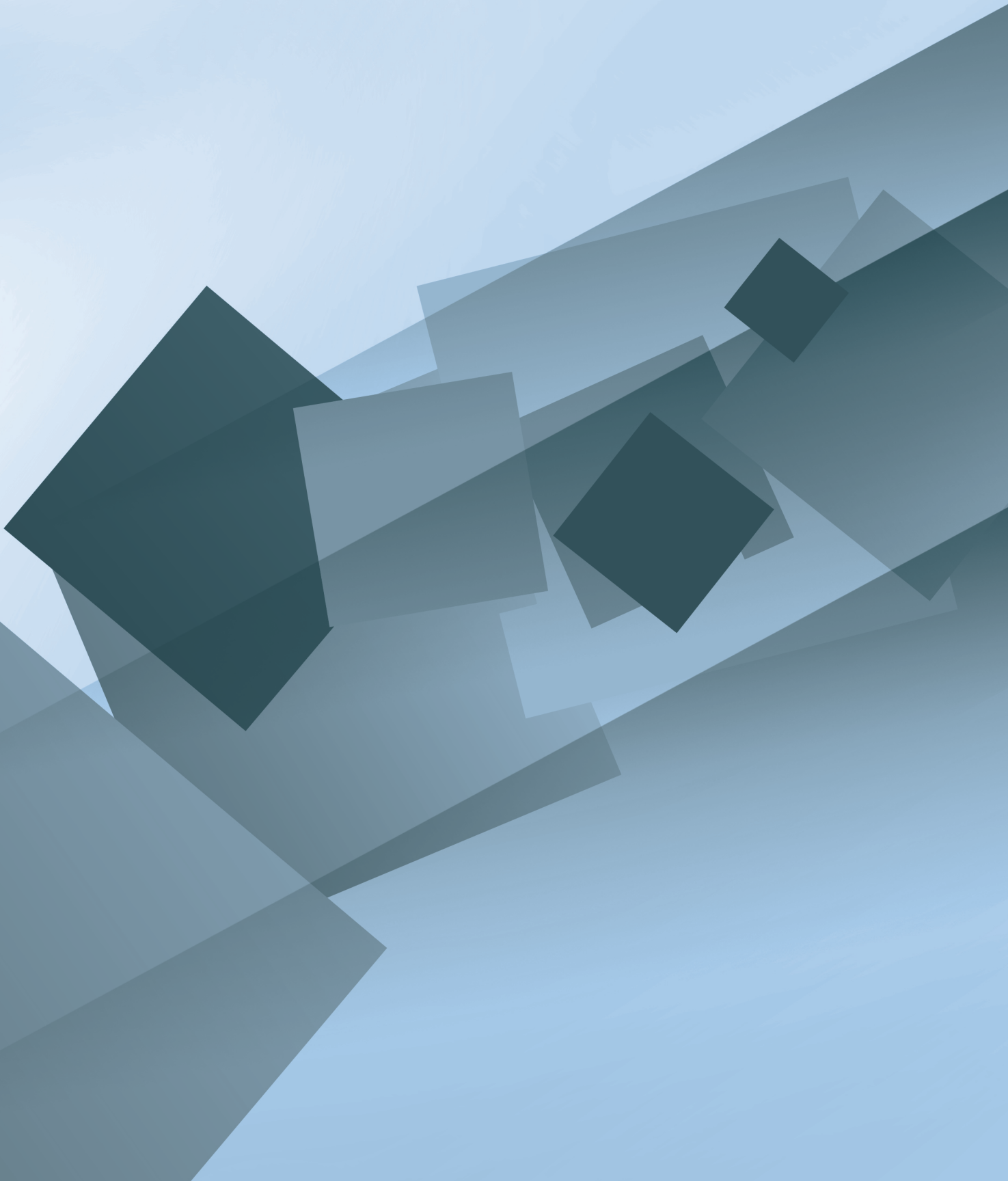




BOLETÍN DE LA CNMV
Mayo 2024



BOLETÍN DE LA CNMV
Mayo 2024

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Los mercados de valores y sus agentes: situación y perspectivas	11
II	Informes y análisis	77
	Unión de los Mercados de Capitales: estado de la iniciativa y algunas reflexiones sobre su futuro	79
	Víctor Rodríguez Quejido y Helena Huerta de Fernando	
	Análisis comparado de la representatividad, metodología de cálculo y transparencia del Ibex 35	123
	María José Gómez Yubero y Miguel Palomero Aguilar	
III	Anexo legislativo	167
IV	Anexo estadístico	179

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	Autoridad de Resolución Ejecutiva
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	Over the Counter / Extrabursátil
PER	Ratio precio beneficio
PFP	Plataforma de financiación participativa
PIB	Producto interior bruto
PNB	Producto nacional bruto
PRIIP	Producto de inversión minorista empaquetado
PUI	Préstamo de Última Instancia
PYME	Pequeña y mediana empresa

RAR	Rentabilidad ajustada al riesgo
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
RFQ	Sistema de negociación por petición
ROA	Rentabilidad sobre activos
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SAC	Servicio de atención al cliente
SAMMS	Sistema avanzado de monitorización de mercados secundarios
SAREB	Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria
SCR	Sociedad de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEND	Sistema Electrónico de Negociación de Deuda
SEPBLAC	Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de carteras
SGEGR	Sociedad gestora de entidades de capital riesgo
SGEIC	Sociedad gestora de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de capital variable
SICC	Sociedad de inversión colectiva de tipo cerrado
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL S	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 macroeconómico	18
	2.1 Evolución económica	18
	2.2 Perspectivas	23
3	La evolución de los mercados de valores	25
	3.1 Los mercados bursátiles	26
	3.2 Los mercados de renta fija	41
4	Los agentes de los mercados	56
	4.1 Vehículos de inversión	56
	4.2 Prestación de servicios de inversión	64
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	73
	4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)	74

Índice de recuadros

Recuadro 1	Participación de los inversores minoristas en los mercados de acciones durante 2023	38
Recuadro 2	Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de renta fija de emisores españoles desde la pandemia	52

1 Resumen ejecutivo

- El ejercicio 2024¹ ha comenzado en un entorno marcado por el descenso de las presiones inflacionistas, por la continuidad de la desaceleración de la actividad (con algunas sorpresas positivas) y por el fin del proceso de subidas de tipos de interés de los principales bancos centrales. **Todo ello en un contexto de riesgo geopolítico que se mantiene elevado.** Nos encontramos en un periodo de transición en el que las economías están aún digiriendo el fuerte encarecimiento de las condiciones de financiación, tras el giro en el tono de la política monetaria, y en el que los bancos centrales ponderan el momento más apropiado para efectuar la primera rebaja en sus tipos de referencia, una vez que estén convenientemente ancladas las perspectivas de inflación. En este contexto de incertidumbre, los mercados financieros acumulan varios meses de revalorizaciones notables en los precios de las acciones, mientras que los rendimientos de la deuda, tras reducirse en el tramo final de 2023, han retomado una tendencia levemente ascendente.
- Los pronósticos del Fondo Monetario Internacional (FMI) apuntan a que, tras la desaceleración del crecimiento del PIB mundial de 3 décimas, hasta el 3,2 % en 2023, se registraría una estabilización en torno a estas tasas tanto este año como el que viene. Esta estabilización no sería, eso sí, homogénea entre las diferentes áreas económicas, pues en algunas de ellas se espera una leve mejora del crecimiento (zona euro), mientras que en otras se observarían crecimientos más elevados pero relativamente similares a los del año previo (EE. UU. y emergentes). En cualquier caso, se trata de un escenario rodeado de un grado de complejidad muy elevado en el que persisten varias fuentes de incertidumbre. En este informe del boletín se destacan los riesgos geopolíticos, pues, a la prolongación de la guerra entre Rusia y Ucrania, se han unido nuevos conflictos en Oriente Próximo y otros factores a considerar (por ejemplo, procesos electorales). También se incide en los riesgos asociados a las consecuencias inciertas y no materializadas derivadas del fuerte crecimiento de los tipos de interés, además de los vinculados a los avances tecnológicos y también a la posibilidad de corrección del valor de algunos activos. Este último estaría relacionado con un posible desajuste entre su valor en los mercados financieros y sus determinantes históricos, fenómeno que se observa especialmente en EE. UU., pero de forma leve o inexistente en Europa. Así, ante la materialización de algunos de los riesgos, se podrían observar correcciones de las valoraciones, así como fenómenos de contagio en otros mercados de valores.

1 La fecha de cierre de este informe es el 31 de marzo, excepto para algunas informaciones puntuales.

- **La economía española no es ajena al entorno general de desaceleración, pero mantiene tasas de crecimiento notablemente superiores a las de la zona euro.** Así, en 2023 el avance del PIB fue del 2,5 %, muy por debajo del 5,8 % del año previo, pero 2 puntos porcentuales (p.p.) por encima del registro del conjunto de la zona euro (0,5 %). Esta evolución relativamente más positiva se explica por la menor exposición de la economía española a los efectos del conflicto entre Rusia y Ucrania y por la buena evolución del sector hotelero y del turismo, y del sector financiero. Los pronósticos de las instituciones más relevantes sitúan el crecimiento de la economía española algo por debajo del 2 % tanto este año como el que viene, tras haberse registrado algunas sorpresas positivas en los datos pasados. En este marco, la inflación continuó desacelerándose en 2023 y desde el mes de noviembre oscila en tasas anuales próximas al 3 %. Por su parte, la tasa subyacente ha disminuido hasta el 3,5 %. El crecimiento de la actividad y del empleo dio lugar a un aumento del 9 % de los ingresos de las Administraciones públicas (AA. PP.), que facilitó la reducción del déficit público desde el 4,7 % del PIB en 2022 hasta el 3,6 % en 2023. En paralelo, la ratio de deuda pública presentó un descenso próximo a 4 p.p. del PIB, hasta el 107,7 %, en los mismos periodos. Uno de los mayores retos de la economía española reside en prolongar la senda de consolidación fiscal y, en particular, en seguir reduciendo el nivel de endeudamiento público.
- **Las cotizaciones de los principales índices de acciones, que en muchos casos finalizaron 2023 en zona de máximos históricos, comenzaron el primer trimestre del año con nuevas revalorizaciones, con las excepciones de algunos índices del sudeste asiático y de Latinoamérica.** Aunque los mercados estadounidenses mantuvieron su tendencia alcista gracias al buen comportamiento del sector tecnológico, los avances de los índices europeos fueron algo superiores, ante la perspectiva de que el Banco Central Europeo (BCE) pudiera adelantar las primeras bajadas de tipos. Los mercados permanecen muy atentos a las futuras decisiones de los bancos centrales sobre los tipos de interés y modulan sus expectativas en función de las declaraciones de estas instituciones. Las revalorizaciones del trimestre en los índices de la zona euro oscilaron entre el 8,8 % del francés Cac 40 y el 14,5 % del italiano FTSE Mib, mientras que en EE. UU. se situaron entre el 5,6 % del Dow Jones y el 10,2 % del S&P 500. En el caso de los índices asiáticos, destacó la importante revalorización de los de Japón (entre el 17 % y el 20,6 %) frente al discreto comportamiento de los de China y Hong Kong, que incluso acumularon pérdidas.
- **En los mercados internacionales de renta fija, los rendimientos de los activos de deuda, que se habían reducido de forma notable en el tramo final de 2023, experimentaron nuevos aumentos en los primeros meses de 2024.** Las variaciones sobre las expectativas en materia de política monetaria fueron el factor más relevante a la hora de explicar la tendencia en estos mercados. Así, los rendimientos de los activos de deuda soberana a 10 años mostraron aumentos en el trimestre de entre 15 y 39 puntos básicos (p.b.) dependiendo de la economía, las primas de riesgo experimentaron leves descensos y se observó una cierta reactivación de los mercados primarios.
- **Los mercados financieros españoles evolucionaron durante el primer trimestre en sintonía con los mercados internacionales, con revalorizaciones**

de las acciones y leves aumentos de los rendimientos de la deuda. Así, el Ibex 35 se incrementó un 9,6 % en este periodo, lo que le permitió recuperar el nivel de 11.000 puntos después de 7 años. La mayoría de los sectores finalizaron el trimestre con avances, entre los que destacaron las sociedades del sector financiero, del textil y del petróleo. También se observaron algunas caídas, por ejemplo, en las compañías del sector eléctrico y las del farmacéutico. Las compañías de pequeña y mediana capitalización no consiguieron beneficiarse de la tendencia alcista del mercado y apenas presentaron cambios en su valor. La contratación de valores españoles en el primer trimestre creció respecto a los tres últimos trimestres, aunque retrocedió en términos interanuales (-9,4 %). En los mercados de renta fija, los rendimientos de los activos de deuda mostraron, en términos generales, aumentos que, en el caso de la deuda pública a 10 años, fue de 15 p.b. (hasta el 3,15 %). Los mercados primarios muestran una actividad muy reducida y el nivel de estrés estimado para el conjunto de los mercados (0,20) se sitúa en riesgo bajo como consecuencia de los bajos niveles de volatilidad y del buen comportamiento de las primas de riesgo y de la liquidez, así como del mantenimiento de los precios.

- **El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España, que experimentó un retroceso importante en 2022, volvió a crecer con fuerza en 2023, con un avance del 13,4 %, lo que lo situó en 353.260 millones de euros a finales de año.** Este aumento patrimonial se explica tanto por la revalorización de la cartera de inversiones, que tuvo una rentabilidad media ponderada del 7,6 % en el conjunto del ejercicio, como por las nuevas entradas de recursos, que ascendieron a 18.000 millones de euros. Por segundo año consecutivo, la mayor parte de los flujos inversores fueron destinados a los fondos de renta fija. Las condiciones de liquidez de la cartera de los fondos siguieron siendo satisfactorias, así como el riesgo de crédito de sus activos de deuda. Por su parte, el volumen de inversión de las instituciones de inversión colectiva (IIC) extranjeras comercializadas en España aumentó incluso con más intensidad, un 25 % hasta 251.305 millones de euros, por lo que su relevancia en el total de IIC comercializadas en España ascendió hasta el 40,2 %.
- **En el ámbito de la prestación de servicios de inversión, a pesar de que las entidades de crédito siguieron siendo las principales proveedoras de estos servicios (recibieron el 87,1 % de los ingresos en 2023), el resto de las entidades mostraron avances considerables en algunas líneas de negocio y en los beneficios agregados.** Así, en el caso de las sociedades y agencias de valores se produjo un aumento de los ingresos en la mayoría de las actividades que realizan, sobre todo (en términos relativos) en el ámbito de la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. El beneficio conjunto antes de impuestos de estas entidades en 2023 fue de 128,4 millones de euros, un 17,5 % más (sociedades de valores: +14 % y agencias de valores: +40,3 %). El sector continuó exhibiendo unos niveles de solvencia elevados en 2023. También aumentó el número de estas entidades hasta 99 (4 más), la mayor parte de ellas independientes y relacionadas con entidades no bancarias. En el caso de las empresas de asesoramiento financiero, cuyo número permaneció en 143, se observó un descenso del patrimonio asesorado (-15,1 %), pero un fuerte avance de los beneficios (de 2,6 millones a 4,7 millones) debido a la acentuada contracción de los gastos.

- El presente informe contiene dos recuadros monográficos:
 - El primero describe la evolución compradora y vendedora de los inversores minoristas en acciones del Ibex 35 en 2023 y constata el crecimiento en la participación de estos inversores, continuando la senda creciente iniciada en 2022. De esta forma, la proporción de inversión minorista dentro del total de compras negociadas se situó en el 7,4 % (6,2 % en 2022) y dentro del total de ventas fue del 9,1 % (7,0 % en 2022).
 - El segundo muestra los principales resultados del análisis efectuado sobre las calificaciones crediticias de los activos de deuda de los emisores españoles entre 2020 y 2023 con el fin de determinar si los *shocks* acontecidos desde 2020 se han traducido en un deterioro significativo del riesgo de crédito de estos emisores. El análisis revela que, a pesar de que la proporción de activos de alta calidad ha seguido siendo mayoritaria y relativamente estable en el tiempo, se ha producido un ligero deterioro de la calidad crediticia de las compañías.

2 Entorno macroeconómico

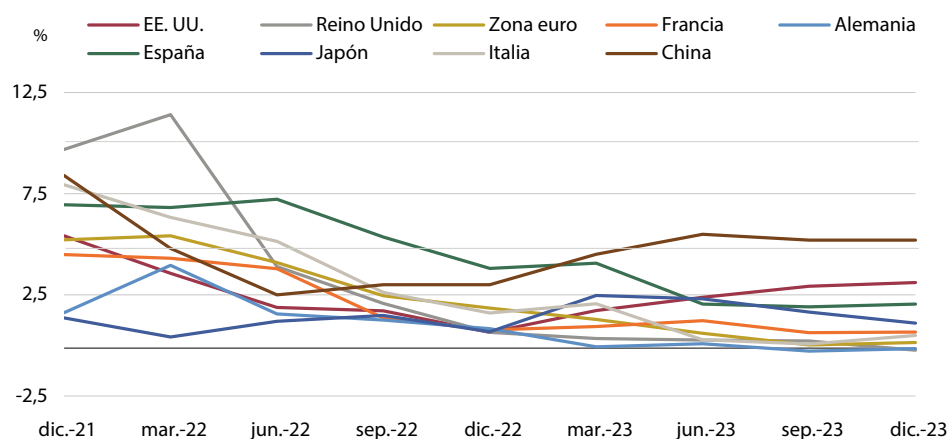
2.1 Evolución económica

En 2023 continuó la desaceleración económica a escala mundial iniciada en 2022 a raíz del giro en la política monetaria para combatir las elevadas tasas de inflación. El crecimiento a nivel mundial se ralentizó del 3,5 % en 2022 al 3,2 % en 2023. Esta ralentización fue bastante heterogénea, pues se mostró más acusada en las economías avanzadas que en las emergentes, y también se observó gran heterogeneidad dentro de cada grupo. El crecimiento de las economías avanzadas disminuyó del 2,6 % al 1,6 %, experimentando la economía estadounidense un aumento en su tasa de crecimiento de 0,60 p.p., hasta el 2,5 %; mientras que en la zona euro el crecimiento se redujo en casi 3 p.p., hasta el 0,5 % (un 3,5 % en 2022). Dentro de la zona euro, los países que sufrieron una desaceleración más acusada fueron Alemania y Países Bajos, hasta tasas de crecimiento muy cercanas a cero (-0,1 % en Alemania y 0,2 % en Países Bajos). En el caso de las economías emergentes, el crecimiento agregado fue del 4,3 %, con diferencias entre las economías asiáticas y las del este de Europa, que intensificaron su crecimiento, y las latinoamericanas, que se ralentizaron. En el continente asiático, la economía china, cuyo crecimiento se había reducido hasta el 3,0 % en 2022, mostró un avance del 5,2 % en 2023. En la economía india el crecimiento pasó del 6,5 % al 7,8 %.

La economía española se ralentizó en 2023, pero continuó teniendo un avance mayor que la zona euro, gracias a una menor exposición a los efectos de la invasión rusa en Ucrania y la buena evolución de los sectores hotelero y del turismo y del sector financiero. En el conjunto de 2023 el PIB creció un 2,5 % (5,8 % en 2022). La tasa de crecimiento interanual más elevada se observó en el primer trimestre (4,1 %), para después ralentizarse hasta variaciones próximas al 2 % durante los siguientes trimestres.

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 composición del crecimiento en España en 2023 resultó ser menos equilibrada que en el año anterior, ya que la aportación de la demanda nacional fue de 1,7 p.p., frente a los 0,9 p.p. del sector exterior. Dentro de la demanda nacional, el consumo privado y la formación bruta de capital continuaron ralentizándose, mientras que el consumo público mostró un crecimiento más intenso. Por parte del sector exterior, las exportaciones siguieron creciendo, pero a un ritmo mucho menor que en los años anteriores (un 2,4 % en 2023 frente a un 15,2 % en 2022), mientras que las importaciones se incrementaron muy levemente, solamente un 0,3 % (un 7,0 % en 2022).

