deuda pública	11.193	2.625	23.229	20.266	20.480	23.229	72	3.870
Otros valores de renta fija	11.842	27.811	18.457	2.073	7.299	18.457	6.338	11.010
Cartera interior	8.304	13.186	11.796	8.133	9.259	11.796	1.835	2.101
Cartera exterior	3.538	14.625	6.661	-6.060	-1.960	6.661	4.503	8.909
Renta variable	10.844	8.009	21.860	24.095	23.890	21.860	1.458	5.920
Cartera interior	9.901	7.006	22.859	24.344	24.124	22.859	767	3.847
Cartera exterior	943	1.003	-999	-249	-234	-999	691	2.073
Derivados	-1.167	-3.873	28.367	20.341	20.882	28.367	3.713	-18.759
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-107	-3.492	-6.851	-3.106	-4.883	-6.851	-2.234	-4.281
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.884	1.084	-6.207	-2.766	-4.582	-6.207	606	202
Diferencias de cambio netas	283	118	-981	-340	-563	-981	284	281
Otros productos y cargas de explotación	16.330	28.949	92.259	43.893	63.512	92.259	12.990	29.888
Otras operaciones	61.649	39.808	51.761	27.972	43.757	51.761	-3.099	33.696
<b>MARGEN DE INTERESES</b>								
Total	73.968	38.127	35.957	12.589	24.501	35.957	-854	9.585
Activos monetarios y deuda pública	2.036	1.027	922	302	441	922	173	469
Otros valores de renta fija	1.300	3.319	1.347	832	1.051	1.347	417	633
Cartera interior	124	734	556	409	479	556	70	152
Cartera exterior	1.176	2.585	791	423	572	791	347	481
Renta variable	3.673	2.767	962	827	927	962	194	513
Cartera interior	2.892	2.456	766	657	709	766	121	263
Cartera exterior	781	311	196	170	218	196	73	250
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-107	-3.492	-6.851	-3.106	-4.883	-6.851	-2.234	-4.281
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios	3.884	1.084	-6.207	-2.766	-4.582	-6.207	606	202
Otras operaciones	63.182	33.422	45.784	16.500	31.547	45.784	-10	12.049
<b>INVERSIONES FINANCIERAS</b>								
Total	27.088	29.451	97.113	76.358	81.647	97.113	7.820	23.638
Activos monetarios y deuda pública	9.157	1.598	22.307	19.964	20.039	22.307	-101	3.401
Otros valores de renta fija	10.542	24.492	17.110	1.241	6.248	17.110	5.921	10.377
Cartera interior	8.180	12.452	11.240	7.724	8.780	11.240	1.765	1.949
Cartera exterior	2.362	12.040	5.870	-6.483	-2.532	5.870	4.156	8.428
Renta variable	7.171	5.242	20.898	23.268	22.963	20.898	1.264	5.407
Cartera interior	7.009	4.550	22.093	23.687	23.415	22.093	646	3.584
Cartera exterior	162	692	-1.195	-419	-452	-1.195	618	1.823
Derivados	-1.167	-3.873	28.367	20.341	20.882	28.367	3.713	-18.759
Otras operaciones	1.385	1.992	8.431	11.544	11.515	8.431	-2.977	23.212
<b>DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS</b>								
Total	13.695	33.461	88.824	43.481	63.644	88.824	13.162	28.604
Diferencias de cambio netas	283	118	-981	-340	-563	-981	284	281
Otros productos y cargas de explotación	16.330	28.949	92.259	43.893	63.512	92.259	12.990	29.888
Otras operaciones	-2.918	4.394	-2.454	-72	695	-2.454	-112	-1.565

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

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros<sup>1</sup>

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
I. Margen de intereses	1.583	1.252	932	601	932	111	75	164
II. Comisiones netas	135.782	130.293	143.162	94.756	143.162	40.147	76.041	89.946
Comisiones percibidas	156.624	150.842	165.094	111.082	165.094	45.864	87.169	103.214
Tramitación y ejecución de órdenes	20.018	23.194	22.035	17.508	22.035	4.708	8.087	8.925
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.120	580	2.157	1.198	2.157	137	601	634
Depósito y anotación de valores	824	879	754	618	754	150	286	309
Gestión de carteras	15.412	14.890	14.554	10.239	14.554	4.572	9.371	11.151
Diseño y asesoramiento	26.446	14.426	34.128	17.641	34.128	6.072	10.079	11.374
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	418	562
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	63.821	62.866	62.134	44.738	62.134	20.157	42.114	49.220
Otras	28.983	34.008	29.331	19.137	29.331	10.067	16.216	21.040
Comisiones satisfechas	20.842	20.549	21.932	16.326	21.932	5.717	11.128	13.268
III. Resultado de inversiones financieras	-51	910	-5.562	-6.239	-5.562	130	464	558
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-279	1.194	-968	-864	-968	-1.180	-1.872	-1.853
V. Margen bruto	137.035	133.648	137.564	88.254	137.564	39.208	74.708	88.815
VI. Resultado de explotación	12.031	9.284	3.339	-1.018	3.339	10.132	15.169	18.083
VII. Resultado de actividades continuadas	7.459	6.163	2.836	630	2.836	9.663	13.675	16.442
VIII. Resultado neto del ejercicio	7.459	6.163	2.836	630	2.836	9.663	13.675	16.442

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

2 Datos disponibles: julio de 2021.

## Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades gestoras de cartera<sup>1</sup>

CUADRO 2.10

Miles de euros<sup>2</sup>

	2016	2017	2018	2019	2020
I. Margen de intereses	83	23	6	5	1
II. Comisiones netas	6.617	1.543	350	404	376
Comisiones percibidas	6.617	1.543	350	404	376
Gestión de carteras	4.228	1.095	350	404	376
Diseño y asesoramiento	354	59	0	0	0
Otras	2.035	390	0	0	0
Comisiones satisfechas	0	0	0	0	0
III. Resultado de inversiones financieras	-1	6	-25	13	-25
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-126	-52	-20	-20	-20
V. Margen bruto	6.573	1.520	311	402	332
VI. Resultado de explotación	3.172	623	-2	52	-16
VII. Resultado de actividades continuadas	2.222	439	-2	37	-16
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.222	439	-2	37	-16

1 Solo se muestra la información recogida en los estados públicos de las sociedades gestoras de cartera (SGC), con el fin de preservar el secreto estadístico, por ser insuficiente el número de entidades del sector.

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

## Margen de solvencia y ratio de capital<sup>1</sup>

CUADRO 2.11

	2018	2019	2020	2020			2021		II <sup>2</sup>
				II	III	IV	I		
<b>TOTAL<sup>3</sup></b>									
Ratio de capital total <sup>4</sup>	42,36	46,92	30,21	38,13	35,49	30,21	25,07		-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	915.383	1.165.707	1.026.935	1.140.625	1.117.882	1.026.935	945.629		-
% exceso <sup>5</sup>	429,49	486,52	277,59	376,61	343,63	277,59	213,41		-
N.º entidades según porcentaje del exceso									
≤ 100 %	20	23	26	26	23	26	29		-
> 100-≤ 300 %	29	31	30	26	29	30	22		-
> 300-≤ 500 %	10	10	12	10	11	12	11		-
> 500 %	15	13	10	14	14	10	13		-
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>									
Ratio de capital total <sup>4</sup>	45,16	49,63	30,81	39,90	36,83	30,81	25,10		-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	874.235	1.118.273	960.720	1.076.361	1.052.796	960.720	876.847		-
% exceso <sup>5</sup>	464,51	520,42	285,14	398,73	360,35	285,14	213,73		-
N.º entidades según porcentaje del exceso									
≤ 100 %	7	7	9	8	8	9	9		-
> 100-≤ 300 %	10	14	11	13	13	11	11		-
> 300-≤ 500 %	7	4	8	4	4	8	6		-
> 500 %	14	11	8	12	12	8	8		-
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>									
Ratio de capital total <sup>4</sup>	21,17	23,34	24,06	23,62	23,71	24,06	24,76		-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	40.952	47.249	66.051	64.264	65.086	66.051	68.782		-
% exceso <sup>5</sup>	164,84	191,77	200,79	195,24	196,32	200,79	209,47		-
N.º entidades según porcentaje del exceso									
≤ 100 %	13	16	17	18	15	17	20		-
> 100-≤ 300 %	18	16	18	13	16	18	11		-
> 300-≤ 500 %	3	6	4	6	7	4	5		-
> 500 %	1	2	2	2	2	2	5		-
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>3</sup></b>									
Ratio de capital total <sup>4</sup>	29,68	25,72	22,15	-	-	22,15	-		-
Exceso de recursos propios (miles de euros)	196	185	164	-	-	164	-		-
% exceso <sup>5</sup>	272,22	221,50	176,82	-	-	176,82	-		-
N.º entidades según porcentaje del exceso									
≤ 100 %	0	0	0	-	-	0	-		-
> 100-≤ 300 %	1	1	1	-	-	1	-		-
> 300-≤ 500 %	0	0	0	-	-	0	-		-
> 500 %	0	0	0	-	-	0	-		-

1 Solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información según lo establecido en el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.

2 A partir del segundo trimestre de 2021 los datos no están disponibles debido a los cambios normativos introducidos por el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y de la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.

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

4 La ratio de capital total se calcula como el cociente entre el capital total computable a efectos de solvencia entre la exposición total al riesgo de cada entidad. Dicha ratio no puede ser inferior al 8 %, según establece el Reglamento (UE) n.º 575/2013.

5 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

## Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos<sup>1</sup>

CUADRO 2.12

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>TOTAL<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	12,27	9,23	18,71	25,53	19,58	18,71	13,09	20,95
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	40	32	33	39	42	33	31	30
0-≤ 15 %	22	22	15	10	10	15	18	19
> 15-≤ 45 %	10	19	20	15	18	20	12	13
> 45-≤ 75 %	6	7	9	8	6	9	13	12
> 75 %	14	12	15	19	17	15	17	17
<b>SOCIEDADES DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	12,16	8,87	19,72	27,89	21,16	19,72	9,44	19,74
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	18	13	12	15	20	12	15	10
0-≤ 15 %	12	13	6	6	2	6	8	10
> 15-≤ 45 %	5	7	9	7	9	9	6	8
> 45-≤ 75 %	2	1	6	6	2	6	3	4
> 75 %	2	2	2	3	4	2	2	1
<b>AGENCIAS DE VALORES</b>								
Media <sup>3</sup> (%)	13,24	12,05	12,48	9,77	9,37	12,48	35,76	28,08
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	21	19	20	24	22	20	16	20
0-≤ 15 %	10	9	9	4	8	9	10	9
> 15-≤ 45 %	5	11	11	8	9	11	6	5
> 45-≤ 75 %	4	6	3	2	4	3	10	8
> 75 %	12	10	13	16	13	13	15	16
<b>SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA<sup>2</sup></b>								
Media <sup>3</sup> (%)	-0,84	19,74	-6,51	-	-	-6,51	-	-
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	1	0	1	-	-	1	-	-
0-≤ 15 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 15-≤ 45 %	0	1	0	-	-	0	-	-
> 45-≤ 75 %	0	0	0	-	-	0	-	-
> 75 %	0	0	0	-	-	0	-	-