España: principales variables macroeconómicas (% var. anual)

CUADRO 1

	2020	2021	2022	2023
PIB	-11,2	6,4	5,8	2,5
Consumo privado	-12,4	7,2	4,8	1,7
Consumo público	3,6	3,4	-0,2	3,8
Formación bruta de capital fijo, de la que:	-9,0	2,8	2,4	0,6
Construcción	-9,2	0,4	2,6	2,2
Bienes de equipo y otros	-12,6	4,4	1,9	-1,8
Exportaciones	-20,1	13,5	15,2	2,4
Importaciones	-15,0	14,9	7,0	0,3
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-2,2	-0,2	2,9	0,9
Empleo¹	-6,5	7,1	3,7	3,2
Tasa de paro	15,5	14,8	12,9	12,1
Índice de precios de consumo	-0,3	3,1	8,4	3,5
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,6	0,8	0,6	2,6
Saldo de las AA. PP. (% PIB)	-10,1	-6,7	-4,7	-3,6
Deuda pública (% PIB)	120,3	116,8	111,6	107,7
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	60,8	50,2	41,5	44,1

Fuente: Refinitiv Datastream, Banco de España e INE.

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

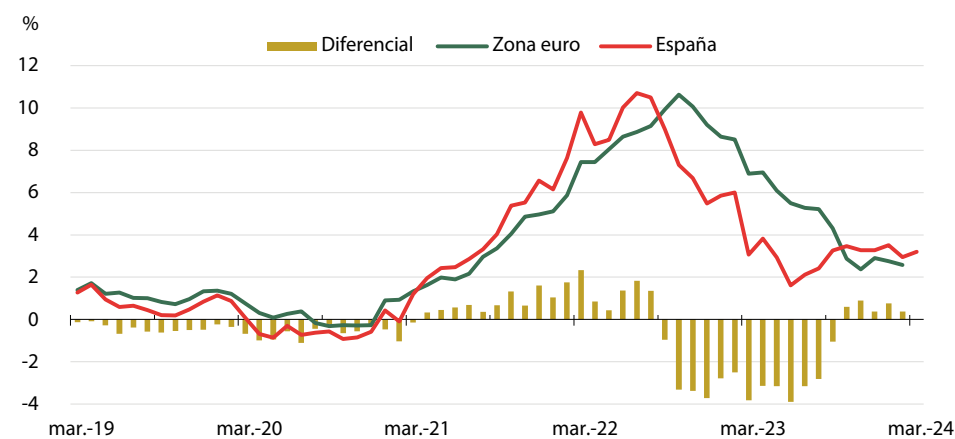
Por el lado de la oferta, en 2023 se produjo una desaceleración en los principales sectores de la economía española, y es que tanto en el sector industrial como en el de la construcción y el de los servicios el valor añadido creció a un ritmo inferior que en 2022. Dentro del sector de los servicios, cuyo valor añadido creció un 3,2 % (un 8,0 % en el año anterior), la desaceleración más pronunciada se produjo en el comercio, transporte y hostelería y en las actividades profesionales, ya que su crecimiento fue 11,6 y 7 p.p. menor que el registrado en 2022, respectivamente. Destaca el subsector de actividades financieras y seguros, que creció 3,3 p.p. más que el año anterior (un 6,3 % en 2023 frente a un 2,9 % en 2022).

Los precios de las materias primas, por lo general, no han presentado grandes oscilaciones en los primeros meses del año, a excepción del petróleo, que se ha encarecido de forma notable como consecuencia de los ataques a las refinerías rusas en la continuidad del conflicto armado entre Rusia y Ucrania. A pesar de ello, las tasas de inflación han seguido disminuyendo en las principales economías, al igual que las tasas subyacentes, aproximándose a los objetivos de los bancos centrales. Los datos de febrero sitúan la inflación de EE. UU., la zona euro, el Reino Unido, China y Japón en el 3,2 %, el 2,6 %, el 3,4 %, el 0,7 % y el 2,8 %, respectivamente. Por su parte, las tasas subyacentes oscilan entre el 0,6 % en China y el 4,5 % en el Reino Unido.

La tasa de inflación en España experimentó un descenso progresivo durante el pasado año, hasta alcanzar un valor del 3,1 % al cierre de 2023. Desde noviembre registra tasas anuales que oscilan en torno al 3 % (3,2 % en marzo). La inflación subyacente, que excluye de su cálculo los precios de la energía y de los alimentos frescos, descendió gradualmente, situándose en febrero en un 3,5 %. Respecto a los componentes de la inflación, los alimentos frescos y elaborados, que a principios de 2023 alcanzaron tasas del 13,6 % y el 19 %, fueron disminuyendo progresivamente durante el resto del ejercicio y también en el comienzo de 2024, registrando en febrero valores del 5,0 % y el 5,7 %, respectivamente. En relación con la zona euro, cabe destacar que, desde octubre del pasado año, la tasa de inflación en España ha vuelto a estar por encima de los valores de la zona euro, con una diferencia que ha oscilado entre 0,4 y 0,9 p.p.

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

GRÁFICO 2



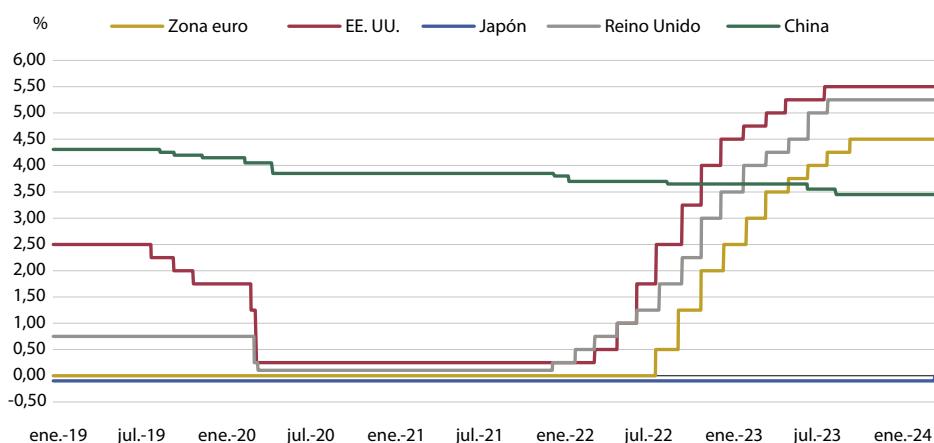
Fuente Refinitiv Datastream. Datos hasta febrero para la zona euro y hasta marzo para España.

Ante la buena evolución de las tasas de inflación, aproximándose a los objetivos marcados por los bancos centrales, las subidas graduales de los tipos de interés cesaron en el tercer trimestre del año pasado. De esta forma, el tipo oficial marcado por la Reserva Federal se mantiene en el 5,25-5,5 % y el establecido en el Reino Unido, en el 5,25 %. En la zona euro, el tipo de interés de las operaciones principales de refinanciación se mantiene en el 4,5 %; el de la facilidad marginal de crédito, en el 4 %, y el de la facilidad marginal de depósito, en el 4,75 %. Las expectativas más recientes sobre las decisiones de los bancos centrales estiman futuras rebajas de tipos, pero no antes del mes de junio.

Respecto a las economías que no seguían la tónica de política monetaria restrictiva de otras áreas, cabe destacar **China, que no ha vuelto a modificar los tipos desde que lo hiciera en agosto de 2023**, disminuyendo 10 p.b. hasta el 3,45 %, y **Japón, que a finales de marzo de 2024 subió los tipos de interés por primera vez en 17 años, 10 p.b., lo que puso fin a una era de tipos negativos**. La decisión del banco central (BoJ, Bank of Japan) se fundamenta en la posibilidad de poder alcanzar el objetivo del 2 % anual de inflación «de manera sostenible y estable».

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 3



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

Los datos del mercado laboral español indican que el ritmo de creación de empleo en 2023 se desaceleró, pero siguió siendo muy significativo. De esta forma, el número de ocupados (equivalentes a tiempo completo) aumentó en 755.000 en el conjunto del año, un 3,2 % más que en 2022 (el incremento en el año anterior fue del 3,8 %). Este crecimiento permitió una disminución de 1,1 p.p. de la tasa de paro, que terminó el ejercicio en el 11,76 % de la población activa (12,1 % de media anual frente a 12,9 % en 2022). Esta cifra continúa alejada de la registrada en la zona euro, que cerró el año en el 6,5 %.

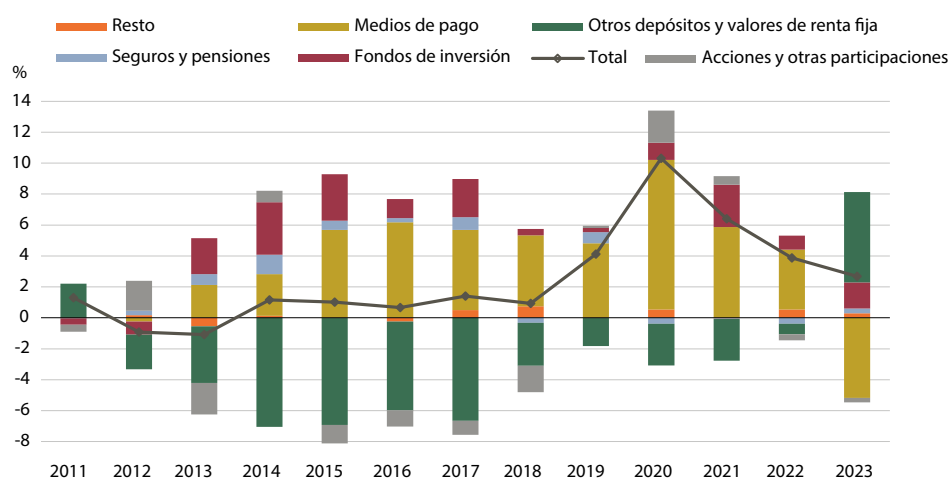
El déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situó en el 3,6 % del PIB en 2023 (4,7 % del PIB en 2022). Los ingresos se incrementaron un 9 %, impulsados por el crecimiento económico y la mejora del empleo. El gasto, por su parte, presentó un aumento del 6,5 %. Por tipo de Administración, los datos publicados muestran que, al igual que el año anterior, la mayor parte de la reducción del déficit viene explicada por la Administración central, cuyo déficit disminuyó desde el

3,1 % del PIB en 2022 al 2,1 % en 2023. Los fondos de la Seguridad Social aumentaron su déficit, registrando un valor del 0,7 % del PIB. Por su parte, las comunidades autónomas y las corporaciones locales mejoraron su déficit, al pasar del 1,12 % al 0,91 % del PIB en el caso de las primeras y del 0,11 % al 0,09 % en el caso de las segundas. La deuda pública (según el Protocolo de Déficit Excesivo) volvió a disminuir y finalizó el año en el 107,7 % del PIB (al cierre de 2022 la deuda pública era del 111,6 % del PIB). Las previsiones del Banco de España apuntan a una reducción en 2024 tanto del déficit como de la deuda pública, hasta el 3,5 % y el 106,5 % del PIB, respectivamente.

El ahorro de los hogares creció de forma progresiva durante 2023, desde un valor del 8,3 % de su renta disponible bruta hasta el 11,7 % a final de año, impulsado por el incremento de sus rentas y por la desaceleración del consumo. La tasa de ahorro de los hogares continúa siendo inferior a la de la zona euro (14 %), pero la diferencia se ha reducido de forma notable. En cuanto a las decisiones de inversión, la adquisición neta de activos disminuyó del 3,8 % del PIB en 2022 al 2,7 % en 2023. A causa del aumento de los tipos de interés, se produjo un cambio drástico en la composición de las inversiones de los hogares en comparación con el patrón de los últimos años (véase gráfico 4): así, se observó una desinversión muy importante en medios de pago (superior al 5 % del PIB) y una inversión de un importe aún mayor en depósitos a plazo y valores de renta fija, del 5,9 % del PIB, con el fin de aprovechar el aumento del rendimiento de estos productos. Destacaron también los fondos de inversión, que recibieron entradas de recursos equivalentes al 1,7 %, 0,8 p.p. más que en 2022.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros (% PIB)

GRÁFICO 4



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

2.2 Perspectivas

Las previsiones publicadas por el FMI en abril de 2024 son compatibles con un escenario de «recuperación mundial constante, pero lenta», aunque con diferencias entre países. De esta manera, los pronósticos sitúan el crecimiento global en el 3,2 % tanto en 2024 como en 2025, la misma tasa que en 2023. Estos resultados vienen motivados por la mayor resiliencia mostrada por la economía estadounidense y algunas economías emergentes. Aun así, los pronósticos resultan inferiores al promedio registrado entre los años 2000 y 2019 (3,8 %). Por parte de las economías avanzadas, se espera que el crecimiento de estas aumente gradualmente, del 1,6 % en 2023 al 1,7 % en 2024 y el 1,8 % en 2025. Por otra parte, en las economías emergentes se espera un crecimiento del 4,2 % en 2024, al igual que en 2025, ligeramente por debajo del 4,3 % registrado en 2023. La economía española ralentizaría su crecimiento del 2,5 % en 2023 al 1,9 % en 2024 (4 décimas más que en enero), para después volver a situarse por encima del 2 % en 2025. Estos avances siguen siendo superiores a los de la zona euro (0,8 % y 1,5 % respectivamente).

La incertidumbre que rodea este escenario de crecimiento continúa siendo elevada. Los riesgos más importantes que se observan respecto al panorama económico y financiero son los siguientes:

- **Consecuencias negativas inciertas y no materializadas derivadas del crecimiento acumulado de los tipos de interés durante 2022 y 2023.** Este aumento supone un endurecimiento de las condiciones de financiación de los agentes, que puede ser particularmente relevante para aquellos que necesiten financiarse en la actualidad, que estén más endeudados (y sus deudas estén vinculadas a tipos de interés variables) o que, en términos generales, sean financieramente más vulnerables. Cabe destacar, además, el impacto negativo de la inflación en el crecimiento de la renta real de los agentes. Los riesgos relacionados con la pérdida de valor de los activos de renta fija han perdido cierta intensidad respecto de la valoración de hace unos meses.
- **Presencia de varios riesgos geopolíticos importantes.** En este ámbito, a la prolongación de la guerra entre Rusia y Ucrania se han unido los conflictos en Oriente Próximo, que, el año pasado, no dieron lugar a perturbaciones importantes en los mercados financieros, pero que continúan siendo focos de incertidumbre muy importantes. En este mismo bloque cabría mencionar la indefinición relacionada con los resultados de los procesos electorales que van a tener lugar en diferentes países este año, particularmente en EE. UU.
- **Riesgo de depreciación de los activos o turbulencias en los mercados financieros.** Parece observarse una cierta discordancia entre la elevada incertidumbre (y la erosión de las expectativas económicas) y el comportamiento de los mercados financieros a escala internacional, que, en términos generales, muestran revalorizaciones significativas, niveles reducidos de volatilidad y cambios poco relevantes en las primas de riesgo. En este contexto, algunos *shocks* negativos de diferente naturaleza podrían dar lugar a una revisión de los precios de los activos y de las primas de riesgo, e incluso generar turbulencias en los mercados.

- **Riesgos relacionados con los avances tecnológicos.** El uso creciente de desarrollos tecnológicos aplicados a las finanzas tiene multitud de vertientes, que van desde el ámbito de los criptoactivos hasta los riesgos cibernéticos, pasando, más recientemente, por los temas relacionados con la inteligencia artificial generativa. Todos ellos pueden ser fuente de inestabilidad para el sistema financiero y para la economía en su conjunto.

Producto interior bruto

CUADRO 2

% var. anual

	2020	2021	2022	2023	FMI ¹	
					2024	2025
Mundial	-3,1	6,3	3,5	3,2	3,2 (0,1)	3,2 (0,0)
EE. UU.	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,7 (1,1)	1,9 (0,8)
Zona euro	-6,2	5,9	3,5	0,4	0,8 (0,0)	1,5 (0,1)
Alemania	-4,2	3,1	1,9	-0,3	0,2 (0,3)	1,3 (0,2)
Francia	-7,7	6,4	2,5	0,9	0,7 (0,0)	1,4 (0,1)
Italia	-9,0	8,3	4,1	0,9	0,7 (0,0)	0,7 (-0,1)
España	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,9 (0,4)	2,1 (0,1)
Reino Unido	-10,4	8,7	4,3	0,1	0,5 (0,8)	1,5 (0,5)
Japón	-4,2	2,6	0,9	1,9	0,9 (-0,4)	1,0 (0,0)
Emergentes	-2,0	6,8	4,1	4,3	4,2 (0,1)	4,2 (0,0)

Fuente: Refinitiv Datastream y FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2024 respecto a enero de 2024).

La economía española continuaría creciendo este año y el que viene por encima de la media esperada para la zona euro. Sin embargo, cabe tener presente que su evolución tampoco está exenta de riesgos y fuentes de incertidumbre. La mayor parte de ellos son comunes al resto de las economías y se han comentado con anterioridad; algunos como, por ejemplo, los derivados de las posibles consecuencias del aumento de los tipos de interés y su permanencia en el tiempo pueden tener una importancia mayor en el caso español, dada la relevancia de los préstamos a tipo de interés variable en nuestra economía o el elevado grado de endeudamiento de algunos agentes. Otras fuentes de incertidumbre como, por ejemplo, las consecuencias del elevado grado de fragmentación parlamentaria sobre la adopción de determinadas medidas, son estrictamente domésticas.

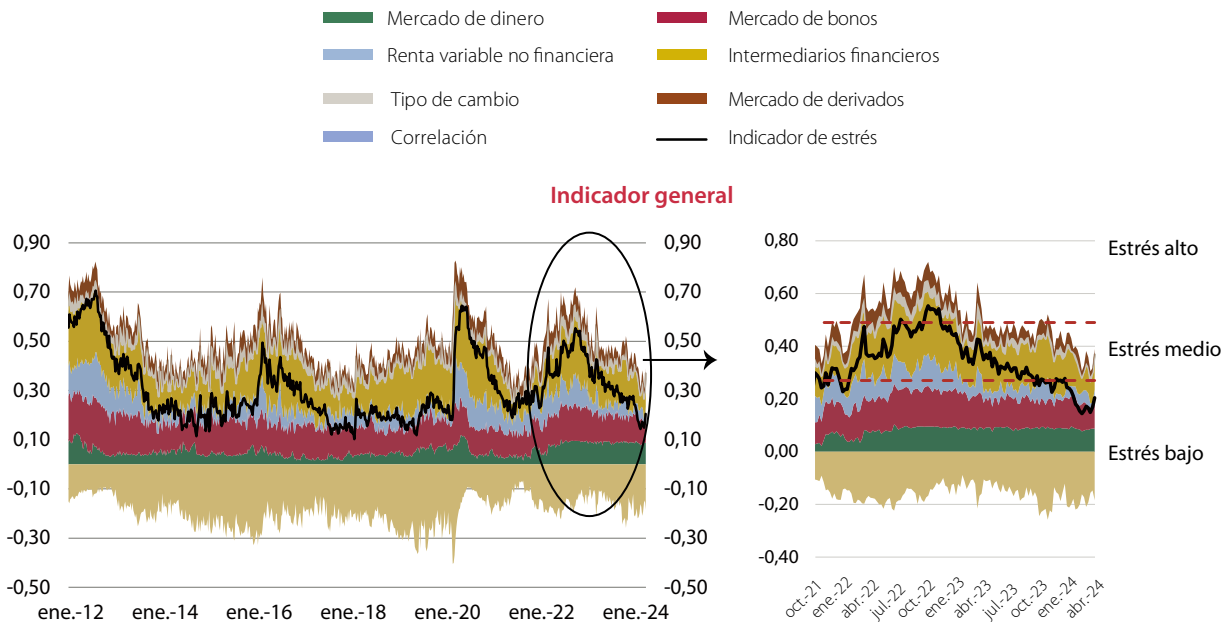
3 La evolución de los mercados de valores

El indicador de estrés de los mercados financieros españoles² prolongó en los primeros meses de 2024 la senda descendente que mantiene —con altibajos— desde finales de 2022. De hecho, durante todo el periodo de 2024 analizado, se ha situado en el régimen de estrés bajo (por debajo de 0,27), mostrando un mínimo de 0,14 a finales de febrero (véase gráfico 5). Desde entonces ha experimentado un leve repunte hasta 0,20 a principios de abril (datos hasta el 5 de abril). El reducido nivel de estrés observado en los mercados financieros domésticos es similar al que proporcionan otros indicadores de naturaleza similar a este para otras áreas geográficas³. Su tendencia se explica por la recuperación de los precios de los activos, el mantenimiento de la mayor parte de los indicadores de volatilidad en niveles bajos, la evolución positiva de las condiciones de liquidez en el mercado y, finalmente, la contención de las primas de riesgo.