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

## Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes<sup>1</sup>

CUADRO 2.13

Miles de euros

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>PATRIMONIOS ASESORADOS<sup>2</sup></b>					
Total	30.174.877	30.790.535	31.658.460	21.627.677	12.049.182
Clientes minoristas	7.588.143	9.096.071	10.281.573	8.313.608	6.797.540
Resto de clientes y entidades	22.586.734	21.694.464	21.376.887	13.314.069	5.251.642
Clientes profesionales	5.654.358	6.482.283	7.052.031	-	-
Otros	16.932.376	15.212.181	14.324.856	-	-
<b>INGRESOS POR COMISIONES<sup>3</sup></b>					
Total	52.534	65.802	62.168	56.963	45.293
Comisiones percibidas	51.687	65.191	61.079	56.029	44.656
Otros ingresos	847	611	1.088	934	637
<b>PATRIMONIO NETO</b>					
Total	24.119	32.803	33.572	32.089	30.607
Capital social	6.834	8.039	6.894	5.770	5.454
Reservas y remanentes	12.123	13.317	15.386	17.260	19.111
Resultado del ejercicio <sup>3</sup>	7.511	11.361	10.626	8.172	5.118
Resto de fondos propios	-2.349	86	666	888	923

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

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

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

### 3 Instituciones de inversión colectiva<sup>a</sup>

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

CUADRO 3.1

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	4.386	4.233	4.018	4.092	4.018	3.970	3.901	3.876
Fondos de inversión	1.617	1.595	1.515	1.534	1.515	1.506	1.487	1.474
Sociedades de inversión	2.713	2.569	2.427	2.484	2.427	2.383	2.334	2.321
IIC de IIC de inversión libre	7	7	7	7	7	8	9	9
IIC de inversión libre	49	62	69	67	69	73	71	72
Total IIC inmobiliarias	7	5	5	5	5	4	4	4
Fondos de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	2	2	2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.024	1.033	1.048	1.042	1.048	1.046	1.058	1.066
Fondos extranjeros comercializados en España	429	399	407	404	407	421	423	424
Sociedades extranjeras comercializadas en España	595	634	641	638	641	625	635	642
SGIIC	119	123	123	125	123	122	125	124
Depositarias IIC	37	36	35	36	35	35	34	34

1 Datos disponibles: agosto de 2021.

#### Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero <sup>2</sup>	11.627.118	12.132.581	13.015.104	12.613.450	13.015.104	13.932.921	14.666.536	14.931.842
Fondos de inversión	11.213.482	11.734.029	12.654.439	12.232.861	12.654.439	13.581.009	14.319.397	14.585.585
Sociedades de inversión	413.636	398.552	360.665	380.589	360.665	351.912	347.139	346.257
Total IIC inmobiliarias <sup>2</sup>	905	799	798	795	798	690	688	690
Fondos de inversión inmobiliaria	483	483	483	483	483	483	483	482
Sociedades de inversión inmobiliaria	422	316	315	312	315	207	205	208
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	3.172.682	3.361.901	4.312.340	3.939.998	4.312.340	4.865.192	5.231.449	–
Fondos extranjeros comercializados en España	547.517	521.648	592.053	568.132	592.053	635.555	697.470	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	2.625.165	2.840.253	3.720.287	3.371.866	3.720.287	4.229.637	4.533.979	–

1 Datos disponibles: julio de 2021.

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

3 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

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

## Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
Total IIC de carácter financiero	286.930,9	308.170,1	306.654,5	293.159,3	306.654,5	320.524,3	337.338,4	340.858,6
Fondos de inversión <sup>2</sup>	259.095,0	279.377,4	279.694,5	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2	312.669,1
Sociedades de inversión	27.835,9	28.792,7	26.960,0	26.074,7	26.960,0	27.659,1	28.291,2	28.189,5
Total IIC inmobiliarias	1.058,2	1.072,9	1.218,0	1.210,2	1.218,0	1.201,0	1.201,3	1.203,6
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	309,4	310,8	310,6	310,8	311,0	311,1	311
Sociedades de inversión inmobiliaria	748,8	763,5	907,1	899,5	907,1	890,0	890,2	892,6
Total IIC extranjeras comercializadas en España <sup>3</sup>	162.701,9	178.841,5	199.419,3	190.324,3	199.419,3	219.851,3	249.927,6	-
Fondos extranjeros comercializados en España	34.237,1	30.843,4	27.355,5	26.815,7	27.355,5	27.861,7	32.797,0	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	128.464,9	147.998,1	172.063,8	163.508,6	172.063,8	191.989,7	217.130,6	-

1 Datos disponibles: julio de 2021.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2021, del orden de 8.712,4 millones de euros.

3 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

## Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	259.095,0	279.377,4	279.694,5	263.619,4	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2
Cartera de inversiones financieras	241.016,2	256.750,7	256.257,2	240.056,3	244.025,4	256.257,2	268.778,4	282.168,2
Cartera interior	74.486,1	66.520,4	54.587,8	55.564,9	53.561,9	54.587,8	54.198,1	55.270,4
Valores representativos de deuda	50.537,5	44.637,7	38.394,5	39.528,1	38.418,7	38.394,5	37.044,9	34.519,9
Instrumentos de patrimonio	10.868,4	9.047,9	6.185,3	5.810,0	5.283,9	6.185,3	6.584,2	6.863,3
Instituciones de inversión colectiva	6.984,9	8.581,9	8.511,0	8.019,8	8.081,5	8.511,0	8.994,8	12.322,3
Depósitos en EE. CC.	5.854,8	4.004,8	1.341,5	2.067,2	1.645,0	1.341,5	1.370,0	1.364,6
Derivados	235,4	243,2	140,9	126,9	120,7	140,9	190,3	177,1
Otros	5,2	4,9	14,6	12,8	12,1	14,6	13,9	23,3
Cartera exterior	166.522,5	190.224,5	201.664,8	184.486,8	190.459,0	201.664,8	214.574,7	226.894,2
Valores representativos de deuda	74.079,1	83.817,5	86.151,5	83.963,6	86.819,1	86.151,5	89.938,7	92.596,8
Instrumentos de patrimonio	26.660,8	33.115,9	33.886,1	29.738,0	30.293,6	33.886,1	36.866,7	41.191,2
Instituciones de inversión colectiva	65.624,3	73.054,4	81.358,2	70.616,8	73.159,4	81.358,2	87.482,1	92.971,0
Depósitos en EE. CC.	21,1	4,5	0,1	11,1	9,7	0,1	0,0	0,0
Derivados	136,0	231,3	268,0	156,4	176,4	268,0	286,4	121,4
Otros	1,2	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,8	13,9
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	7,6	5,8	4,6	4,6	4,5	4,6	5,6	3,6
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	16.897,1	21.735,1	22.203,0	21.651,0	21.373,8	22.203,0	22.725,1	25.490,7
Neto deudores/acreedores	1.181,7	891,6	1.234,3	1.912,1	1.685,4	1.234,3	1.361,6	1.388,3

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	27.835,9	28.792,7	26.960,0	26.228,5	26.074,7	26.960,0	27.659,1	28.291,2
Cartera de inversiones financieras	24.840,8	25.940,3	24.548,9	23.583,5	23.439,5	24.548,9	25.088,5	25.598,8
Cartera interior	5.031,5	4.588,3	3.419,9	3.438,0	3.293,7	3.419,9	3.490,9	3.517,6
Valores representativos de deuda	1.433,8	1.217,1	734,3	885,1	878,1	734,3	655,2	619,3
Instrumentos de patrimonio	2.193,7	1.982,8	1.601,2	1.497,5	1.381,3	1.601,2	1.690,4	1.714,8
Instituciones de inversión colectiva	1.193,8	1.232,2	967,7	927,5	921,8	967,7	1.039,0	1.089,2
Depósitos en EE. CC.	164,3	98,6	47,7	73,0	57,9	47,7	35,3	27,8
Derivados	-0,2	0,8	3,2	-3,0	-4,0	3,2	4,7	-0,6
Otros	46,2	56,8	65,9	58,0	58,7	65,9	66,2	67,1
Cartera exterior	19.803,8	21.348,2	21.125,7	20.142,0	20.142,4	21.125,7	21.594,6	22.078,8
Valores representativos de deuda	4.241,6	4.617,7	3.243,8	4.075,8	3.860,2	3.243,8	2.909,1	2.852,4
Instrumentos de patrimonio	5.979,1	6.133,8	6.548,1	6.022,3	5.915,0	6.548,1	6.940,2	7.150,3
Instituciones de inversión colectiva	9.540,9	10.549,0	11.297,4	9.988,5	10.315,4	11.297,4	11.718,5	12.049,4
Depósitos en EE. CC.	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	27,6	34,1	23,8	42,1	38,6	23,8	13,3	12,4
Otros	14,5	12,5	12,6	13,2	13,1	12,6	13,5	14,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,6	3,8	3,2	3,5	3,4	3,2	3,0	2,4
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.731,9	2.659,8	2.219,3	2.396,2	2.404,0	2.219,3	2.387,9	2.541,8
Neto deudores/acreedores	262,6	192,1	191,4	248,3	230,6	191,4	182,1	150,0