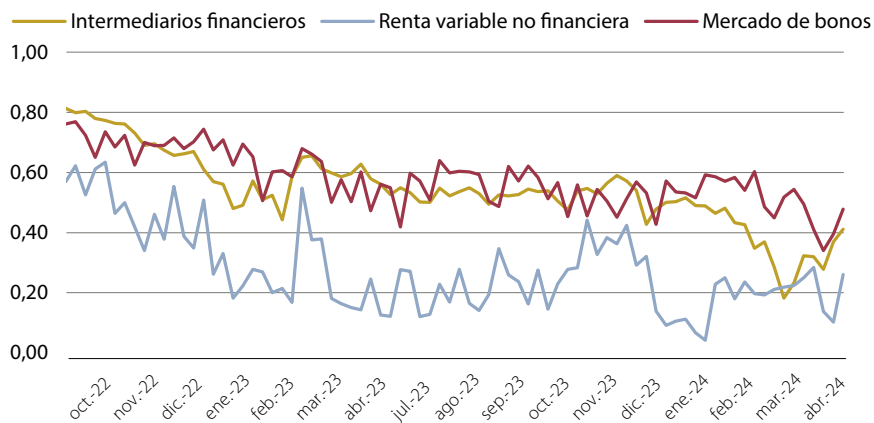
Los niveles de estrés más elevados se encuentran en los dos segmentos relacionados con la renta fija. Estos segmentos (mercados monetarios y mercado de deuda) están mostrando desde hace meses niveles de estrés algo superiores a los del resto de los sectores, pues se ven más afectados por las decisiones de los bancos centrales sobre los tipos de interés y los cambios en las expectativas sobre estos, elementos que acaban dando lugar a aumentos transitorios en las medidas de volatilidad de diferentes indicadores de rendimiento. Por lo demás, cabe destacar la disminución del estrés en el sector de los intermediarios financieros (uno de los más importantes y que está compuesto fundamentalmente por bancos), debido, sobre todo, a la recuperación de las cotizaciones de las compañías. Esta tendencia se ha revertido ligeramente en los últimos días del análisis, al igual que en otros sectores, por un leve aumento de la volatilidad de los precios de los activos (incluido aquí el precio del petróleo).

2 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).

3 Véase, por ejemplo, el indicador VIX para el caso estadounidense o el indicador de estrés sistémico de la zona euro: CISS.D.U2.Z0Z.4F.EC.SS_CI.IDX | ECB Data Portal



Indicadores sectoriales



Fuente: CNMV.

3.1 Los mercados bursátiles

Los mercados de acciones internacionales han comenzado el año con revalorizaciones de cierta intensidad, manteniendo la tendencia observada en 2023, en un marco de baja volatilidad. El avance de la mayor parte de las cotizaciones responde a la evolución de la actividad económica, que, en algunos casos, no ha sido tan desfavorable como se pensaba hace unos meses, y a las expectativas, a veces cambiantes, sobre el momento de los primeros movimientos a la baja en los tipos de interés oficiales. Una parte de los analistas de los mercados apunta a un posible desajuste entre algunas valoraciones y los fundamentos económicos, si bien este desajuste, de acuerdo con los indicadores de valoración tradicionales, solo sería apreciable en algunas áreas económicas (por ejemplo, en EE. UU.)

Cotizaciones

Tras finalizar 2023 en zona de máximos históricos⁴ en muchos mercados, los principales índices internacionales de renta variable comenzaron el primer trimestre del año con revalorizaciones significativas, con las excepciones de algunos índices del sudeste asiático y de Latinoamérica como los de Hong Kong y el brasileño Bovespa, que presentaron pérdidas moderadas. Los mayores avances se concentraron en los índices de Japón, mientras que los europeos finalizaron el trimestre con revalorizaciones superiores a las de los estadounidenses, que habían comenzado el ejercicio liderando las alzas. Los mercados permanecen muy atentos a las futuras decisiones de los bancos centrales sobre política monetaria, aunque la volatilidad se mantiene en niveles reducidos.

Los mercados estadounidenses mantuvieron su tendencia alcista gracias al buen comportamiento del sector tecnológico, mientras que los avances de los índices europeos, tras un inicio de trimestre discreto, fueron algo superiores, ante la perspectiva de que el BCE pudiera adelantar las primeras bajadas de tipos. El optimismo relacionado con ello, en un contexto de inflación aparentemente controlada, junto con una mejora de las perspectivas macroeconómicas y de los resultados empresariales, llevaron a los mercados a subir con fuerza a partir de febrero y a presentar su mejor comportamiento en un trimestre del último año. El mayor avance de los índices estadounidenses en las primeras semanas del ejercicio tuvo su origen en el sector tecnológico, al amparo del desarrollo y los avances de la inteligencia artificial, pero las alzas se fueron moderando conforme perdían intensidad las expectativas sobre los recortes de tipos, todo ello en un contexto de fortaleza de la economía estadounidense y de incertidumbres en torno a algunas posibles vulnerabilidades de su sistema financiero por la exposición de ciertas entidades regionales al sector inmobiliario comercial.

En EE. UU. los índices bursátiles presentaron avances que oscilaron entre el 5,6 % del Dow Jones (con mayor peso del sector financiero) y el 10,2 % del S&P 500, con una presencia en aumento del sector tecnológico (9,1 % en el Nasdaq). Por su parte, en la zona euro los avances oscilaron entre el 8,8 % del francés Cac 40 y el 14,5 % del italiano FTSE Mib. El índice español Ibex 35 y el alemán Dax 30 se revalorizaron un 9,6 % y un 10,4 %, respectivamente. Asimismo, el índice británico FTSE 100 avanzó únicamente un 2,8 %, mientras que los índices japoneses Nikkei 225 y Topix lideraron las alzas con una revalorización un 20,6 % y un 17 %, respectivamente.

4 Todos los grandes índices estadounidenses (Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq), el índice alemán Dax 30, el francés Cac 40 y el europeo Eurostoxx 50 cerraron el ejercicio 2023 en zona de máximos históricos.

Entre los índices bursátiles de las economías emergentes el comportamiento fue más heterogéneo, aunque primaron los avances. Aun así, los principales índices tanto de las economías latinoamericanas como de las del sudeste asiático presentaron signo mixto, destacando las alzas de los índices de las bolsas de Argentina y Chile⁵, así como de Taiwán⁶, y los retrocesos de los índices de las bolsas de Brasil⁷ y Hong Kong. Asimismo, todos los índices de Europa del Este presentaron avances, si bien fueron más moderados que los de las grandes economías europeas.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 3

%								
	2020	2021	2022	2023	II 23	III 23	IV 23	I 24
Mundo								
MSCI World	14,1	20,1	19,5	21,8	6,3	-3,8	11,1	8,5
Zona euro								
Eurostoxx 50	-5,1	21,0	-11,7	19,2	1,9	-5,1	8,3	12,4
Euronext 100	-3,6	23,4	-9,6	13,3	1,0	-3,6	5,4	9,4
Dax 30	3,5	15,8	-12,3	20,3	3,3	-4,7	8,9	10,4
Cac 40	-7,1	28,9	-9,5	16,5	1,1	-3,6	5,7	8,8
Mib 30	-5,4	23,0	-13,3	28,0	4,1	0,0	7,5	14,5
Ibex 35	-15,5	7,9	-5,6	22,8	3,9	-1,7	7,1	9,6
Reino Unido								
FTSE 100	-14,3	14,3	0,9	3,8	-1,3	1,0	1,6	2,8
EE. UU.								
Dow Jones	7,2	18,7	-8,8	13,7	3,4	-2,6	12,5	5,6
S&P 500	16,3	26,9	-19,4	24,2	8,3	-3,6	11,2	10,2
Nasdaq-Composite	43,6	21,4	-33,1	43,4	12,8	-4,1	13,6	9,1
Japón								
Nikkei 225	16,0	4,9	-9,4	28,2	18,4	-4,0	5,0	20,6
Topix	4,8	10,4	-5,1	25,1	14,2	1,5	1,9	17,0

Fuente: Refinitiv Datastream.

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

Las bolsas españolas, que finalizaron 2023 en su valor más elevado desde 2018, iniciaron el ejercicio con subidas significativas, siguiendo la estela de los principales mercados europeos. Su comportamiento se situó en línea con el de estos últimos y se debió en gran medida al peso en los índices del sector financiero, que se benefició, en la parte final del trimestre, de la moderación de las expectativas sobre

5 Los índices Merval y IGPA de las bolsas de Argentina y Chile avanzaron un 30,5 % y un 6,9 %, respectivamente.

6 El índice Taiwan Weighted avanzó un 13,2 % en el primer trimestre del año, mientras que los principales índices de los mercados de la India, Filipinas y Malasia lo hicieron un 4,1 %, un 7 % y un 5,6 %, respectivamente.

7 El principal índice del mercado de valores de Brasil (Bovespa) retrocedió un 4,5 %, mientras que el de Hong Kong (Hang Seng) cayó un 3 %.

un descenso rápido de los tipos de interés, lo que le permitiría mantener cierta estabilidad en sus márgenes.

En España, el Ibex 35, que había avanzado un 22,8 % en 2023, se revalorizó un 9,6 % durante el primer trimestre. Este crecimiento le permitió recuperar el nivel de 11.000 puntos, que no se alcanzaba desde mayo de 2017, pero continúa muy lejos de los niveles cercanos a 16.000 puntos alcanzados antes del estallido de la crisis financiera y de la situación de otros grandes índices europeos, que registran nuevos máximos históricos. Por su parte, las compañías de pequeña y mediana capitalización⁸, que ya habían mostrado un comportamiento bastante más discreto que el conjunto del mercado en 2023, no consiguieron beneficiarse de esta tendencia alcista y apenas presentaron cambios en su valor. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, experimentaron ligeros retrocesos (4,8 % y 3,3 %, respectivamente) debido a que la apreciación de algunas divisas⁹ y la revalorización de los mercados de valores latinoamericanos fue insuficiente para compensar el retroceso de los precios del mercado de valores brasileño y la ausencia de avances de parte del mercado de México.

La mayoría de los sectores finalizaron el trimestre con avances, favorecidos por las perspectivas de rebaja de los tipos de interés, el control de la inflación y las mejoras de la economía. Casi todos presentaron una evolución positiva, si bien se observaron retrocesos en algunos subsectores, entre los que destacaron los del sector eléctrico, lastrado por la caída de los precios de la energía eléctrica¹⁰, y del farmacéutico, por las incertidumbres en torno a la compañía Grifols. Por su parte, y como se observa en el cuadro 4, la magnitud de los avances fue heterogénea entre los distintos sectores y empresas en función de las perspectivas e incertidumbres asociadas a cada uno de ellos.

Los mayores avances correspondieron a las sociedades del sector financiero (bancos y aseguradoras), así como a las empresas del sector textil y del petróleo: las primeras, favorecidas por el mantenimiento de los tipos de interés en niveles relativamente elevados; las segundas, por la expansión de su actividad internacional, y las últimas, por la subida de los precios del petróleo¹¹. En el caso del sector textil, volvieron a destacar los avances de la cotización de la compañía Inditex, que alcanza máximos históricos. Además, también fue notable la revalorización de las compañías dedicadas al transporte, gracias al importante crecimiento de la actividad de las líneas aéreas, de las empresas de ingeniería y, en menor medida, de las de alimentación. Asimismo, el sector de las telecomunicaciones se vio favorecido por la evolución de Telefónica, tras el anuncio y la entrada de capital público.

8 Las de pequeña capitalización se revalorizaron un discreto 0,8 % en el trimestre, mientras que las de mediana capitalización retrocedieron un 0,7 %.

9 En el primer trimestre del año el peso mexicano se apreció un 4,9 %, mientras que el real brasileño se depreció un 1 %.

10 Los precios de la energía eléctrica han llegado a alcanzar valores negativos en el mercado mayorista.

11 El precio del petróleo acumuló un avance del 13,5 % en el primer trimestre, hasta situarse en valores cercanos a 88 dólares por barril.

Índices	2021	2022	2023	I 23 ¹	II 23 ¹	III 23 ¹	IV 23 ¹	I 24 ¹
Ibex 35	7,9	-5,6	22,8	12,2	3,9	-1,7	7,1	9,6
Madrid	7,1	-4,8	21,6	11,8	3,5	-1,3	6,4	9,7
Ibex Medium Cap	8,6	-7,4	5,9	7,1	-2,4	-1,9	3,3	-0,7
Ibex Small Cap	1,8	-12,8	10,6	11,9	0,3	-4,5	3,2	0,8
FTSE Latibex All-Share	5,8	10,7	10,4	-2,8	5,8	-0,2	7,6	-4,8
FTSE Latibex Top	13,5	7,8	12,5	-4,5	12,2	-2,2	7,3	-3,3
Sectores²								
Servicios financieros	20,3	7,9	29,3	13,3	2,8	6,8	3,9	25,0
Banca	20,7	9,0	30,7	13,9	3,1	6,9	4,0	25,4
Seguros	7,3	-8,3	2,6	0,2	-4,6	6,8	0,5	17,3
Petróleo y energía	-1,6	5,2	3,4	4,0	0,6	-5,8	4,9	-2,5
Petróleo	26,5	42,3	-9,4	-4,5	-6,0	16,8	-13,6	14,8
Electricidad y gas	-4,2	-1,0	6,7	6,0	2,5	-9,8	8,9	-4,3
Mat. básicos, industria y construcción	9,3	-11,3	25,5	10,1	4,5	-2,4	11,9	3,5
Construcción	15,2	-4,3	26,9	9,8	3,7	-2,7	14,6	2,5
Fabricación y montaje de bienes de equipo	-20,4	-13,8	30,6	6,5	9,6	0,1	11,8	-3,2
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	28,7	-14,2	13,5	10,2	1,7	-6,9	8,8	-1,4
Ingeniería y otros	29,2	-46,3	35,3	13,0	15,5	6,0	-2,2	11,2
Tecnología y telecomunicaciones	9,0	-22,8	17,8	19,9	3,3	-8,5	4,0	0,4
Telecomunicaciones y otros	15,7	-25,7	9,3	16,4	-1,8	-3,3	-1,1	4,9
Electrónica y <i>software</i>	1,2	-17,0	32,9	26,2	11,6	-16,0	12,4	-5,6
Bienes de consumo	0,9	-17,0	44,3	16,4	11,4	0,1	11,2	10,8
Textil, vestido y calzado	9,5	-14,2	58,6	24,3	14,7	-0,5	11,7	18,3
Alimentación y bebidas	-1,6	-12,9	-3,2	9,2	-1,7	-5,4	-4,7	6,7
Productos farmacéuticos y biotecnología	-17,9	-0,7	19,0	-13,2	11,1	6,9	15,4	-24,5
Servicios de consumo	-1,9	-15,9	30,4	21,8	3,6	-5,5	9,3	11,4
Ocio, turismo y hostelería	27,5	-35,7	49,7	26,2	13,7	-5,2	10,1	4,9
Transporte y distribución	-2,6	-13,7	32,2	22,8	3,7	-5,7	10,1	12,4
Servicios inmobiliarios	12,8	13,0	12,8	-4,2	-0,8	-0,9	19,8	-4,0

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

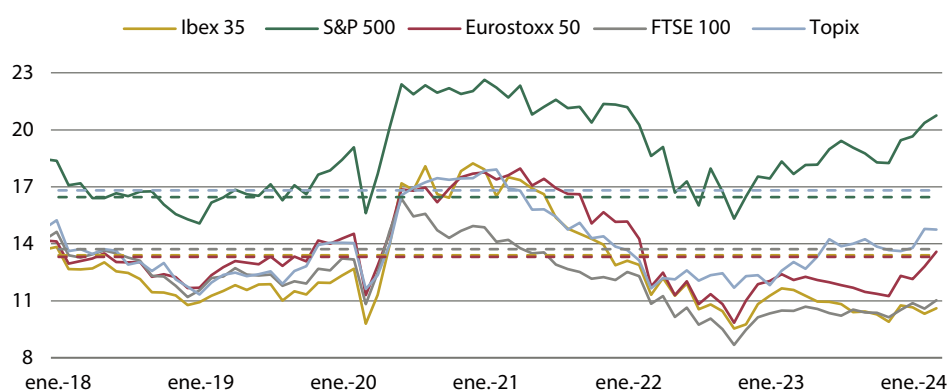
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

Por el lado de las pérdidas, como se ha anticipado, el peor comportamiento correspondió al sector farmacéutico, que acusó los problemas de Grifols, así como a las compañías eléctricas, debido a la caída de los precios de la energía y la extensión en el tiempo de los impuestos al sector eléctrico. Asimismo, destacaron los retrocesos del sector tecnológico por el descenso en la cotización de Amadeus y los del sector inmobiliario, que acusó las dudas en torno a la valoración de las oficinas y los activos comerciales.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable aumentó en el primer trimestre respecto a mediados de diciembre de 2023, salvo en el caso del Ibex 35. En todo caso, se mantiene cerca o por debajo de la media histórica salvo en los índices de EE. UU. (véase gráfico 6). El avance significativo de las cotizaciones en el primer trimestre, que se situó por encima del crecimiento de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses, permitió que la ratio PER creciera de modo notable en la mayoría de los índices hasta situarse en el valor más elevado del último año. No fue este el caso del índice español, para el cual el valor de esta ratio retrocedió desde 10,8 a mediados de diciembre de 2023 hasta 10,6 en marzo de 2024, pues las perspectivas de crecimiento de los beneficios empresariales superaron la revalorización del índice. Este valor vuelve a situarse por debajo del alcanzado por el indicador del índice europeo Eurostoxx 50, marcando la distancia más elevada entre ambos en los últimos años. Como muestra el gráfico 6, las ratios PER de los índices bursátiles internacionales más relevantes presentaron una evolución similar en el trimestre, si bien en el caso del estadounidense S&P 500 y del europeo Eurostoxx 50 el incremento fue más significativo, coincidiendo con los máximos históricos en ambos. En este último índice, la ratio superó ligeramente sus valores medios alcanzados de la última década junto con —como suele ser habitual— la de los índices estadounidenses, mientras que en el resto se mantienen por debajo de sus valores medios.

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

GRÁFICO 6



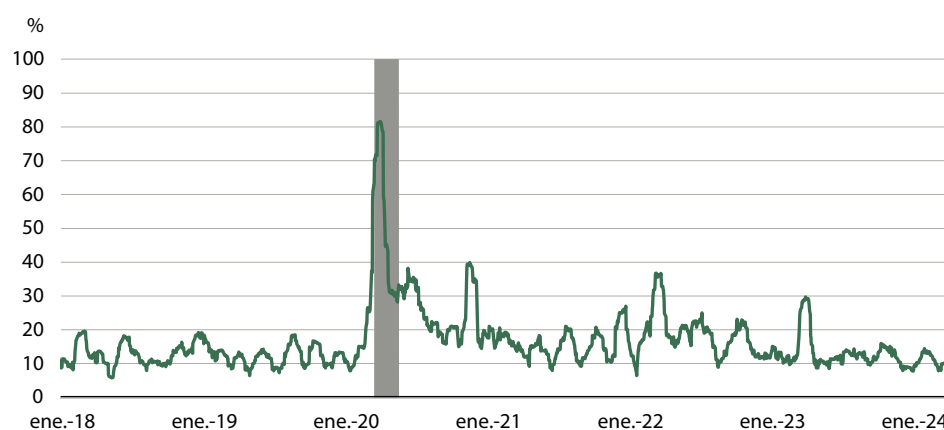
Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 15 de marzo. Las líneas discontinuas representan la media histórica del indicador desde 2000.

1 Con beneficios previstos a 12 meses.

La volatilidad histórica del Ibex 35, que se había mantenido en niveles reducidos durante la última parte de 2023, volvió a disminuir durante los primeros meses de 2024 hasta situarse al cierre de marzo en valores inferiores al 10 %. La volatilidad media del primer trimestre (10,9 %) fue ligeramente inferior a la del trimestre previo (11,9 %) y quedó por debajo del valor medio anual de 2023 (13,1 %). Esta tendencia a la baja de la volatilidad en el primer trimestre también se observó en otros índices internacionales, en los que fue incluso más acentuada. Las caídas en la volatilidad de los índices tienen un efecto directo en los volúmenes de negociación de los mercados, puesto que desincentivan las actividades de negociación algorítmica y de alta frecuencia.