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>3</sup>
<b>NÚMERO DE FONDOS</b>								
Total fondos de inversión	1.725	1.710	1.644	1.654	1.644	1.642	1.629	1.624
Renta fija <sup>4</sup>	279	281	276	276	276	279	272	270
Renta fija mixta <sup>5</sup>	168	173	174	170	174	181	182	184
Renta variable mixta <sup>6</sup>	184	185	186	183	186	188	186	186
Renta variable euro	113	113	104	108	104	100	98	96
Renta variable internacional	236	263	276	279	276	278	285	292
Garantizado renta fija	67	66	55	57	55	53	51	51
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	163	155	133	136	133	130	125	120
Fondos globales	242	255	248	250	248	252	253	253
De gestión pasiva <sup>8</sup>	172	133	118	117	118	114	110	106
Retorno absoluto	99	84	72	76	72	65	65	64
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.660.100	12.237.441	12.660.100	13.586.390	14.325.481	14.591.655
Renta fija <sup>4</sup>	2.709.547	3.668.324	4.135.294	4.002.906	4.135.294	4.435.899	4.621.057	4.720.611
Renta fija mixta <sup>5</sup>	1.188.157	1.087.881	1.203.280	1.184.715	1.203.280	1.364.227	1.406.147	1.396.417
Renta variable mixta <sup>6</sup>	624.290	707.159	745.112	737.674	745.112	806.042	648.612	660.660
Renta variable euro	831.115	598.901	530.107	487.843	530.107	705.654	737.047	738.746
Renta variable internacional	2.225.366	2.655.123	3.043.542	2.914.093	3.043.542	3.298.703	3.545.847	3.601.666
Garantizado renta fija	165.913	154.980	135.320	141.812	135.320	127.437	115.807	112.702
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	494.660	428.470	356.439	368.979	356.439	348.061	308.880	287.146
Fondos globales	1.501.730	1.359.915	1.409.759	1.355.646	1.409.759	1.506.594	1.920.588	2.021.416
De gestión pasiva <sup>8</sup>	543.192	429.428	511.251	438.709	511.251	513.333	530.215	531.927
Retorno absoluto	930.641	646.042	587.040	602.106	587.040	477.482	488.319	517.402
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2	312.669,2
Renta fija <sup>4</sup>	66.889,3	78.583,2	81.015,9	78.775,6	81.015,9	82.209,7	83.503,3	85.194,5
Renta fija mixta <sup>5</sup>	40.471,0	40.819,9	43.200,4	41.957,1	43.200,4	48.373,9	48.143,1	48.109,2
Renta variable mixta <sup>6</sup>	23.256,0	28.775,8	30.432,7	29.019,2	30.432,7	32.601,3	24.893,5	25.457,7
Renta variable euro	12.177,7	10.145,1	7.091,1	6.399,0	7.091,1	7.771,9	8.232,2	8.252,9
Renta variable internacional	24.404,9	34.078,9	37.722,5	32.763,6	37.722,5	42.746,1	46.464,6	46.473,2
Garantizado renta fija	4.887,4	4.809,3	4.177,0	4.397,6	4.177,0	3.929,5	3.585,6	3.487,0
Garantizado renta variable <sup>7</sup>	14.556,0	13.229,1	11.037,1	11.328,0	11.037,1	10.745,2	9.339,3	8.763,3
Fondos globales	42.137,2	43.041,9	40.944,5	39.057,4	40.944,5	43.120,7	62.913,0	66.920,0
De gestión pasiva <sup>8</sup>	16.138,6	14.073,8	14.014,3	13.223,8	14.014,3	13.571,5	13.587,1	13.587,2
Retorno absoluto	14.172,5	11.818,3	10.057,4	10.161,5	10.057,4	7.793,7	8.383,9	6.422,6

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

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

3 Datos disponibles: julio de 2021.

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

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

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

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

CUADRO 3.7

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>PARTÍCIPES</b>								
Total fondos de inversión	11.217.569	11.739.183	12.660.100	12.237.441	12.660.100	13.586.390	14.325.481	14.591.655
Personas físicas	11.008.977	11.534.957	12.437.954	12.028.712	12.437.954	13.346.642	14.068.930	14.329.934
Residentes	10.917.387	11.440.086	12.339.829	11.931.340	12.339.829	13.245.856	13.964.805	14.224.121
No residentes	91.590	94.871	98.125	97.372	98.125	100.786	104.125	105.813
Personas jurídicas	208.592	204.226	222.146	208.729	222.146	239.748	256.551	261.721
Entidades de crédito	655	1.928	1.403	1.444	1.403	1.479	1.465	1.486
Otros agentes residentes	207.073	201.408	219.849	206.431	219.849	237.336	254.112	259.240
Entidades no residentes	864	890	894	854	894	933	974	995
<b>PATRIMONIO (millones de euros)</b>								
Total fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2	312.669,2
Personas físicas	215.785,0	231.434,8	230.573,8	221.134,7	230.573,8	240.434,7	250.264,3	252.829,8
Residentes	212.758,3	228.214,4	227.444,5	218.133,5	227.444,5	237.165,7	246.838,9	249.365,5
No residentes	3.026,7	3.220,4	3.129,3	3.001,2	3.129,3	3.269,0	3.425,4	3.464,3
Personas jurídicas	43.310,0	47.942,6	49.120,7	45.949,8	49.120,7	52.430,5	58.782,9	59.839,4
Entidades de crédito	384,1	523,7	480,0	447,1	480,0	531,3	513,2	492,0
Otros agentes residentes	41.967,9	46.628,9	47.995,2	44.892,0	47.995,2	51.233,9	57.559,6	58.594,0
Entidades no residentes	957,9	790,0	645,4	610,7	645,4	665,4	710,1	753,4

1 Datos disponibles: julio de 2021.

**Suscripciones y reembolsos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1, 2</sup>**

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020		2021		
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES</b>								
Total fondos de inversión	130.577,0	156.702,7	113.265,7	22.418,1	22.788,8	27.903,2	35.042,4	51.735,6
Renta fija	53.165,8	91.050,8	51.487,7	10.772,7	10.912,9	12.703,3	13.896,5	16.922,1
Renta fija mixta	14.823,4	14.154,1	15.496,2	1.628,1	3.347,8	3.179,3	6.104,1	6.481,4
Renta variable mixta	10.406,8	11.156,0	8.861,2	1.160,3	2.385,2	2.077,5	2.962,5	3.042,2
Renta variable euro	7.024,3	2.998,4	2.232,1	664,9	252,2	600,2	1.008,8	976,7
Renta variable internacional	13.265,2	16.864,0	15.974,8	3.758,1	2.584,2	3.982,7	5.194,4	5.883,0
Garantizado renta fija	796,0	854,1	424,7	204,7	173,0	1,4	2,2	4,7
Garantizado renta variable	2.116,8	898,2	74,2	8,9	24,7	25,2	33,1	30,5
Fondos globales	20.455,3	12.713,7	11.391,1	1.978,3	1.646,2	3.371,2	3.655,2	16.386,3
De gestión pasiva	3.014,3	2.261,9	4.944,6	1.541,1	1.015,1	1.460,4	1.062,9	936,6
Retorno absoluto	5.493,3	3.751,5	2.379,0	701,2	447,5	501,9	1.122,6	1.072,2
<b>REEMBOLSOS</b>								
Total fondos de inversión	122.669,5	154.273,0	112.634,4	22.286,0	22.129,0	25.979,4	28.035,7	41.143,4
Renta fija	55.823,7	80.046,4	47.611,0	9.413,2	8.611,4	11.016,6	12.562,8	14.936,3
Renta fija mixta	16.685,2	16.004,2	14.974,6	2.072,5	4.517,1	3.051,5	4.025,5	3.710,1
Renta variable mixta	7.344,0	7.943,7	7.667,5	1.142,5	1.566,0	1.996,7	1.794,9	10.262,5
Renta variable euro	5.246,8	6.540,2	4.205,3	1.037,7	711,5	919,3	925,8	838,3
Renta variable internacional	9.476,0	12.963,1	13.449,4	4.160,7	2.471,0	2.906,0	3.120,1	4.393,9
Garantizado renta fija	1.202,9	1.136,7	1.030,6	203,8	272,5	247,4	153,7	340,1
Garantizado renta variable	2.582,6	2.739,2	2.245,2	222,0	350,5	370,0	332,7	1.437,3
Fondos globales	11.301,6	15.133,7	12.743,7	2.187,2	2.227,3	3.487,6	2.750,3	3.400,7
De gestión pasiva	5.776,3	5.272,0	4.985,6	817,8	930,7	1.210,0	776,1	1.231,4
Retorno absoluto	7.230,5	6.493,7	3.721,4	1.028,4	471,0	774,2	1.594,0	592,8

1 Datos estimados.

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

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:  
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos<sup>1,2</sup>**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	7.841,8	2.467,5	660,3	145,6	680,6	1.938,1	7.009,8	10.633,7
Renta fija	-2.766,0	10.732,6	2.062,6	1.393,8	2.141,4	1.714,0	1.324,9	1.237,0
Renta fija mixta	-1.063,7	-1.506,1	2.619,5	-353,7	-988,9	219,6	4.789,7	-705,8
Renta variable mixta	2.485,9	3.288,8	1.601,4	6,8	1.036,4	147,0	1.375,3	-8.279,2
Renta variable euro	1.848,7	-3.588,2	-2.007,7	-366,0	-485,7	-319,2	82,3	135,8
Renta variable internacional	3.864,1	4.113,8	2.633,1	-355,5	174,0	1.078,9	2.082,0	1.257,6
Garantizado renta fija	-575,8	-282,6	-707,4	-43,8	-156,9	-245,4	-226,2	-335,5
Garantizado renta variable	-667,2	-1.857,0	-2.254,2	-213,0	-347,2	-380,2	-299,6	-1.406,6
Fondos globales	9.448,9	-2.553,9	-1.501,2	-253,4	-580,3	-92,7	1.075,3	18.527,0
De gestión pasiva	-2.790,4	-3.026,8	-23,8	737,5	158,5	179,9	-862,2	-294,8
Retorno absoluto	-1.899,6	-2.852,9	-1.761,9	-407,0	-270,7	-363,5	-2.331,7	498,4
<b>RENDIMIENTOS NETOS</b>								
Total fondos de inversión	-13.919,3	18.002,8	-310,6	13.353,6	2.796,2	10.679,0	6.169,7	5.558,4
Renta fija	-908,5	961,9	371,5	1.309,9	455,6	525,9	-130,6	56,8
Renta fija mixta	-1.865,1	1.866,9	-220,0	1.627,0	369,4	1.029,4	389,1	481,2
Renta variable mixta	-1.616,6	2.231,0	55,5	1.675,2	471,1	1.266,6	793,7	572,3
Renta variable euro	-1.871,2	1.556,4	-1.044,9	776,0	-142,5	1.011,8	598,9	325,1
Renta variable internacional	-3.522,6	5.561,1	1.012,7	4.477,5	832,6	3.881,1	2.941,7	2.462,1
Garantizado renta fija	6,6	204,4	75,2	56,1	37,1	24,8	-21,4	-8,5
Garantizado renta variable	-194,2	530,0	62,2	155,6	48,7	89,3	7,8	0,6
Fondos globales	-2.602,1	3.460,8	-595,3	2.204,0	566,4	1.980,3	1.101,2	1.265,6
De gestión pasiva	-537,5	1.133,2	-28,7	608,4	15,2	610,6	421,4	310,4
Retorno absoluto	-796,6	498,7	1,7	464,4	142,7	259,3	68,0	92,6