Volatilidad histórica del Ibex 35

GRÁFICO 7



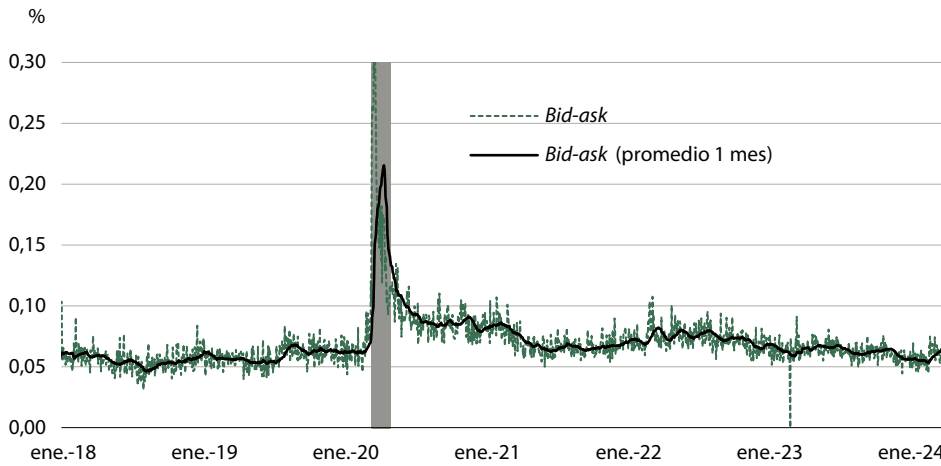
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. El indicador se calcula como la desviación típica anualizada de las variaciones diarias de precios del Ibex 35 de 21 días. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 de marzo de 2020) y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

Actividad: contratación, emisiones y liquidez

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)— volvieron a mejorar ligeramente en los primeros meses de 2024 y se mantienen en niveles que podrían considerarse satisfactorios. El aumento de los volúmenes negociados en el SIBE, junto con los bajos niveles de volatilidad del mercado, permitió que el *spread* experimentase de nuevo un leve descenso en el trimestre, hasta situarse en promedio en el 0,058 %, por debajo de la media de los 3 últimos trimestres (0,066 %, 0,062 % y 0,060 % en el segundo, tercero y cuarto de 2023, respectivamente), así como de la media histórica del indicador (0,088 %) (véase gráfico 8).

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

GRÁFICO 8

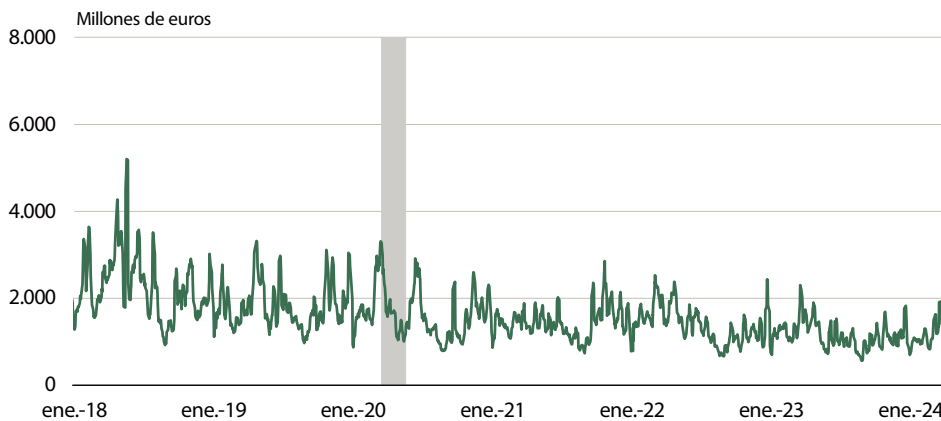


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 de marzo de 2020) y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

En este contexto de avances de las cotizaciones y de volatilidad media reducida, la contratación de renta variable española alcanzó 170.451 millones de euros en el primer trimestre del año, por encima de la negociación de los 3 últimos trimestres. Sin embargo, este volumen representa un descenso del 9,4 % medido en términos interanuales. La contratación media diaria del mercado continuo entre enero y marzo de 2024 se situó en 1.213 millones de euros, una cifra algo más alta que la del trimestre previo (1.144 millones de euros), pero un 11,9 % inferior a la del mismo trimestre de 2023.

Contratación diaria del mercado bursátil español¹

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de las restricciones a la operativa en corto, 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.

El volumen de contratación se recuperó con relación al de los trimestres anteriores tanto en el mercado de BME como en los centros de negociación y mercados competidores. Sin embargo, la mejora de estos últimos en el primer trimestre del ejercicio tuvo mayor intensidad que la del mercado regulado español, por lo que la cuota de mercado de BME volvió a retroceder hasta situarse en el 43,6 %¹². Este porcentaje se calcula respecto a la contratación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales. La contratación efectuada en BME se situó en 73.745 millones de euros (un 5,5 % más que el trimestre anterior), mientras que la de los centros de contratación competidores fue de 96.703 millones de euros (un 14,8 % más). La cuota de mercado de BME se mantiene desde 2022 por debajo del 50 %, mostrando una evolución similar a la observada en otras economías de nuestro entorno.

Entre los centros de negociación y mercados competidores de BME volvió a destacar por volumen absoluto negociado el mercado Cboe Equities, aunque cada vez ganan más peso relativo otros competidores como Equiduct y Aquis. El primer mercado, que opera desde Ámsterdam, sigue manteniendo su posición de liderazgo, al superar su contratación los 69.500 millones de euros en el trimestre (lo que representa casi el 72 % de la negociación en el exterior y más del 94 % de lo contratado en BME). Lo siguen Equiduct y Aquis, que concentran el 7,3 % y el 7,9 %, respectivamente, de la negociación de los competidores de BME y el 4,1 % y el 4,5 % de la negociación total. Por su parte, Turquoise ha ido perdiendo peso relativo en el mercado y su cuota se ha reducido hasta el 4,6 % de los centros competidores.

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos aumentó hasta situarse en torno al 7,6 % de la negociación total de los valores españoles, manteniéndose la tendencia creciente observada durante gran parte de 2023. Este porcentaje, que se estima tomando como negociación total la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos, consolida en cierta manera la tendencia de recuperación de este tipo de negociación observada durante 2023 y representa una cierta reversión en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación realizada bajo reglas discrecionales hacia centros de negociación que siguen reglas no discrecionales.

12 La cuota de mercado de BME alcanzó en el cuarto trimestre de 2023 el 45,7 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales, mientras que en el conjunto del ejercicio se situó en el 46,4 %. Asimismo, una estimación alternativa de la cuota de BME, publicada por BME y estimada por Liquidmetrix para la negociación en libros, sitúa dicha proporción en el primer trimestre del ejercicio 2024 en el 64,7 %.

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 5

Importes en millones de euros

	2020	2021	2022	2023	III 23	IV 23	I 24
Total	780.343,5	689.603,1	738.361,6	630.337,0	127.661,1	154.174,9	170.451,5
Admitida en SIBE	778.341,0	689.595,7	738.353,3	630.334,7	127.661,0	154.174,5	170.449,0
BME	418.512,6	368.608,5	351.801,8	290.101,3	58.852,6	69.905,8	73.745,1
Cboe Equities ²	275.682,4	209.463,7	294.530,2	247.337,2	47.937,5	61.867,0	69.543,7
Turquoise	23.242,2	22.624,6	19.251,4	15.886,0	3.332,7	3.858,1	4.427,5
Equiduct ³		5.963,9	7.104,6	18.135,8	4.587,7	5.921,9	7.017,8
Aquis ³		23.545,0	25.275,5	22.390,5	5.070,7	5.623,0	7.668,0
Portfolio Exchange		-	-	0,4	0,0	0,3	0,1
Otros	62.903,8	59.389,0	40.389,8	36.483,5	7.879,8	6.998,4	8.046,6
Corros	2,5	7,5	8,3	2,3	0,1	0,3	2,5
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	4.273,8	4.364,3	4.770,9	6.394,7	2.562,2	2.443,2	2.637,1
BME MTF Equity ⁴	3.929,0	3.559,2	3.837,3	2.871,5	528,8	613,5	862,2
Latibex	79,5	48,9	93,4	65,7	11,4	7,2	35,5
ETF	2.551,4	1.556,0	1.604,8	1.297,3	361,2	326,7	298,4
Total contratación BME	429.348,5	378.144,4	362.116,5	300.732,8	62.316,3	73.296,6	77.500,9
% RV española en BME respecto al total RV española	53,9	53,8	48,0	46,4	46,5	45,8	43,6
Internalizadores sistemáticos⁵	144.694,4	48.469,9	42.059,5	43.460,2	8.661,9	10.926,0	14.022,6

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

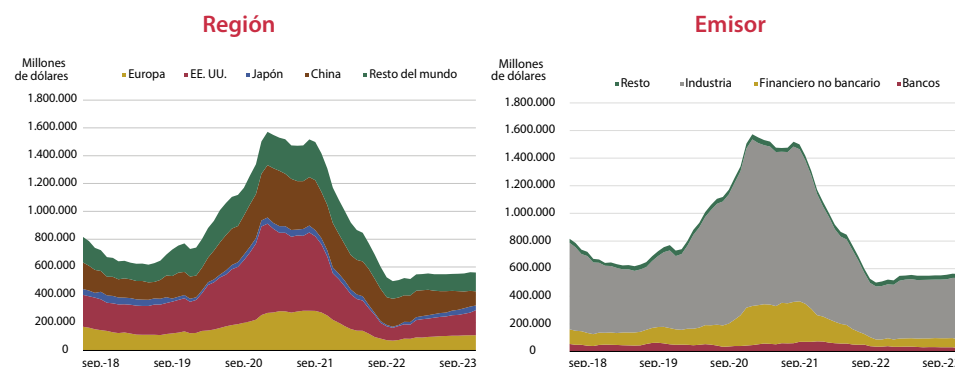
- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), actualmente BME MTF Equity. 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 2020 se reportaba en la denominación «Otros».
- 4 Hasta septiembre de 2020 se denominaba 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).
- 5 Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales aumentó un 5 % en el conjunto de 2023, hasta situarse en más de 551.500 millones de dólares, tendencia que se mantuvo en el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 10). El importe emitido en ese trimestre superó los 150.000 millones de dólares, un 6 % más que la cifra del mismo trimestre de 2023. El comportamiento entre las distintas regiones fue heterogéneo, con avances significativos de las emisiones en EE. UU., donde casi se doblaron al situarse en 61.500 millones de dólares, así como en Europa y el resto del mundo, donde alcanzaron 33.000 y 37.700 millones de dólares, respectivamente. A su vez, destacó el fuerte retroceso del importe emitido en China, que apenas se situó en 7.900 millones de dólares

(-81 %) y, en menor medida, en Japón, con 9.800 millones. Por sectores, el crecimiento de las emisiones se concentró en el sector industrial (125.200 millones, un 22 % más), mientras que retrocedió en los bancos (-52,4 %, hasta 6.400 millones), las entidades financieras no bancarias (-12,7 %, hasta 15.000 millones) y el resto de los sectores (-43 %, hasta 4.700 millones).

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 10



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

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales ascendieron a 991,4 millones de euros en el primer trimestre, valores ligeramente inferiores a los de hace 1 año. Esta cifra confirma la tendencia a la baja observada en los mercados primarios de acciones en los últimos tres años, intensificada en el último ejercicio. Aunque cada vez más compañías optan por remunerar a sus accionistas en efectivo o mediante programas de recompra de acciones, algunas mantienen el formato de dividendo elección como forma de remuneración. Así, la práctica totalidad de las ampliaciones de capital correspondió a operaciones bajo el formato de dividendo elección destinadas a la remuneración de los accionistas de grandes sociedades, mientras que las ampliaciones con captación de recursos se situaron en cifras testimoniales.

Ninguna compañía se incorporó al mercado continuo ni tampoco tuvo lugar ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV) en el primer trimestre del año. A pesar de ello, es posible que el contexto de revalorización de las acciones y las perspectivas de rebaja de tipos reactiven los planes de salir a cotizar a bolsa de algunas empresas en los próximos meses¹³. Asimismo, tampoco se incorporó ninguna compañía a BME Growth.

13 Tras la fecha de cierre de este informe tuvo lugar la salida a bolsa de Puig Brands (el 3 de mayo, la de mayor tamaño en las bolsas españolas desde la salida a bolsa de Aena. La compañía de origen familiar, que es uno de los grandes grupos mundiales de perfumería, cosmética y moda, presenta una capitalización superior a 13.900 millones de euros, aunque el valor de la salida —destinada exclusivamente a inversores institucionales— alcanza hasta 3.000 millones de euros en acciones de clase B (únicamente con derechos políticos), de los que 1.250 millones corresponden a la OPV, 1.360 millones a la oferta pública de suscripción y 390 millones al *greenshoe* u opción de sobreadjudicación. La compañía salió a cotizar a un precio de 24,5 euros por título y en su primera sesión la cotización cerró plana respecto al precio de colocación.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 6

	2021	2022	2023	II 23	III 23	IV 23	I 24
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	32	27	20	8	11	6	8
Ampliaciones de capital	31	27	20	8	11	6	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	50	55	39	10	13	7	9
Ampliaciones de capital	49	55	39	10	13	7	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	1	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	12.227,7	2.520,3	396,4	336,9	12,4	33,3	52,0
Con derecho de suscripción preferente	7.060,4	254,2	181,1	150,1	0,0	31,0	39,8
Sin derecho de suscripción preferente	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	0,0	251,7	2,9	2,9	0,0	0,0	0,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	3.525,3	1.381,2	5,2	0,0	5,2	0,0	0,0
Ampliaciones de capital por conversión	109,5	81,6	51,5	28,3	7,1	2,3	12,2
Otras	1.432,6	351,6	155,6	155,6	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas⁴	5.478,1	3.591,5	3.281,0	35,6	1.983,7	236,2	939,4
De las cuales dividendo elección	5.451,8	3.590,0	3.279,5	35,6	1.983,7	234,6	939,4
Total ampliaciones de capital	17.705,8	6.111,8	3.677,5	372,5	1.996,0	269,5	991,4
Ofertas públicas de venta				0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	44	41	35	11	15	13	14
Número de emisiones	77	88	111	21	24	36	27
Importe efectivo (millones de euros)	2.440,8	2.329,5	1.517,9	567,9	496,6	350,6	79,4
Ampliaciones de capital	2.440,8	2.329,5	1.517,9	567,9	496,6	350,6	79,4
De ellas, mediante OPS	1.654,2	1.487,1	986,7	481,3	455,1	50,2	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

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

5 Operaciones no registradas en la CNMV.

Participación de los inversores minoristas en los mercados de acciones durante 2023

RECUADRO 1

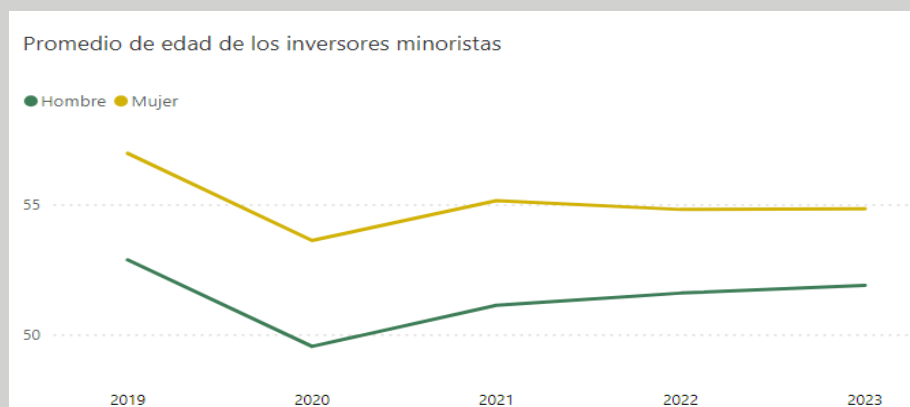
La crisis desencadenada en 2020 a causa de la pandemia del COVID-19 provocó un cambio en el comportamiento de los inversores minoristas en los mercados financieros que se manifestó en un aumento significativo de su participación en estos. La CNMV publicó en 2021 un estudio acompañado de un cuadro de mandos o *dashboard* interactivo con el fin de ilustrar esta tendencia en el mercado de renta variable español con datos de los años 2019 y 2020¹. Dicho cuadro de mandos se ha ido actualizando y actualmente reúne cinco años completos de datos.

Los datos de 2023 reflejan un crecimiento en la participación de los inversores minoristas dentro del mercado de renta variable español, continuando la senda creciente iniciada en 2023. De esta forma, la proporción de inversión minorista dentro del total de compras negociadas se situó en el 7,4 % (6,2 % en 2022) y dentro del total de ventas fue del 9,1 % (7,0 % en 2022).

El promedio de edad del inversor minorista fue ligeramente más alto que el del año anterior (52,7 años en 2023 frente a 52,5 en 2022). Este siguió, en el caso de los hombres, la tendencia creciente iniciada tras la disminución significativa que se había producido en 2020 a causa de la incorporación de un gran número de inversores jóvenes en la pandemia. De esta forma, la edad promedio entre los hombres fue de 51,9 años (51,6 en 2022). En el caso de las mujeres, la edad media se mantuvo en 54,8 años, sin cambios respecto a la de 2022. Al igual que en años anteriores, las edades medias tanto de hombres como de mujeres permanecieron por debajo de los niveles prepandemia, aunque en el caso de los primeros se va aproximando a este valor (véase gráfico R1.1).

Promedio de edad de los inversores minoristas

GRÁFICO R1.1



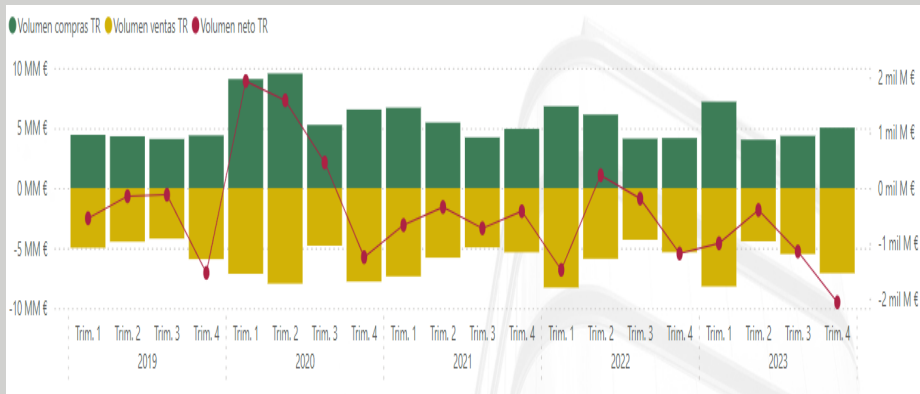
Fuente: CNMV.

El volumen de compras de los inversores minoristas en acciones del Ibex 35 fue de 20.611 millones de euros y el de ventas, de 25.216 millones, lo que supone un descenso del 2,9 % en el primer caso respecto a 2022 y un aumento del 5,5 % en el segundo. Estos volúmenes, al igual que el año pasado, son inferiores a los

registrados durante la pandemia, pero superiores a los observados antes de ella. En 2023, como en los dos años anteriores, volvió a ser mayor la posición vendedora de los minoristas (véase gráfico R1.2). Además, los inversores minoristas efectuaron 3,2 millones de operaciones de compra y 3,5 millones de operaciones de venta en 2023, lo que supone un descenso del 11,7 % y el 3,6 %, respectivamente, frente a las cifras de 2022, si bien continuaron siendo superiores a las registradas en 2019.

Evolución del volumen de negociación de compras y ventas trimestrales

GRÁFICO R1.2

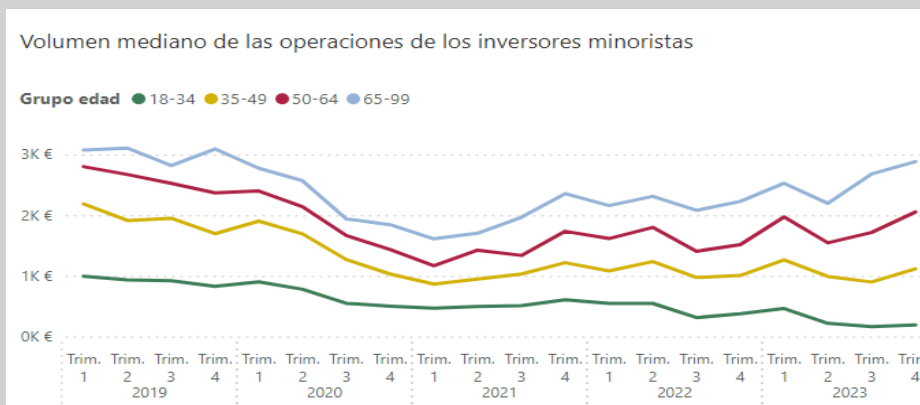


Fuente: CNMV.