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

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

## Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>RENDIMIENTOS DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	-4,19	7,67	0,85	5,44	1,31	4,18	2,41	2,14
Renta fija	-0,79	1,83	0,99	1,89	0,72	0,79	-0,04	0,19
Renta fija mixta	-3,25	5,75	0,50	4,11	1,15	2,70	1,06	1,31
Renta variable mixta	-5,46	9,79	1,60	6,58	1,99	4,64	2,89	2,79
Renta variable euro	-11,98	16,01	-12,72	11,68	-1,71	15,60	8,62	4,46
Renta variable internacional	-11,89	21,00	4,76	15,31	3,01	11,53	7,73	5,97
Garantizado renta fija	0,56	4,52	2,18	1,42	1,04	0,70	-0,43	-0,12
Garantizado renta variable	-0,80	4,20	1,00	1,46	0,56	0,90	0,19	0,09
Fondos globales	-5,11	9,24	-0,30	6,04	1,74	5,29	2,93	2,58
De gestión pasiva	-2,55	7,88	0,29	5,29	0,27	4,61	3,31	2,43
Retorno absoluto	-4,01	4,93	0,87	4,74	1,61	2,81	1,14	1,38
<b>GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN</b>								
Total fondos de inversión	0,86	0,85	0,83	0,20	0,21	0,22	0,21	0,22
Renta fija	0,45	0,44	0,42	0,10	0,11	0,11	0,10	0,10
Renta fija mixta	0,96	0,92	0,88	0,22	0,22	0,23	0,22	0,22
Renta variable mixta	1,26	1,29	1,28	0,31	0,32	0,34	0,34	0,32
Renta variable euro	1,47	1,49	1,45	0,36	0,37	0,37	0,33	0,33
Renta variable internacional	1,41	1,41	1,31	0,31	0,32	0,36	0,34	0,33
Garantizado renta fija	0,38	0,36	0,36	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,53	0,47	0,44	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Fondos globales	0,98	1,03	1,07	0,26	0,27	0,27	0,28	0,30
De gestión pasiva	0,48	0,42	0,41	0,10	0,11	0,09	0,10	0,09
Retorno absoluto	0,79	0,81	0,78	0,19	0,19	0,20	0,20	0,19
<b>GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO</b>								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,10	0,10	0,10	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,06	0,06	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02

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

## Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo<sup>1</sup>

CUADRO 3.11

%

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
Total fondos de inversión	-4,89	7,12	0,78	1,08	4,14	2,34	1,93	0,27
Renta fija	-1,44	1,38	0,62	0,60	0,68	-0,16	0,07	0,28
Renta fija mixta	-4,27	4,75	-0,03	0,90	2,45	0,85	1,04	0,26
Renta variable mixta	-6,45	9,25	0,59	1,71	4,37	2,56	2,42	0,41
Renta variable euro	-13,01	14,27	-8,75	-2,25	16,61	8,58	4,28	0,58
Renta variable internacional	-12,34	22,18	2,83	2,62	11,94	7,87	5,74	0,08
Garantizado renta fija	0,09	3,98	1,68	0,83	0,59	-0,52	-0,22	0,38
Garantizado renta variable	-1,33	3,62	0,70	0,43	0,81	0,08	0,00	0,30
Fondos globales	-5,69	8,45	-0,31	1,46	5,18	3,10	2,28	0,31
De gestión pasiva	-3,16	7,45	0,44	0,10	4,82	3,28	2,36	0,32
Retorno absoluto	-4,81	3,94	0,94	1,42	2,80	0,97	1,15	0,12

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

2 Datos disponibles: julio de 2021.

## IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II <sup>1</sup>
<b>IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes <sup>2</sup>	4.444	7.548	7.961	8.023	7.968	7.961	8.067	8.197
Patrimonio (millones de euros)	2.262,2	2.832,4	2.912,6	2.704,5	2.695,2	2.912,6	3.085,3	3.201,1
Suscripciones (millones de euros)	500,7	1.290,0	454,5	70,8	42,7	125,6	134,4	182,0
Reembolsos (millones de euros)	320,4	937,0	407,2	80,9	119,6	120,5	62,5	130,6
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	180,3	353,0	47,3	-10,1	-77,0	5,1	71,9	51,4
Rendimientos netos (millones de euros)	-153,8	217,2	27,7	191,4	62,5	212,3	100,8	64,4
Rentabilidad (%)	-6,47	10,35	1,77	7,83	1,63	7,66	2,77	2,23
Rendimientos de gestión <sup>3</sup> (%)	-5,46	9,94	2,35	7,39	2,80	7,93	3,77	2,51
Gastos comisión de gestión <sup>3</sup> (%)	1,70	1,19	1,43	0,23	0,44	0,53	0,29	0,39
Gastos de financiación <sup>3</sup> (%)	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,02	0,04	0,02
<b>IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE</b>								
Participes <sup>2</sup>	2.804	2.859	2.858	2.859	2.865	2.858	3.020	3.509
Patrimonio (millones de euros)	468,8	566,7	652,8	612,3	622,0	652,8	666,0	682,0
Suscripciones (millones de euros)	7,2	72,3	32,4	12,1	0,0	18,1	4,6	-
Reembolsos (millones de euros)	0,6	0,3	3,1	0,4	0,0	2,6	11,7	-
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	6,6	71,4	29,3	11,7	0,0	15,5	-7,1	-
Rendimientos netos (millones de euros)	-6,5	26,5	56,8	53,7	9,7	15,3	20,3	-
Rentabilidad (%)	-1,28	5,23	3,71	3,26	1,59	2,44	3,22	0,47
Rendimientos de gestión <sup>4</sup> (%)	-3,04	6,32	4,24	2,81	1,75	2,55	3,35	-
Gastos comisión de gestión <sup>4</sup> (%)	1,64	1,63	1,39	0,36	0,34	0,34	0,33	-
Gastos comisión de depósito <sup>4</sup> (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,01	0,02	0,01	-