En 2023 se produjo un hecho similar al sucedido el año anterior y es que los importes agregados de las compras disminuyeron en menor medida que el número de operaciones efectuadas. La explicación reside en el mismo aspecto: el volumen mediano de las operaciones totales efectuadas aumentó en la mayor parte de los grupos de edad, a excepción del más joven (de los 18 a los 34 años). En este grupo se pasó de un volumen mediano de 2.000 a 1.871 euros, mientras que en los demás grupos se produjeron subidas de alrededor de 300-400 euros por cada tramo de edad.

Volumen mediano de las operaciones de los inversores minoristas

GRÁFICO R1.3

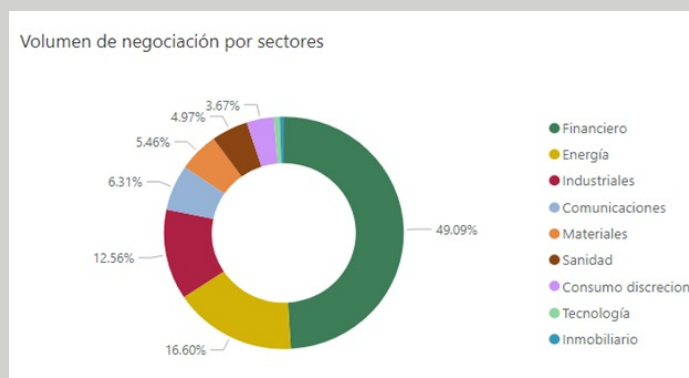


Fuente: CNMV.

Por sectores, la mayor parte de la negociación continuó realizándose sobre valores del sector financiero, que aumentó en gran medida su relevancia hasta alcanzar casi el 50 % del volumen total de negociación (39,3 % en 2022). Como contrapartida, los demás sectores vieron disminuida su participación, con las excepciones del sector de las comunicaciones y el de la sanidad, que experimentaron un leve aumento de su peso dentro del volumen total.

Volumen de negociación por sectores (2023)

GRÁFICO R1.4



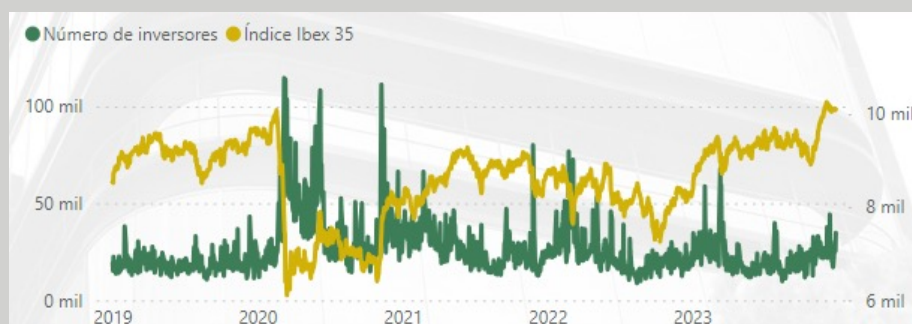
Fuente: CNMV.

En consonancia con lo que se había producido en los años anteriores, la proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex 35 siguió realizándose por parte de hombres, aunque esta se redujo levemente (79,4 % en 2023 frente a un 81,1 % en el ejercicio previo). El porcentaje negociado por mujeres descendió ligeramente del primer al segundo trimestre, para después crecer en los dos trimestres siguientes. En el conjunto de 2023 su participación fue del 20,6 %.

Respecto al número de inversores, las variaciones más significativas se produjeron en los primeros meses del año, a causa de las turbulencias derivadas de los episodios de crisis bancaria en EE. UU. y Suiza. En esos momentos, el número de inversores diferentes llegó a ser de 65.802, para reducirse hasta 33.503 a final de año.

Número de inversores minoristas con relación al Ibex 35

GRÁFICO R1.5



Fuente: CNMV.

En definitiva, a pesar de que el volumen de compras de los inversores minoristas en acciones del Ibex 35 ha seguido disminuyendo, la presencia de estos dentro del mercado español continúa en aumento. Dentro de esta tendencia se observa un ligero crecimiento de la edad de los inversores, que en el caso de los hombres se aproxima al valor registrado antes del comienzo de la pandemia. Por su parte, la inversión mediana ha experimentado un aumento en todos los tramos de edad, con la excepción del colectivo entre los 18 y 34 años. Por último, se constata que, en periodos de volatilidad en el mercado, el número de inversores se incrementa de forma notable, atraídos por la posibilidad de obtener un rendimiento satisfactorio.

1 CNMV - Cuadros de mandos.

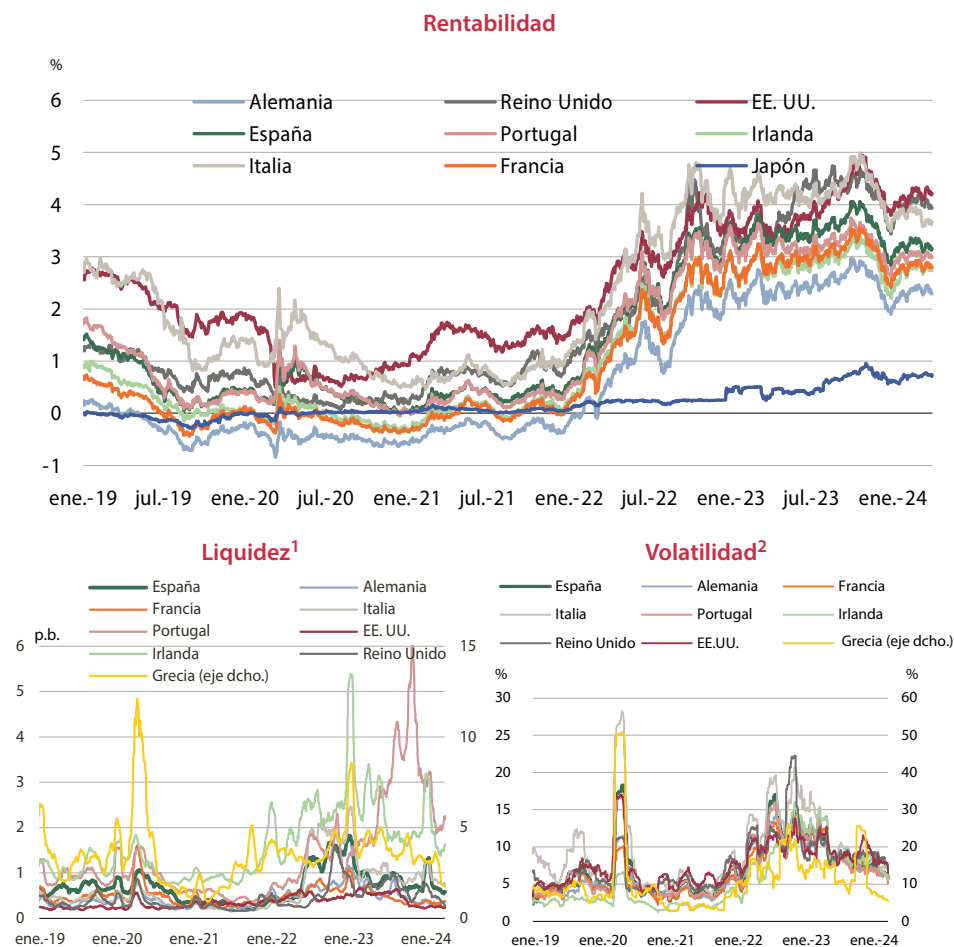
3.2 Los mercados de renta fija

En los mercados de renta fija se produjo un aumento de los tipos de interés en el primer trimestre del año, que fue generalizado en todos los tramos de la curva, pero algo más intenso en los de medio y largo plazo. Esta situación se explica por las perspectivas del mercado durante buena parte de este periodo, que sugieren que los bancos centrales podrían retrasar el momento para decidir aplicar disminuciones en sus tasas de interés en comparación con las expectativas de hace unos meses, que pronosticaban las primeras rebajas para junio de este año.

Tipos de interés

La rentabilidad del bono soberano a 10 años subió en el primer trimestre del año en las principales economías avanzadas. En EE. UU., este aumento fue de 34 p.b., hasta situarse en el 4,21 %. En la economía estadounidense la curva de tipos se mantiene invertida, como ya sucedió en trimestres anteriores, pero algo menos. Esta situación se originó por el fuerte y rápido aumento de los tipos oficiales, que se trasladó en mayor medida a los rendimientos de los activos a corto plazo. En los últimos meses, las variaciones en los plazos más largos se explican por las expectativas sobre las decisiones en materia de política monetaria, que, para esta economía y en el periodo más reciente, parecen ser algo más cautelosas en cuanto al primer movimiento.

En los países de la zona euro, las subidas de la rentabilidad del bono soberano a 10 años fueron similares, oscilando entre los 15 p.b. de España y los 39 p.b. de Irlanda. La única excepción a esta tendencia fue Italia, que apenas presentó cambios. La rentabilidad del bono soberano alemán creció hasta el 2,29 %, mientras que las de Irlanda (2,75 %), Finlandia (2,78 %), Francia (2,80 %), Austria (2,81 %) y Bélgica (2,90 %) también aumentaron respecto a finales de año, pero aún continúan por debajo del 3 %. La deuda de Portugal presentaba un rendimiento del 3,00 %, manteniéndose por debajo del de la deuda española (3,15 %), la griega (3,29 %) y la italiana (3,67 %). Por otro lado, en el Reino Unido y en Japón los tipos se situaron en el 3,94 % y el 0,74 %, respectivamente, con aumentos de 40 y 11 p.b., respectivamente.



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

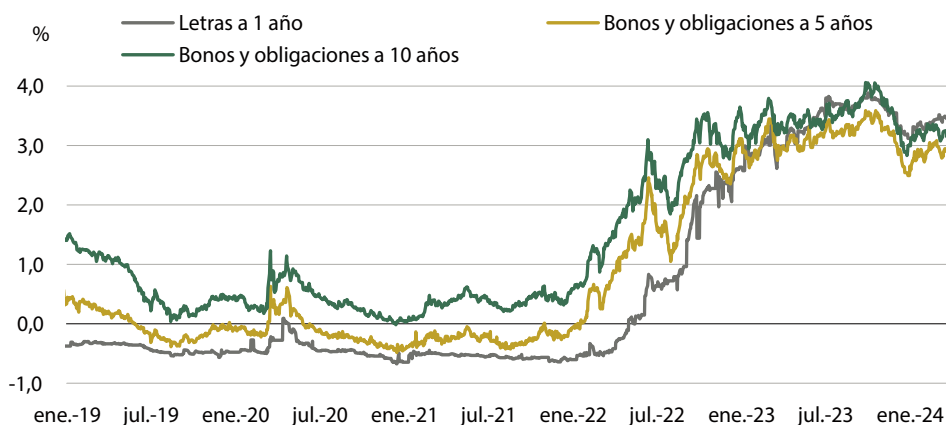
- 1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.
- 2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

En España, la rentabilidad de la deuda a corto plazo volvió a presentar alzas en el primer trimestre en los activos de deuda pública, tras las caídas del cuarto trimestre de 2023. El aumento de los tipos a corto plazo fue algo más moderado que en los tramos más largos, en línea con la estabilidad de los tipos oficiales y la finalización progresiva de los programas de compra de activos por parte del BCE¹⁴. En este contexto, los tipos de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses alcanzaron en marzo una rentabilidad media en el mercado secundario del 3,62 %, el 3,63 % y el 3,46 %, respectivamente, lo que supone un ligero incremento de entre 6 y 18 p.b. respecto de los valores de diciembre (véase cuadro 7).

14 La cartera asociada al APP desciende a un ritmo medible y predecible, pues ya no se reinvierten los importes de los vencimientos. En lo que al PEPP se refiere, el Consejo de Gobierno del BCE prevé seguir reinvertiendo íntegramente los valores que vayan venciendo durante el primer semestre de 2024. De cara al segundo semestre, espera reducir la cartera del PEPP en 7.500 millones de euros mensuales en promedio, para posteriormente finalizar las reinversiones a final de año.

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 12



Fuente: Refinitiv Datastream.

La rentabilidad de los activos de renta fija privada a corto plazo presentó un descenso sustancial en el primer trimestre del año, especialmente en los plazos a 6 y 12 meses. Esta tendencia respondería, principalmente, a una cierta reversión del comportamiento observado para estos rendimientos a finales de 2023, que en este periodo mostraron un repunte más retrasado y elevado en relación con los tipos de la deuda pública. Así, los datos para el mercado español muestran que el rendimiento medio de los pagarés en el mercado primario alcanzó en marzo valores que se situaban entre el 2,96 % de la referencia a 12 meses y el 3,87 % de la referencia a 3 meses. Por su parte, la referencia a 6 meses quedaba en el 3,18 %. Como se observa en el cuadro 7, estos rendimientos eran inferiores a los registrados en el cuarto trimestre del año pasado, pero muy superiores a los de trimestres previos.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 7

%	dic.-21	dic.-22	dic.-23	jun.-23	sep.-23	dic.-23	mar.-24
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,77	1,49	3,56	3,19	3,54	3,56	3,62
6 meses	-0,63	2,16	3,57	3,35	3,72	3,57	3,63
12 meses	-0,60	2,47	3,28	3,51	3,74	3,28	3,46
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,38	2,27	4,24	1,00	1,68	4,24	3,87
6 meses	0,50	0,98	5,21	1,65	1,80	5,21	3,18
12 meses	0,81	1,46	4,06	2,75	2,96	4,06	2,96

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Como se ha indicado anteriormente, los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo experimentaron un ligero aumento en el primer trimestre (si se compara la media mensual de marzo de 2024 con la media mensual de diciembre de 2023).

Como se observa en el cuadro 8, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situó en marzo en el 2,97 %, el 2,89 % y el 3,18 % (de media mensual), respectivamente, lo que supone un aumento de entre 10 y 22 p.b. respecto a las cifras de diciembre.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 8

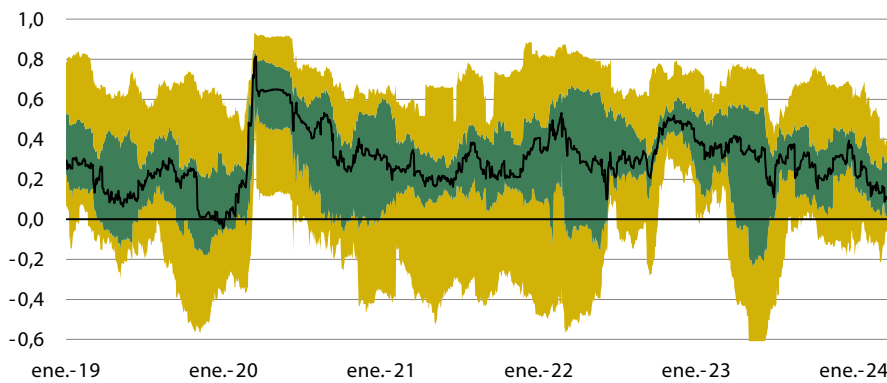
%	dic.-21	dic.-22	dic.-23	jun.-23	sep.-23	dic.-23	mar.-24
Renta fija pública							
3 años	-0,46	2,54	2,75	3,17	3,44	2,75	2,97
5 años	-0,18	2,71	2,76	3,11	3,37	2,76	2,89
10 años	0,43	3,18	3,08	3,37	3,76	3,08	3,18
Renta fija privada							
3 años	0,12	3,07	3,96	4,32	4,38	3,96	4,03
5 años	0,13	2,93	4,16	4,17	4,27	4,16	3,95
10 años	0,56	3,11	4,16	4,51	4,74	4,16	4,12

Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios

La evolución de los tipos de interés de la renta fija privada a largo plazo fue más estable en el primer trimestre, destacando ligeros descensos en los tramos más largos. Como en los activos de renta fija privada, se observa una cierta estabilización de los rendimientos de estos activos tras los notables aumentos de 2023, que sitúa las rentabilidades de los activos de deuda privada a 3, 5 y 10 años en valores del 4,03 %, el 3,95 % y el 4,12 %, respectivamente, lo que supone un aumento de 7 p.b. en la deuda a 3 años y un descenso de 21 p.b. y de 4 p.b. en la deuda a 5 y 10 años.

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros ha disminuido en el primer trimestre del año (véase gráfico 13). Esta caída en el grado de correlación tiene su origen en la diferente evolución de los activos de deuda y de crédito respecto al precio de las acciones, puesto que los primeros ajustan sus valoraciones ante cambios en los tipos de interés (los precios de algunos activos han tendido a disminuir en consonancia con el aumento de los rendimientos), mientras que los segundos han subido gracias a la evolución de los beneficios empresariales y al cambio de expectativas sobre la política monetaria.



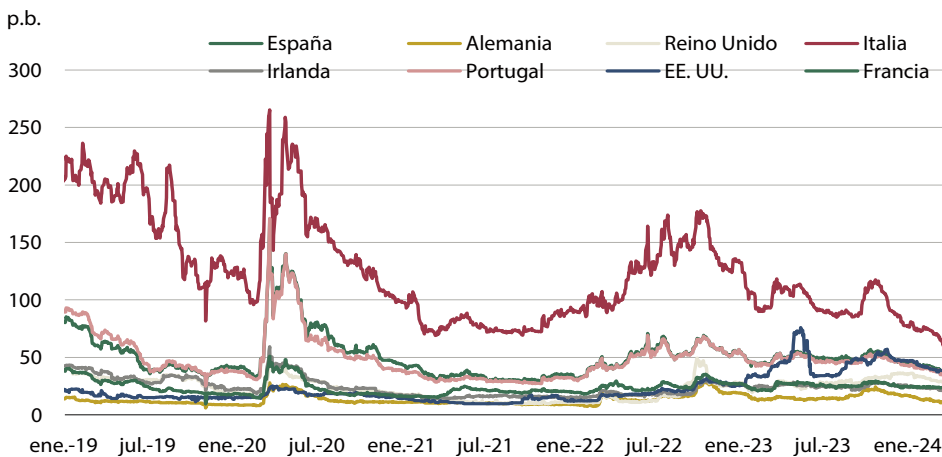
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de 3 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.

Primas de riesgo

La evolución de las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas presentaron leves descensos en la mayor parte de las economías de la zona euro y en EE. UU., situándose ya en niveles muy ajustados. Este descenso fue especialmente destacado en enero, apoyado por los buenos resultados económicos y por las expectativas sobre posibles bajadas de tipos de interés en el primer semestre de 2024 que se barajaban en aquellos días. En Italia y Grecia las primas de riesgo siguieron la tendencia descendente iniciada con anterioridad y mostraron disminuciones de 10 p.b. y 5 p.b., respectivamente, en el trimestre, cifras similares a las registradas en España, Portugal y Alemania (entre 5 y 6 p.b.). Finalmente, en Francia y Austria apenas se observaron cambios en las primas de riesgo.

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

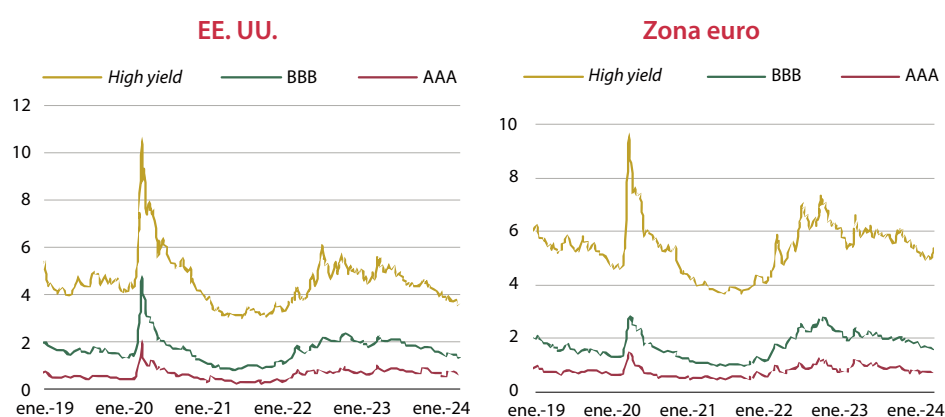


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 31 de marzo.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas también cerraron el trimestre con ligeros descensos. En el caso de la deuda *high yield*, se observaron mayores disminuciones en EE. UU. (30 p.b.) que en la zona euro (7 p.b.). Por su parte, las primas de riesgo de la deuda BBB experimentaron descensos similares tanto en la zona euro como en EE. UU. (19 p.b. y 16 p.b., respectivamente). En cuanto a la deuda AAA, la correspondiente a la zona euro cerró el trimestre con una pequeña subida de 4 p.b., mientras que en EE. UU. se mantuvo 7 p.b. por debajo de los valores de principios de año. Como se observa en el gráfico 15, la actual coyuntura económica ha reducido la percepción de riesgo de las compañías de deuda de peor calidad crediticia, pues los inversores mantienen, por el momento, los *spreads* de crédito en niveles ligeramente más bajos que en otros periodos, sobre todo en EE. UU.

Primas de riesgo de la deuda privada¹

GRÁFICO 15

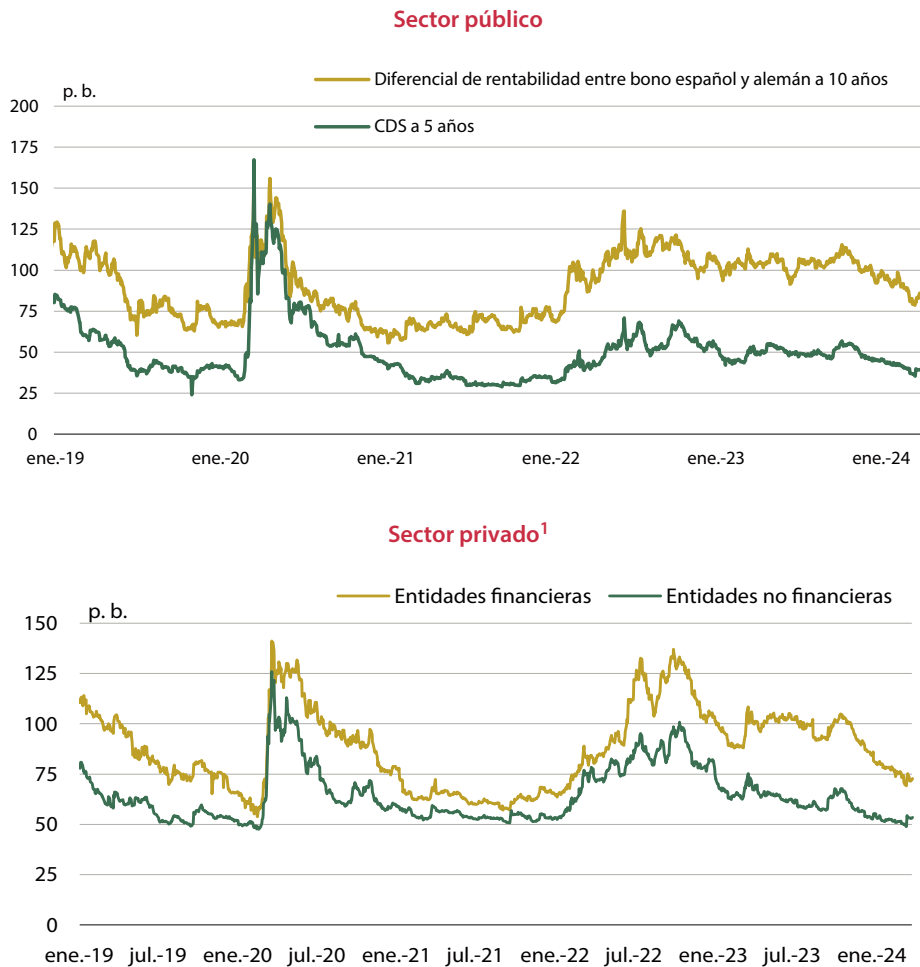


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 31 de marzo.

¹ Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años. En la zona euro respecto a la deuda pública alemana.

En España, la prima de riesgo soberano¹⁵ cerró el trimestre en 86 p.b., por debajo de los valores registrados a principios de año (97 p.b.). Esta evolución se muestra en sintonía con la del resto de las economías de nuestro entorno, como ya se comentó al inicio de este epígrafe, y responde al mejor desempeño relativo de la actividad económica doméstica, a la publicación de resultados empresariales más positivos de lo esperado y a la expectativa de bajada de tipos de interés por parte del BCE de cara al segundo semestre.

¹⁵ Definido como la diferencia entre el rendimiento de la deuda soberana española y alemana a 10 años.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

Por lo que respecta a los subsectores privados de la economía española se observaron descensos en el caso de las instituciones financieras y estabilidad en las demás. En las primeras, la mejora puede explicarse por el aumento de los beneficios de estas entidades como consecuencia del notable incremento de su margen de intereses, hecho que redundaba en la mejora de la calidad crediticia de estas entidades. En cuanto a las segundas, las sociedades no financieras, que se benefician de la evolución favorable de la actividad económica, no se han observado apenas cambios en su prima de riesgo respecto a finales de diciembre, manteniéndose en niveles reducidos. La calidad crediticia del sector privado, en general, no parece haberse deteriorado, en términos generales, tras el periodo de subidas de tipos acontecido y en un contexto de desapalancamiento del sector. Así, tal y como recoge el gráfico 16, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras se situaba al cierre del trimestre en 72 p.b. (13 p.b. menos que a final de 2023), mientras que el de las entidades no financieras alcanzaba 53 p.b., la misma cifra que a principios de año.

Emisiones

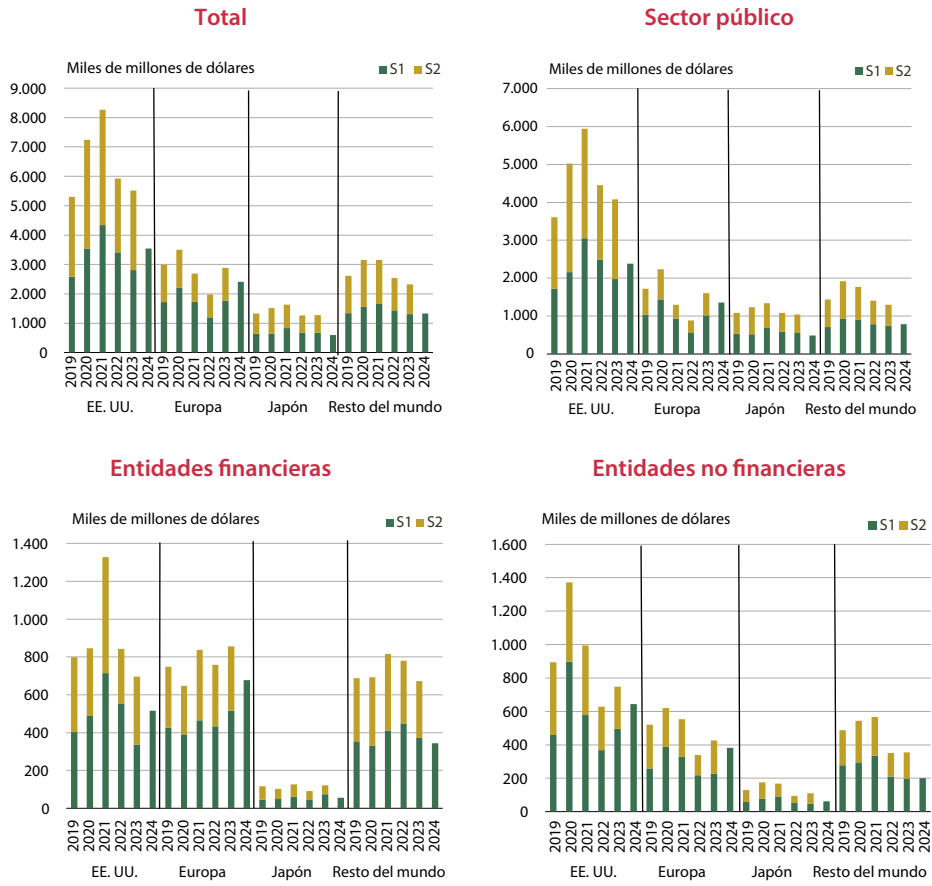
Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales han aumentado un 20,2 % en el primer trimestre del año¹⁶, hasta los 7,9 billones de dólares. Se produjeron crecimientos en todos los sectores analizados. De esta manera, los mercados primarios de deuda han mantenido la evolución positiva del segundo semestre de 2023 y se sitúan en cifras similares a las de 2020. Por regiones, destaca el aumento de las emisiones de renta fija en Europa (37,3 %, hasta 2,4 billones de dólares) y EE. UU. (26 %, hasta 3,5 billones de dólares) frente al resto del mundo, con apenas un incremento del 1 % y Japón, que redujo sus emisiones respecto al primer semestre de 2023 en un 11,1 %. La expansión de las emisiones, en un contexto de mayor estabilidad de los costes de financiación, podría explicarse por factores como el aumento del volumen de vencimientos de activos de deuda, así como el incremento de las necesidades de financiación tanto a nivel público

Las emisiones brutas de deuda soberana aumentaron en su conjunto un 16,7 % con respecto al primer semestre de 2023, hasta 5 billones de dólares. Este incremento no fue homogéneo entre regiones. En Europa y EE. UU. las emisiones de deuda soberana presentaron un avance del 33,5 % (hasta 1,3 billones de dólares) y del 20,5 % (hasta 2,4 billones de dólares), respectivamente; mientras que en Japón se registró un descenso del 12,6 % (véase gráfico 17).

También se produjeron aumentos en las emisiones de deuda del sector privado, más intensos en el caso de las compañías no financieras, tanto en EE. UU. como en Europa. Las emisiones de deuda de las entidades financieras crecieron un 22,3 %, hasta 1,6 billones de dólares, mientras que las realizadas por las compañías no financieras se incrementaron un 32,7 %, hasta 1,3 billones de dólares. Como se observa en los paneles inferiores del gráfico 17, la expansión de las emisiones de las entidades financieras se explica por la evolución registrada en EE. UU. y Europa, pues en Japón y el resto del mundo el sector financiero redujo sus volúmenes de deuda emitida. Por otra parte, el avance de las emisiones de las compañías no financieras tuvo un carácter más general entre las diferentes regiones contempladas, destacando Europa con un aumento del 67 % respecto al semestre anterior.

Las emisiones de renta fija efectuadas por los emisores españoles del sector privado se situaron en 40.043 millones de euros en el primer trimestre del año. Este importe se reparte en 12.941 realizadas en España (registradas en la CNMV o admitidas a negociación en AIAF o en el MARF) y 27.102 millones realizadas en el exterior. En el caso de las emisiones de deuda efectuadas en España, cabe destacar el notable retroceso de las emisiones de deuda a largo plazo, que apenas superaron los 6.000 millones de euros, menos de la tercera parte de lo registrado en el mismo periodo de 2023. Se produjeron retrocesos en todas las modalidades de deuda salvo en la de bonos convertibles (de importe reducido) y las disminuciones fueron más intensas en las cédulas hipotecarias y en los bonos de titulización (véase cuadro 9). Por su parte, el importe de las emisiones a corto plazo realizadas en España ascendió a 6.824 millones, lo que supone un 52,2 % menos que en 2023. Esta cifra se nutre de los 2.451 millones admitidos en AIAF, un 76,5 % menos que en 2023, y de los 4.373 millones en el MARF, que aumentó un 14,2 %.

¹⁶ Datos semestralizados.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2024 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Emisiones brutas de renta fija de emisores españoles del sector privado

CUADRO 9

CNMV

	2020	2021	2022	2023	2023		2024
					III	IV	I ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	103.653	79.714	98.599	71.152	11.304	8.411	8.501
Cédulas hipotecarias	22.960	28.920	31.350	20.550	0	0	2.700
Cédulas territoriales	9.150	5.500	3.540	750	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles ²	4.945	3.080	1.739	3.620	889	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/ canjeables	0	1.210	1.800	1.130	0	0	600
Bonos de titulización	36.281	18.376	20.645	14.666	2.051	6.011	2.000
Pagarés de empresa ³	22.301	20.180	39.525	25.706	8.114	2.400	2.451
De titulización	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	22.292	20.180	39.525	25.706	8.114	2.400	2.451
Otras emisiones de renta fija	6.266	823	0	3.380	0	0	0
Participaciones preferentes	1.750	1.625	0	1.350	250	0	750
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	14.312	5.727	1.825	3.864	539	837	950
					2023	2024	
	2020	2021	2022	2023	III	IV	I¹
Admitidas en el MARF⁴	9.651	13.968	13.772	15.273	3.518	4.348	4.440
Efectuadas en el exterior					2023	2024	
	2020	2021	2022	2023	III	IV	I⁵
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	91.996	127.194	112.871	134.222	31.050	27.911	27.102
A largo plazo	46.282	64.089	48.037	64.119	13.265	15.456	21.382
Participaciones preferentes	1.850	3.820	0	2.744	944	0	0
Obligaciones subordinadas	0	1.350	0	1.368	0	0	0
Bonos y obligaciones	44.432	58.920	48.037	59.013	12.321	15.456	21.382
Bonos de titulización	0	0	0	994	0	0	0
A corto plazo	45.714	63.104	64.834	70.104	17.784	12.455	5.720
Pagarés de empresa	45.714	63.104	64.834	70.104	17.784	12.455	5.720
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo					2023	2024	
	2020	2021	2022	2023	III	IV	I³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	71.048	70.978	82.843	81.444	23.030	16.425	17.738
Instituciones financieras	42.120	40.597	58.750	57.213	15.798	10.349	12.402
Sociedades no financieras	28.928	30.381	24.093	24.231	7.232	6.076	5.336

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

2 El registro de la CNMV también incorpora las emisiones de la SAREB (Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria), que, por pertenecer al sector público, no se incluyen en este cuadro. El importe de las emisiones de esta sociedad fue de 8.437 millones de euros en 2023.

3 Las cifras corresponden a los importes admitidos a negociación en AIAF. No se requiere folleto de emisión en la CNMV.

4 Incluye las emisiones tanto a corto como a largo plazo.

5 Datos hasta el 28 de febrero.

Las emisiones de deuda realizadas en el exterior en los dos primeros meses del año ascendieron a 27.102 millones de euros, lo que implica un 20,3 % más respecto al mismo periodo de 2023. Cabe destacar el aumento notable en las emisiones a largo plazo de bonos y obligaciones (50,2 %), en contraposición con el descenso de las emisiones de pagarés en el exterior. Estas últimas suelen tener un importe muy elevado, por lo que es preciso disponer de más datos de 2021 para confirmar un posible cambio de tendencia. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el exterior se situaron en 17.738 millones de euros (datos hasta febrero), un 23,9 % más que en 2023. De este importe, alrededor de dos terceras partes correspondió a entidades financieras y el resto, a empresas no financieras.

El importe de las emisiones de deuda con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles se situó en 10.362 millones de euros en el primer trimestre (6.002 millones en el mismo periodo del año anterior). El análisis en cuanto a su composición revela una preponderancia de las emisiones de bonos verdes sobre el resto, suponiendo estas un 77,4 % del total emitido. Asimismo, aumentó el número de emisiones realizadas este año: 23 (20 verdes y 3 sostenibles), 10 más que en el mismo periodo del ejercicio previo. Del importe total de emisiones, 8.018 millones correspondieron al sector privado (en 20 emisiones realizadas en el exterior, excepto 1 de ellas), con un avance superior al 150 % respecto a las cifras del año anterior. Por parte del sector público¹⁷ se emitió deuda de este tipo por importe de 2.343 millones de euros (en 3 emisiones realizadas en España), una cifra inferior a la registrada en 2023 (2.800 millones).

En el ámbito de la actividad registrada en los centros de negociación españoles, destaca un aumento de la contratación en los sistemas organizados de contratación (SOC) y un descenso notable en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) respecto al año anterior. Así, la negociación en este último se situó en 2.241 millones de euros en el primer trimestre del año, un 62,9 % menos que en 2023. Por su parte, la negociación en los 3 SOC autorizados por la CNMV se cifró en 292.847 millones de euros en el primer trimestre, lo que implica un 14 % más que en el mismo periodo de 2023. De este importe, 97.600 millones de euros correspondieron a deuda pública española. Asimismo, volvió a destacar el volumen negociado por el SOC Tradition Financial Services España, que concentró el 63,6 % de la negociación total.

17 Se trata de tres emisiones de diferentes comunidades autónomas.

Evolución de las calificaciones crediticias de los activos de renta fija de los emisores españoles desde la pandemia

RECUADRO 2

El escenario económico y financiero que han afrontado las compañías desde 2020 ha sido complejo debido a la sucesión de varios *shocks*, entre los que destacan, sobre todo, la pandemia, pero también el fuerte encarecimiento de las materias primas o el pronunciado aumento de los tipos de interés. Estos elementos han repercutido negativamente en la actividad de numerosas compañías y sectores y han endurecido de forma notable sus condiciones de financiación. Este recuadro presenta la evolución de las calificaciones crediticias de los activos de deuda de los emisores españoles desde 2020, con el fin de determinar si este escenario se ha traducido en un deterioro significativo del riesgo de crédito de dichos emisores.

Como se observa en el cuadro R2.1, el saldo vivo de la deuda con calificación emitida por el sector privado ascendía a finales de 2023 a 657.793 millones de euros (el 95 % del total con ISIN), una cifra que resulta un 7,3 % superior a la de marzo de 2020. Del total de esta deuda, 551.419 millones de euros correspondía a instituciones financieras (421.469 millones a instituciones monetarias y 129.949 millones a no monetarias) y 106.409 millones de euros al sector no financiero. En ambos sectores el saldo vivo de deuda aumentó en el periodo considerado (6,2 % para las entidades financieras y 13,4 % para las no financieras), si bien cabe destacar que, en el caso del sector financiero, el aumento se explica exclusivamente por las instituciones de carácter monetario y que, en el caso del no financiero, se han observado descensos en 2022 y 2023 en línea con el proceso de desapalancamiento registrado en dicho sector.

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

CUADRO R2.1

	mar.-20	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-23
Sector privado	613.146	651.999	674.027	650.491	657.828
Sociedades financieras	519.319	548.982	558.801	541.715	551.419
Instituciones monetarias ¹	354.437	367.283	397.811	396.232	421.469
Instituciones no monetarias ²	164.882	181.699	160.990	145.483	129.950
Sociedades no financieras	93.827	103.017	115.226	108.776	106.409
Pro memoria					
Sin dato de <i>rating</i>	92.994	92.238	99.530	87.689	106.297

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

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

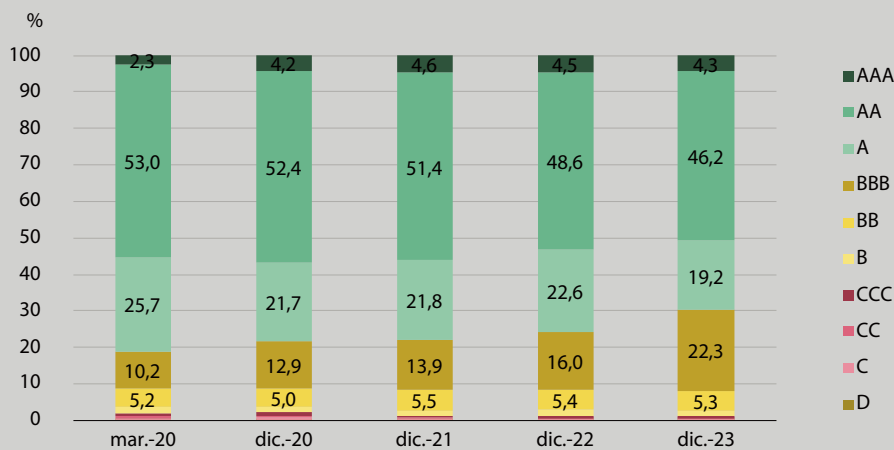
2 Las instituciones financieras no monetarias engloban, fundamentalmente, a las empresas de servicios de inversión, los fondos de titulización, las empresas de seguros y los fondos de pensiones.

El análisis agregado de las calificaciones crediticias de estos activos desde marzo de 2020 revela que la proporción de deuda de alta calidad (*investment grade*) se ha mantenido en un valor muy alto y bastante estable, en torno al 90 %, durante

todo el periodo de referencia (90,8 % a finales de 2023) y que, por tanto, la proporción de deuda de peor calidad (*high yield*) se ha situado algo por debajo del 10 %. Aunque esta evolución es, sin duda, positiva, es preciso resaltar (como se observa en el gráfico R2.1) que la composición de la deuda española *investment grade* muestra un deterioro de su calidad, puesto que la mayor parte de los activos de este grupo de mayor calidad como los AA y A han rebajado su importancia (del 44,9 % al 38,8 % en los AA y del 24,0 % al 18,2 % en el caso de los A), mientras que ha aumentado de forma notable el porcentaje de deuda con calificación BBB (del 20,3 % al 30,2 %), que es la peor dentro de este grupo.