1 Datos disponibles: mayo de 2021.

2 Datos por compartimento.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

4 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

## SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>1</sup>
<b>NÚMERO DE CARTERAS<sup>2</sup></b>								
Fondos de inversión	1.617	1.595	1.515	1.534	1.515	1.506	1.487	1.474
Sociedades de inversión	2.713	2.560	2.421	2.479	2.421	2.377	2.328	2.316
IIC de IIC de inversión libre	7	7	7	7	7	8	9	9
IIC de inversión libre	49	62	69	67	69	73	71	72
Fondos de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	4	3	3	3	3	2	2	2
<b>PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)</b>								
Fondos de inversión	259.095,0	279.377,4	279.694,5	267.084,6	279.694,5	292.865,2	309.047,2	312.669,2
Sociedades de inversión	27.479,7	28.385,5	26.564,8	25.742,1	26.564,8	27.245,8	27.827,0	27.747,2
IIC de IIC de inversión libre <sup>3</sup>	468,8	566,7	652,8	617,2	652,8	666,0	682,0	-
IIC de inversión libre <sup>3</sup>	2.262,2	2.832,4	2.912,6	2.700,7	2.912,6	3.085,3	3.201,1	-
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	309,4	310,8	310,6	310,8	311,0	311,1	311,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	748,8	763,5	907,1	899,5	907,1	890,0	890,2	892,6

1 Datos disponibles: julio de 2021.

2 Información de registro de IIC.

3 Datos disponibles para el segundo trimestre de 2021: mayo de 2021.

## IIC extranjeras comercializadas en España<sup>1</sup>

CUADRO 3.14

	2018	2019	2020	2020			2021	
				II	III	IV	I	II
<b>VOLUMEN DE INVERSIÓN<sup>2, 3</sup> (millones de euros)</b>								
Total	162.335,0	178.841,5	199.419,3	186.002,0	190.324,3	199.419,3	219.851,3	249.927,6
Fondos	34.209,6	30.843,4	27.355,5	30.056,0	26.815,7	27.355,5	27.861,7	32.797,0
Sociedades	128.125,5	147.998,1	172.063,8	155.945,9	163.508,6	172.063,8	191.989,7	217.130,6
<b>N.º DE INVERSORES<sup>2</sup></b>								
Total	3.173.245	3.361.901	4.312.340	3.839.528	3.939.998	4.312.340	4.865.192	5.231.449
Fondos	547.826	521.648	592.053	573.316	568.132	592.053	635.555	697.470
Sociedades	2.625.419	2.840.253	3.720.287	3.266.212	3.371.866	3.720.287	4.229.637	4.533.979
<b>N.º DE INSTITUCIONES<sup>4</sup></b>								
Total	1.024	1.033	1.048	1.042	1.042	1.048	1.046	1.058
Fondos	429	399	407	402	404	407	421	423
Sociedades	595	634	641	640	638	641	625	635
<b>ESTADO DE ORIGEN<sup>4</sup></b>								
Luxemburgo	447	462	472	469	468	472	480	486
Francia	263	222	225	221	224	225	228	229
Irlanda	200	220	222	221	221	222	221	224
Alemania	42	48	45	49	46	45	48	50
Reino Unido	27	23	23	23	23	23	0	0
Países Bajos	2	4	3	4	4	3	3	3
Austria	24	30	32	31	31	32	34	34
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	9	11	13	11	12	13	14	14
Liechtenstein	4	4	4	4	4	4	4	4
Portugal	0	3	3	3	3	3	3	3
Suecia	0	0	0	0	0	0	5	5

1 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

2 A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

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

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

## Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias<sup>1</sup>

CUADRO 3.15

	2018	2019	2020	2020		2021		
				III	IV	I	II	III <sup>2</sup>
<b>FONDOS</b>								
Número	2	2	2	2	2	2	2	2
Partícipes	483	483	483	483	483	483	483	482
Patrimonio (millones de euros)	309,4	309,4	310,8	310,6	310,8	311,0	311,1	311,0
Rentabilidad (%)	0,24	-0,02	0,47	0,30	0,06	0,06	0,01	0,00
<b>SOCIEDADES</b>								
Número	4	3	3	3	3	2	2	2
Accionistas	422	316	315	312	315	207	205	208
Patrimonio (millones de euros)	748,8	763,5	907,1	899,5	907,1	890,0	890,2	892,6

1 Instituciones de inversión colectiva (IIC) que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: julio de 2021.