**Rating de valores de renta fija española del sector privado
(% sobre el saldo vivo)**

GRÁFICO R2.1



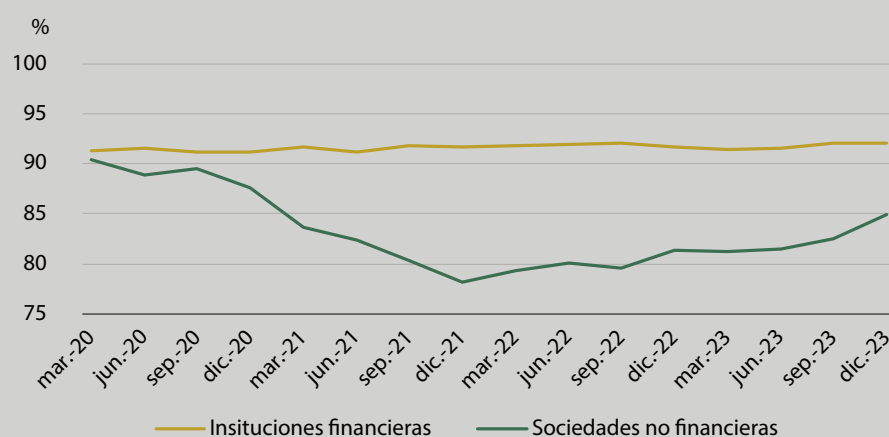
Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

Por otra parte, se han observado diferencias sectoriales en lo que a calidad crediticia se refiere. En este sentido, las instituciones financieras han mantenido una mayor calidad crediticia frente a las sociedades no financieras durante todo el periodo de análisis. Como se observa en el gráfico R2.2, la diferencia de calidad entre sectores no ha sido constante en el tiempo: así, durante 2020 y 2021 (los años de la pandemia) se observó un descenso importante de la proporción de deuda de alta calidad de las sociedades no financieras, que posteriormente tendió a recuperarse, aunque no se han alcanzado aún los niveles prepandemia. En cambio, las instituciones financieras han mantenido una proporción de deuda de alta calidad muy estable, siempre alrededor del 92 %. Además, conviene señalar que, en el caso de las sociedades no financieras, la composición de los activos *investment grade* está más sesgada hacia los de inferior calidad. Así, en diciembre de 2023, un 22,3 % de los activos pertenecientes al sector financiero tenía una calificación BBB, mientras que este porcentaje ascendía hasta el 71,1 % en el caso de las sociedades no financieras.

El análisis realizado dentro del grupo de sociedades no financieras revela una cierta heterogeneidad entre sectores, de modo que la tendencia descrita en el párrafo anterior se explica, en gran medida, por las compañías industriales y tecnológicas, que mostraron un descenso notable de la proporción de deuda de alta calidad en 2020 y 2021. El caso del sector industrial es particularmente importante¹ (al igual que el de algunas compañías del sector tecnológico), pues fue identificado como uno de los sectores más afectados por la pandemia², sobre todo, en los subsectores de transporte y almacenaje, industria textil y fabricación de elementos de transporte.

Proporción de deuda de alta calidad del sector privado (% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO R2.2



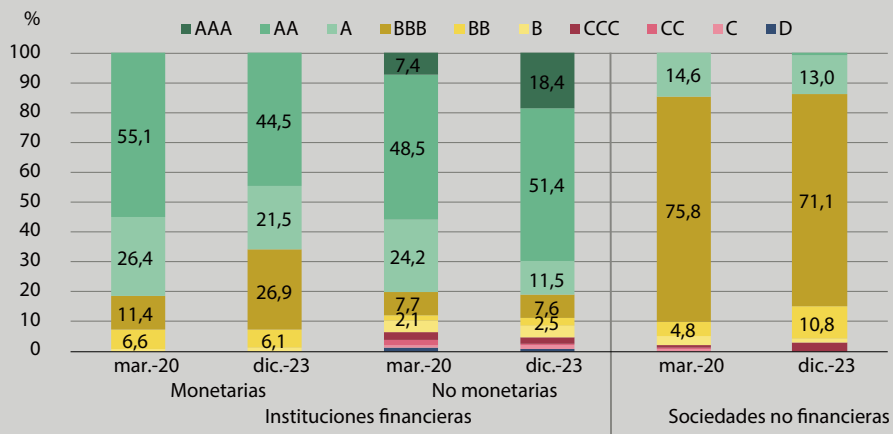
Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

También es interesante resaltar algunas diferencias dentro del grupo de instituciones financieras, entre las monetarias (que fundamentalmente son las entidades de depósito) y las no monetarias (entre las que se encuentran, por ejemplo, los fondos de titulización). Dentro de estas últimas, se ha observado una mejora notable de la calidad crediticia de su deuda (véase gráfico R2.3), con aumentos porcentuales de los saldos de deuda calificada como AAA y AA (desde el 7,4 % y el 48,5 % del saldo total hasta el 18,4 % y el 51,4 %, respectivamente). En cambio, en las entidades monetarias se ha producido la evolución inversa, ya que aumentó porcentualmente el saldo de la deuda BBB (del 11,4 % al 26,9 %) en contraposición a la calificada con AA y A.

En conclusión, el análisis de la evolución del riesgo de crédito de los emisores españoles desde 2020 muestra que, a pesar de que la proporción de activos de alta calidad ha seguido siendo mayoritaria y relativamente estable en el tiempo, se ha producido un cierto deterioro de la calidad crediticia de las compañías como consecuencia de la recomposición de los *ratings* dentro de este grupo, en el que la proporción de deuda de peor calidad (BBB) ha aumentado de forma considerable.

Rating por sector emisor (% sobre el saldo vivo)

GRÁFICO R2.3



Fuente: Banco de España, Bloomberg y CNMV.

En el caso de las sociedades no financieras, el aumento de los activos de peor calidad (*high yield*) se observó principalmente en la primera parte del periodo analizado (2020-2021), cuando, en el contexto de la pandemia, numerosos sectores sufrieron caídas de actividad muy relevantes. Sin embargo, con posterioridad se produjo un descenso relativo de los activos *high yield*, un hecho que apuntaría a la posibilidad de que el aumento de los tipos de interés no ha tenido una repercusión negativa muy significativa en estas entidades. En el caso de las instituciones financieras, el deterioro de la calidad crediticia dentro del grupo *investment grade* se explica únicamente por la evolución de la deuda de las instituciones monetarias.

1 En marzo de 2020, el saldo vivo de deuda de este sector suponía el 25,3 % del total de las sociedades no financieras.

2 Véase, por ejemplo, Banco de España (2020). *Informe Anual*. Disponible en: <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/informes-memorias-anuales/informe-anual/informe-anual-2020.html>

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 registrados en España, que experimentó un retroceso importante en 2022¹⁸, volvió a crecer con fuerza en 2023, con un avance del 13,4 %, situándose en 353.260 millones de euros a finales de año. Este aumento patrimonial se explica tanto por la revalorización de la cartera de inversiones, que tuvo una rentabilidad media ponderada del 7,6 % en el conjunto del ejercicio, como por las nuevas entradas de recursos, que ascendieron a 18.000 millones de euros. Cabe mencionar que, aunque las suscripciones netas fueron positivas en todos los trimestres de 2023, su importe fue siendo menor a medida que avanzaba el año, situándose en 1.254 millones de euros en el último trimestre.

Por segundo año consecutivo, la mayor parte de los flujos inversores fueron destinados a los fondos de renta fija, que experimentaron unas entradas netas de recursos de más de 28.500 millones de euros. También recibieron entradas netas de recursos, aunque mucho menores, los fondos de gestión pasiva, con un total de 8.900 millones de euros, y los garantizados de renta fija, con una cifra de 1.900 millones de euros. En el resto de las categorías se produjeron salidas netas de recursos en el conjunto del año, entre las que destacan los reembolsos netos de los fondos globales y de los fondos de renta fija mixta, que ascendieron a 8.400 y 5.500 millones de euros, respectivamente (véase cuadro 10). Estos movimientos reflejan la preferencia de los inversores por los fondos más conservadores en un contexto de aumento de los tipos de interés.

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2023 fue del 7,6 %, con una rentabilidad especialmente elevada en el cuarto trimestre del año (3,8 %). Como se puede observar en el cuadro 11, todas las categorías registraron un rendimiento positivo en el conjunto del ejercicio, con valores que oscilaron entre el 3 % de los fondos garantizados de renta fija y el 18,6 % de los fondos de renta variable internacional (para un mayor detalle, véase cuadro 11), en consonancia con la revalorización observada en las bolsas.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras aumentó en 2023 por segundo año consecutivo hasta 1.496¹⁹, después de varios ejercicios de reducción progresiva. Así, a lo largo del año el número de vehículos se incrementó en 12, después de producirse 108 altas y 96 bajas. La mayor parte de las bajas, concretamente 87, fueron consecuencia de absorciones por parte de otras IIC. Al igual que sucedía con las entradas de recursos, la mayor subida tuvo lugar en los fondos de renta fija, con 32 fondos más, seguida por los fondos de gestión pasiva, con 14 más. Por el contrario, el mayor descenso se produjo en los fondos de renta variable mixta, con

18 Este descenso fue del 4,1 % y estuvo causado únicamente por la caída del valor de la cartera de inversiones.

19 Estos fondos se repartían en 1.715 compartimentos.

9 entidades menos que en 2022. Asimismo, cabe mencionar una cierta reactivación de los fondos monetarios, ya que después de varios ejercicios con únicamente dos vehículos, al cierre de este informe se habían dado de alta dos más (uno en 2023 y otro a principios de este año).

Suscripciones netas de los fondos de inversión

CUADRO 10

Millones de euros

				2023			
	2021	2022	2023	I	II	III	IV
Total fondos de inversión	27.583,3	16.977,9	18.050,8	9.519,2	4.609,5	2.668,1	1.254,0
Rta. fija ¹	7.674,2	15.171,0	28.528,7	9.034,4	5.269,7	5.247,2	8.977,5
Rta. fija mixta ²	6.537,6	-8.999,8	-5.545,0	-1.023,5	-1.449,5	-974,5	-2.097,5
Rta. vble. mixta ³	-4.179,3	-686,9	-2.287,9	-281,7	-535,0	-410,2	-1.061,1
Rta. vble. euro ⁴	13,8	-335,9	-1.753,1	-248,9	-696,2	-454,6	-353,4
Rta. vble. internacional ⁵	5.260,9	1.782,7	-1.766,8	-616,5	429,7	91,0	-1.671,0
Gar. rta. fija	-1.787,1	3.355,8	1.905,1	1.098,5	728,8	117,8	-40,0
Gar. rta. vble. ⁶	-2.949,3	-1.409,6	-938,7	-237,9	-134,9	-41,6	-524,4
Fondos globales	22.755,0	3.824,2	-8.376,0	-1.171,0	-1.279,2	-2.281,7	-3.644,2
De gestión pasiva ⁷	-2.700,6	4.551,5	8.897,7	3.547,1	2.238,9	1.253,5	1.858,3
Retorno absoluto	-3.041,9	-274,9	-613,1	-581,4	37,2	121,3	-190,2

Fuente: CNMV.

- 1 Incluye: fondos del mercado monetario (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.
- 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 Incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

El total de IIC que a finales de año se habían acogido a los artículos 8 y 9 del Reglamento europeo sobre divulgación²⁰ era de 338²¹ (43 más que en 2022), un avance menos pronunciado que en años precedentes. De ellas, la gran mayoría, en concreto 320 (315 fondos de inversión y 5 SICAV) se habían acogido al artículo 8, mientras que 18 (16 fondos de inversión y 2 fondos de inversión libre) lo habían hecho al artículo 9. Los partícipes de estas instituciones se situaron en 7,6 millones y su patrimonio fue de casi 125.000 millones de euros, lo que representa un 33,5 %

20 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 (en adelante Reglamento SFDR, por sus siglas en inglés). Los artículos mencionados señalan los requisitos en materia de información precontractual que deben satisfacer los productos financieros que promuevan características medioambientales o sociales (artículo 8) y los productos financieros que tengan como objeto inversiones sostenibles (artículo 9).

21 Correspondientes a un total de 354 compartimentos.

de la inversión total en IIC. Esta proporción se mantiene bastante estable desde finales de 2022.

Al contrario que con el resto de las magnitudes, el número de partícipes del sector experimentó un descenso de casi 100.000 a lo largo de 2023 y cerró el año con un total de 16,02 millones²². Esta contracción fue especialmente elevada en el último trimestre, en el que el número de partícipes se redujo en más de 206.000. En los fondos de renta fija mixta y renta variable euro se produjeron los mayores retrocesos, con alrededor de 168.000 y 130.000 partícipes menos, respectivamente. Por el contrario, en los fondos de renta fija se produjo un aumento notable de partícipes, con 294.000 más, por lo que continuaron siendo, todavía con más diferencia, los fondos con el mayor número de inversores (5,8 millones).

Principales magnitudes de los fondos de inversión*

CUADRO 11

Número	2021	2022	2023	2023			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.611	1.684	1.715	1.711	1.712	1.717	1.715
Rta. fija ¹	266	293	321	305	318	318	321
Rta. fija mixta ²	181	171	167	172	169	170	167
Rta. vble. mixta ³	192	206	197	205	201	198	197
Rta. vble. euro ⁴	94	86	82	86	84	83	82
Rta. vble. internacional ⁵	307	339	346	346	344	347	346
Gar. rta. fija	43	49	58	54	55	57	58
Gar. rta. vble. ⁶	114	102	98	102	100	100	98
Fondos globales	263	291	291	292	292	292	291
De gestión pasiva ⁷	88	93	107	99	100	103	107
Retorno absoluto	61	54	48	50	49	49	48
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	328.868,5	337.642,3	339.378,4	353.259,8
Rta. fija ¹	88.422,8	98.561,1	131.868,4	108.580,5	114.003,1	119.786,3	131.868,4
Rta. fija mixta ²	50.869,7	37.846,0	34.252,8	37.402,7	36.139,8	35.081,6	34.252,8
Rta. vble. mixta ³	28.141,1	24.247,9	23.914,2	24.675,4	24.543,9	23.882,3	23.914,2
Rta. vble. euro ⁴	8.279,6	7.226,3	6.704,0	7.644,0	7.198,3	6.618,4	6.704,0
Rta. vble. internacional ⁵	51.222,2	45.588,9	51.099,7	47.883,6	50.285,8	49.796,5	51.099,7
Gar. rta. fija	2.346,7	5.454,9	7.564,6	6.596,7	7.309,3	7.459,3	7.564,6
Gar. rta. vble. ⁶	8.094,9	6.306,7	5.602,1	6.164,9	6.035,4	6.001,7	5.602,1
Fondos globales	67.591,0	63.717,0	59.479,4	63.777,2	63.319,0	60.568,2	59.479,4
De gestión pasiva ⁷	12.500,4	15.935,0	26.518,6	20.064,8	22.661,8	23.910,5	26.518,6
Retorno absoluto	7.231,2	6.582,5	6.255,9	6.078,5	6.145,9	6.273,7	6.255,9

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

Principales magnitudes de los fondos de inversión* (continuación)

CUADRO 11

Partícipes	2021	2022	2023	2023			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	15.816.557	16.119.440	16.020.641	16.324.195	16.291.184	16.227.125	16.020.641
Rta. fija ¹	5.476.096	5.539.272	5.833.434	5.765.890	5.758.338	5.782.108	5.833.434
Rta. fija mixta ²	1.459.004	1.216.179	1.048.597	1.189.189	1.134.835	1.110.288	1.048.597
Rta. vble. mixta ³	721.346	696.718	634.547	687.885	677.824	666.116	634.547
Rta. vble. euro ⁴	778.138	836.711	706.942	831.302	731.138	723.767	706.942
Rta. vble. internacional ⁵	3.882.184	4.156.864	4.082.653	4.120.024	4.192.805	4.165.723	4.082.653
Gar. rta. fija	77.430	141.717	178.170	163.890	174.478	179.372	178.170
Gar. rta. vble. ⁶	265.043	209.188	180.665	201.886	196.580	195.378	180.665
Fondos globales	1.989.428	2.067.594	2.002.961	2.032.052	2.125.591	2.080.450	2.002.961
De gestión pasiva ⁷	505.514	596.475	720.965	682.907	644.831	669.633	720.965
Retorno absoluto	659.411	658.722	631.707	649.170	654.764	654.290	631.707
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	6,31	-8,95	7,55	2,60	1,28	-0,26	3,77
Rta. fija ¹	-0,31	-5,38	4,16	0,99	0,15	0,47	2,50
Rta. fija mixta ²	2,49	-8,83	5,75	1,56	0,51	-0,24	3,85
Rta. vble. mixta ³	7,18	-11,37	8,51	2,96	1,66	-1,04	4,76
Rta. vble. euro ⁴	16,72	-8,39	18,57	9,22	3,44	-1,72	6,79
Rta. vble. internacional ⁵	21,14	-13,14	16,56	6,55	4,14	-1,10	6,21
Gar. rta. fija	-1,29	-8,43	3,02	0,85	-0,24	0,45	1,94
Gar. rta. vble. ⁶	0,06	-5,44	4,03	1,58	0,09	0,14	2,18
Fondos globales	7,9	-10,53	7,05	1,97	1,31	-0,77	4,43
De gestión pasiva ⁷	9,82	-9,31	8,98	3,90	1,76	0,00	3,07
Retorno absoluto	3,02	-4,95	4,77	1,24	0,51	0,12	2,83

Fuente: CNMV.

* Información de fondos que han remitido estados reservados (no incluye, por tanto, fondos en proceso de disolución o liquidación). La información proporcionada se corresponde con los datos obtenidos de los compartimentos de los fondos de inversión.

1 Incluye: 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.

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.

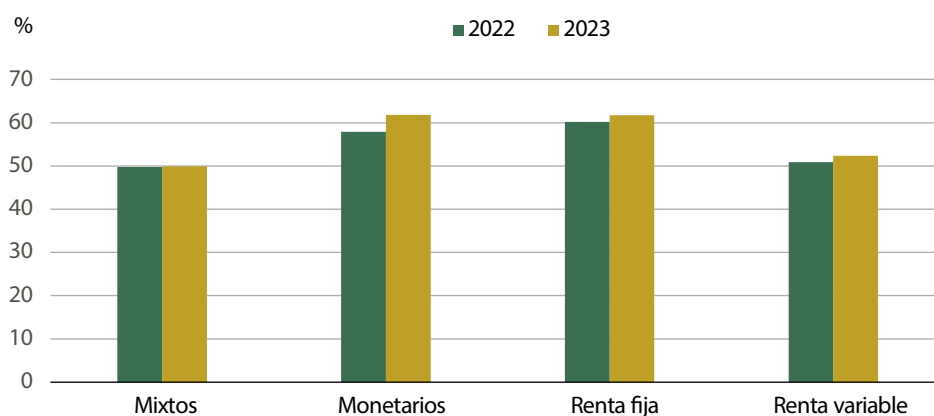
7 Incluye: IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

8 Rentabilidad anual para 2020, 2021 y 2022. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Las condiciones de liquidez de la cartera de inversiones de los FI continuaron siendo satisfactorias en 2023, con un ligero aumento de los activos considerados de mayor liquidez, ya que la ratio de activos líquidos de alta calidad (HQLA²³) pasó del 53 % al 55 %. Así, esta ratio —que tiene en cuenta, a la hora de determinar los activos líquidos de la cartera, tanto el tipo de activo como sus calificaciones crediticias²⁴— se situó en el 49,9 % para los fondos mixtos²⁵, en el 52,1 % para los de renta variable²⁶, en el 61,7 % para los de renta fija²⁷ y en el 61,8 % en el caso de los fondos monetarios (véase gráfico 18). El análisis de liquidez individual de los fondos revela que la mayor parte de los fondos de inversión tenía un nivel de activos líquidos que superaba el 40 %, con tan solo un 9,6 % del total (en términos patrimoniales) cuya ratio era inferior a este umbral. En los fondos mixtos se encuentra la mayor proporción de fondos con una ratio HQLA más baja: un 15,9 % de los fondos (en términos patrimoniales) tenía una proporción de activos líquidos inferior al 40 %, aunque tan solo un 0,9 % mostraba una proporción inferior al 20 %.

HQLA de las distintas tipologías de fondos de inversión

GRÁFICO 18



Fuente: CNMV.

En un análisis más detallado de los activos pertenecientes a la cartera de renta fija de los fondos de inversión²⁸ se puede observar que la calidad crediticia es

23 *High Quality Liquid Assets*.

24 Se consideran activos líquidos de alta calidad o HQLA el efectivo y los depósitos en su totalidad, el 50 % del valor de la renta variable y porcentajes variables de la deuda pública, la renta fija privada y las titulizaciones, dependiendo de su calificación crediticia. Así, el porcentaje de la deuda pública que se consideraría líquido oscila entre el 0 y el 100 %; el de la renta fija privada, entre el 0 y el 85 %, y el de las titulizaciones, entre el 0 y el 65 %. Para un mayor detalle, véase el artículo Ojea, J (2020). «Cuantificación de la incertidumbre sobre los escenarios adversos de liquidez para los fondos de inversión» *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, pp. 25-47. Disponible en: https://www.cnmv.es/docportal/publicaciones/boletin/boletin_ii_2020_es.pdf. Además, para obtener una métrica lo más precisa posible se ha cuantificado también el HQLA de las IIC en las que invierten los fondos españoles, en lugar de considerar esta inversión como de liquidez nula.

25 Incluye las siguientes vocaciones: fondos de retorno absoluto, de gestión pasiva, globales, renta fija mixta, renta variable mixta y garantizados de renta variable.

26 Incluye los fondos de renta variable euro e internacional.

27 Incluye los fondos de renta fija y garantizados de renta fija.

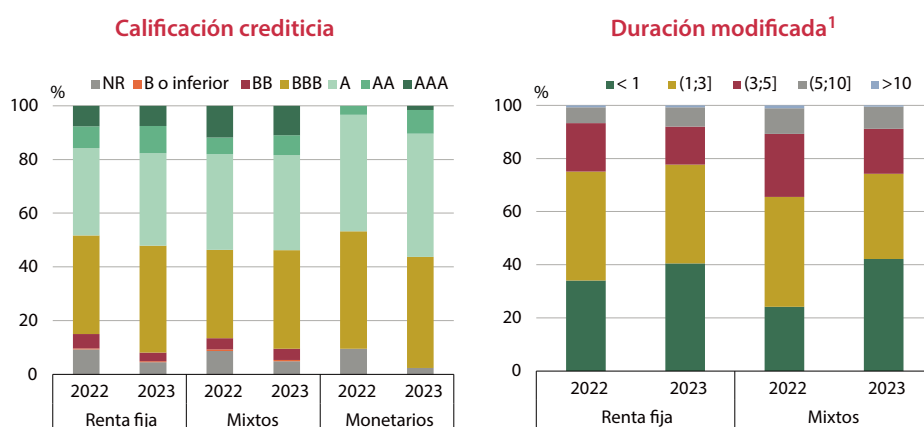
28 Se excluye del análisis la cartera de renta fija de los fondos de renta variable, ya que dicha cartera supone únicamente un 0,4 % de la cartera de inversiones.

relativamente elevada y la duración modificada²⁹ es moderada. Así, el 91,7 % del valor de la cartera de renta fija tenía a finales de 2023 una calificación crediticia de BBB o superior (*investment grade*), de la que alrededor de un 20 % se correspondía con calificaciones AA o AAA. Como se puede observar en el panel izquierdo del gráfico 19, el valor de los activos con una calificación *investment grade* oscilaba entre el 90,5 % de los fondos mixtos y el 97,7 % de los fondos monetarios. Un año antes estos porcentajes oscilaban entre el 85 % y el 90 % aproximadamente.

Por otra parte, la duración modificada para el conjunto de fondos de inversión al cierre del año era de 1,9, una cifra que ha experimentado un notable descenso los dos últimos ejercicios como consecuencia del aumento generalizado de los tipos de interés y, especialmente, de los plazos más cortos³⁰. En el caso de los fondos mixtos y de renta fija se observa que alrededor del 75 % de los fondos (en términos patrimoniales) tenía una duración modificada inferior a los 3 años (véase panel derecho del gráfico 19).

Características de la cartera de renta fija de los fondos de inversión

GRÁFICO 19



Fuente: CNMV.

1 No se incluyen los fondos monetarios, ya que la totalidad de su cartera de renta fija tiene una duración inferior a 1 año.

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

En 2023 continuó produciéndose un elevado número de bajas de SICAV en el registro de la CNMV como consecuencia del cambio legislativo producido en 2021³¹. Así, desde la entrada en vigor de la mencionada ley a principios de 2022, se han

29 La duración modificada mide la variación porcentual en el precio de un activo ante un aumento de 100 p.b. de los tipos de interés.

30 En 2021 la duración modificada fue de 2,7, mientras que en 2022 fue de 2,3.

31 Este cambio normativo, articulado mediante la Ley 11/2021, de 9 de julio, de medidas de prevención y lucha contra el fraude fiscal, establece una participación mínima de 2.500 euros —además del requisito ya existente de un mínimo de 100 partícipes— para que los accionistas puedan continuar acogidos al régimen impositivo existente previamente, en el que tributaban un 1 % en el Impuesto de Sociedades, de la misma forma que los fondos de inversión.

dado de baja 1.831 entidades (641 de ellas en 2023³²), hasta las 450 registradas a finales de diciembre. Esta contracción originó un descenso relativamente moderado del patrimonio de estos vehículos: del 9,8 %, hasta 14.311 millones de euros. El número de accionistas, por su parte, se redujo un 25,4 %, hasta un total de 99.624. Con estos movimientos, el patrimonio medio por SICAV se situó en 31,8 millones de euros, más del doble que en 2022. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en BME SMN MTF Equity.

En los dos primeros meses de este año, con el plazo de adaptación a la Ley 11/2021 finalizado desde junio de 2023, el número de SICAV registradas se redujo de forma muy ligera. Concretamente, se produjeron 4 bajas, por lo que a finales de febrero había un total de 446 vehículos de esta tipología.

IIC de inversión libre

El patrimonio total de las IIC de inversión libre³³ mantuvo la senda de expansión que se observa desde hace varios años y creció un 25,5 % en 2023, hasta alcanzar 5.817 millones de euros al cierre del ejercicio. Aun así, este segmento continúa teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, con un 1,5 % del patrimonio total, del que un 86 % correspondía a IIC de inversión libre (84 % en 2022) y el 14 % restante a IIC de IIC de inversión libre. Por su parte, el número total de vehículos registrados en la CNMV se incrementó de forma notable a lo largo de 2023 y cerró el año con un total de 131 frente a los 100 de finales de 2022 (véase anexo 3.1 para un mayor detalle). En los 2 primeros meses de este año se han producido 2 altas más, por lo que a finales de febrero había 133 vehículos registrados en la CNMV.

La rentabilidad de estos vehículos fue positiva en el global del año, aunque mucho mayor en el caso de las IIC de inversión libre. Así, mientras que en estos vehículos la cartera de inversiones se revalorizó un 8,0 %, para las IIC de IIC de inversión libre el rendimiento fue de tan solo el 0,4 %. Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones se incrementó un 10,3 %, hasta un total de 15.624. Este aumento, consecuencia del mayor número de vehículos registrados, se produjo únicamente en las IIC de inversión libre, con un crecimiento del 17,3 %, hasta cerrar el ejercicio con 10.341 partícipes. En las IIC de IIC de inversión libre el número de partícipes se redujo de 5.347 a 5.283.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España se incrementó un 25 % en 2023, después de haberse contraído de forma notable en 2022. Así, el patrimonio de estas entidades se situó en 251.305 millones de euros a final de año. Como se puede observar en el gráfico 20, este aumento, mayor que el de las IIC nacionales, hizo que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas

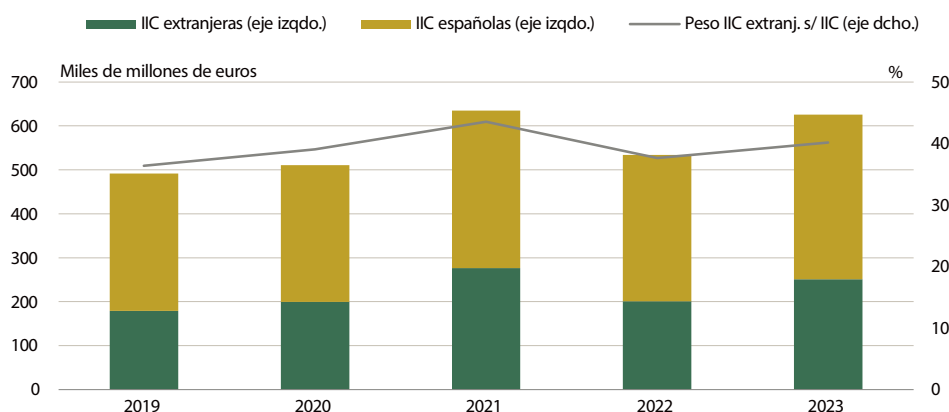
32 La mayor parte de las bajas se produjeron en el primer semestre del año, ya que el plazo establecido para proceder a la cancelación registral finalizó el 30 de junio.

33 Las IIC de inversión libre están formadas por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). Ambas figuras pueden constituirse en forma de fondos o sociedades.

en España se incrementara hasta el 40,2 % del total, un porcentaje ligeramente inferior al de 2021, cuando se alcanzó su máximo histórico. El número de vehículos registrados en la CNMV también se incrementó en 2023, con 20 entidades más, por lo que a finales de año había un total de 1.115 (442 fondos y 673 sociedades). La mayoría de las altas correspondieron a vehículos procedentes de Francia, Alemania y Luxemburgo. Este último continuaba siendo el que contaba con un mayor número de vehículos registrados, con 504 (498 en 2022).

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

Perspectivas

El mantenimiento de los tipos de interés en niveles relativamente altos comparado con los últimos años y el aumento paulatino de la tasa de ahorro de los hogares son elementos que pueden seguir favoreciendo la inversión en participaciones de IIC. En 2023, como se ha mencionado en epígrafes anteriores, los fondos de renta fija recibieron la mayor parte de los flujos inversores de la industria como consecuencia del aumento del rendimiento de los productos de deuda. Esta tendencia podría prolongarse este año, ya que las previsiones indican un mantenimiento de los tipos de interés al menos hasta verano. Sin embargo, cabe tener en cuenta que, con los tipos de interés actuales, también tienen el potencial de ser igualmente atractivos otros productos financieros como los depósitos bancarios a plazo y los activos de deuda —especialmente deuda pública—, que son competidores naturales de algunas modalidades de fondos de inversión³⁴. Finalmente, cabe recordar la presencia de varios riesgos importantes a nivel mundial (sobre todo, geopolíticos, de corrección en las valoraciones de los activos o de repercusión de los tipos de interés elevados³⁵) y su posible impacto en este segmento, no solo porque pueden dar lugar a descensos en los precios de los activos, sino también aumentar la aversión al riesgo de los agentes y detraer los volúmenes de inversión.

34 De hecho, la información más reciente de las Cuentas Financieras muestra un aumento de la inversión de los hogares en estos activos financieros: la inversión neta en depósitos a plazo y valores de renta fija fue de un 4,4 % del PIB.

35 Para un mayor detalle véase el epígrafe 2.2 del presente informe.

4.2 Prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito son, con una diferencia notable, las principales proveedoras de servicios de inversión en España y concentran la mayor parte de los ingresos por comisiones en los distintos tipos de servicios. En 2023 las entidades de crédito recibieron el 87,1 % de estos ingresos, más de 1 p.p. menos que en 2022 (véase cuadro 12). Por otra parte, las sociedades y agencias de valores siguen aún conservando un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, cuya cuota aumentó en 2023 (hasta el 17,3 %), tras aproximadamente diez años de descensos. Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC³⁶).

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2023

CUADRO 12

Importes en millones de euros

	Empresas de servicios de inversión ¹	Entidades de crédito ² (EE. CC.)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	706	4.752	5.458	87,1
Colocación y aseguramiento de valores	8	398	407	98,0
Tramitación y ejecución de órdenes	309	826	1.136	72,7
Gestión de carteras	51	827	877	94,2
Asesoramiento en materia de inversión	119	922	1.040	88,6
Comercialización de IIC	219	1.779	1.998	89,0
Total servicios auxiliares	314	1.242	1.556	79,8
Administración y custodia	33	726	760	95,6
Otros servicios auxiliares	281	516	796	64,8

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye: sociedades y agencias de valores, EAF y sucursales de ESI extranjeras.

2 Incluye bancos, cajas de ahorro, cooperativas de crédito y sucursales de entidades de crédito extranjeras.

Entidades de crédito

El número de entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) registradas en la CNMV para la prestación de servicios de inversión se situó en 108 al cierre de 2023, la misma cifra que un año antes³⁷. En cambio, el número de entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España aumentó de forma considerable durante el ejercicio, con 108 más, hasta contabilizar 566. La mayor parte de las altas correspondió a entidades procedentes de Finlandia que actúan bajo la modalidad de libre prestación de servicios. Del total de entidades extranjeras, 514 operaban en régimen de

36 Desde diciembre de 2021 no existe ninguna SGC dada de alta en España.

37 De las 108, se puede considerar que 98 estaban activas en la prestación de servicios de inversión.

libre prestación de servicios y 52 a través de sucursales, procediendo casi la totalidad de otros Estados miembros de la Unión Europea (560 entidades).

El importe agregado de las comisiones percibidas por las entidades de crédito por la prestación de servicios de inversión y la comercialización de IIC se contrajo un 6,1 % en 2023, hasta situarse en 5.993 millones de euros (véase cuadro 13). La prestación de servicios de inversión no auxiliares supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 2.979 millones de euros, una cifra muy similar a la de 2022, aunque con un comportamiento dispar de las distintas partidas: mientras que se incrementaron casi un 15 % las correspondientes a la gestión discrecional de carteras, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes disminuyeron en un porcentaje muy similar. En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares de inversión, estas entidades percibieron 1.242 millones de euros, un 15,5 % menos que en 2022, con un descenso especialmente significativo en los ingresos derivados de la elaboración de informes y análisis financieros, que se situaron en 334 millones³⁸.

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

CUADRO 13

Importes en millones de euros

	2020	2021	2022	2023	% s/total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	2.167	2.888	2.992	2.972	17,4
Colocación y aseguramiento de valores	354	531	401	398	2,3
Tramitación y ejecución de órdenes	642	786	969	826	4,8
Gestión discrecional de carteras	527	725	720	827	4,9
Asesoramiento en materia de inversión	644	846	902	922	5,4
Por servicios auxiliares	1.055	1.240	1.469	1.242	7,3
Administración y custodia	651	744	750	726	4,3
Elaboración de informes y análisis financieros	234	280	535	334	2,0
Otros servicios auxiliares	169	216	184	182	1,1
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.009	4.778	4.936	4.843	28,4
Instituciones de inversión colectiva	1.581	2.018	1.924	1.779	10,4
Fondos de pensiones	972	1.134	1.213	1.233	7,2
Seguros	1.377	1.604	1.793	1.823	10,7
Otros	80	23	7	7	0,0
Total	7.231	8.906	9.398	9.058	53,2
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	4.802	6.146	6.385	5.994	35,2
Ingresos totales por comisiones	14.595	16.261	17.039	16.355	100,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Incluye bancos, cajas de ahorros, cooperativas de crédito y sucursales de entidades de crédito extranjeras.

38 Estas comisiones crecieron de forma notable los años anteriores: entre 2019 y 2022 prácticamente se triplicaron.

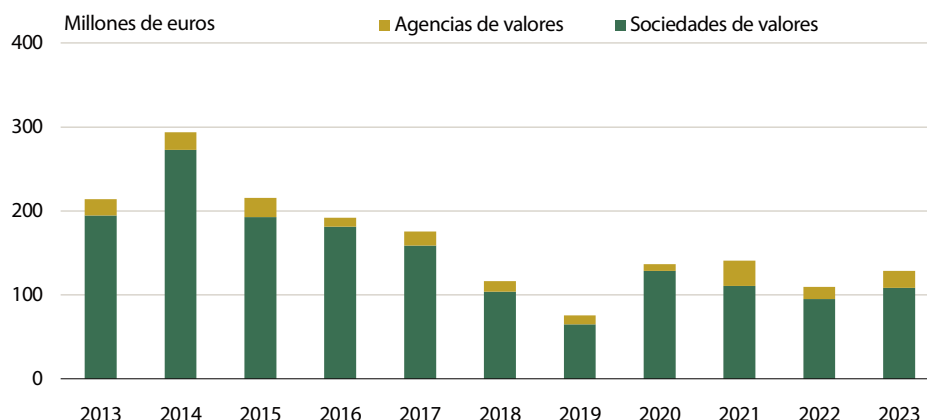
Sociedades y agencias de valores

En 2023 la actividad de prestación de servicios de inversión de las sociedades y agencias de valores experimentó un notable avance en relación con las cifras del año anterior. Así, se produjo un aumento de los ingresos en casi todas las actividades que realizan estas entidades, siendo especialmente elevados (en términos relativos) en aquellas relacionadas con la gestión de carteras y el asesoramiento en materia de inversión. Los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes, que continuaron siendo los más importantes para estas entidades, también crecieron, aunque se confirma la pérdida de relevancia de la intermediación en los mercados nacionales de renta variable en los últimos años, hasta convertirse en una actividad marginal, en favor de otros mercados como los internacionales de renta variable o los de derivados³⁹.

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2023 un beneficio conjunto antes de impuestos de 128,4 millones de euros, un 17,5 % más que en 2022. Este aumento fue consecuencia del buen comportamiento de los beneficios tanto de las sociedades de valores (SV), con un repunte del 14,0 %, como de las agencias de valores, en las que el crecimiento fue en términos relativos mucho mayor, concretamente del 40,3 % (véase gráfico 21).

Resultados agregados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

En lo que se refiere a las entidades registradas en la CNMV, a finales de 2023 había un total de 99 sociedades y agencias de valores, 4 más que a finales de 2022, con lo que se mantiene la tendencia expansiva de los últimos años. Este aumento fue consecuencia, al menos en parte, de la creación de agencias de valores independientes relacionadas con entidades no bancarias de capital extranjero. Este hecho pone de manifiesto el cambio que está produciéndose en este sector, que

39 Las comisiones por la intermediación en los mercados nacionales de renta variable pasaron de suponer el 47,5 % de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las sociedades de valores en 2018 al 5,8 % en 2023.

estuvo muchos años dominado casi completamente por entidades pertenecientes a grupos bancarios. Por su parte, la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 59 (4 más que en 2022) y 5 entidades mantenían sucursales en otros países (la misma cifra que 1 año antes).

El número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España se redujo en 95 a lo largo de 2023, tras haberse producido 74 nuevas autorizaciones y 169 comunicaciones de baja. Con estos movimientos, a finales de diciembre había un total de 864 entidades de este tipo, la mayoría de las cuales procedía de Chipre, Holanda y Alemania. De todas las entidades extranjeras, alrededor del 95 % se acogía al régimen de libre prestación de servicios, porcentaje muy similar al de 2022, mientras que el 5 % restante operaba mediante sucursal.

Los ingresos de las sociedades de valores se incrementaron en 2023 con respecto al ejercicio anterior debido al aumento tanto de las comisiones percibidas como del margen de intereses. Dentro de los ingresos por prestación de servicios a terceros destaca, en términos absolutos, el avance de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, las más importantes para las SV, que fue del 11,3 %, hasta situarse en 117,8 millones de euros⁴⁰. En cuanto al resto de comisiones, resulta especialmente significativo el incremento de las procedentes de la gestión de carteras (+24,8 %) y del asesoramiento en materia de inversión (+46,5 %), aunque estos ingresos todavía suponen un porcentaje relativamente pequeño del total de comisiones percibidas⁴¹ (véase cuadro 14).

Por el contrario, los ingresos percibidos por resultados de inversiones financieras se redujeron un 28,7 %, hasta 41,0 millones de euros. A pesar de ello, y gracias al aumento de las comisiones netas (+11,2 %) y del margen de intereses (+21,0 %), el margen bruto se incrementó un 7,6 %. Finalmente, un aumento de los gastos de explotación (+7,2 %) inferior al del margen comentado provocó que el resultado antes de impuestos acabara creciendo un 14,0 %, hasta un importe de 108,4 millones de euros.

40 Este aumento estuvo originado casi en su totalidad por la actividad de una sociedad de valores (Tradition Financial Services España, SV) especializada en la intermediación de productos financieros e instrumentos sobre materias primas extrabursátiles, cuyos ingresos por tramitación y ejecución de órdenes representaron en 2023 el 42,8 % del total de ingresos por esta partida de las sociedades de valores.

41 Ambas comisiones suponían al cierre de 2023 un 9,2 % del total de las comisiones percibidas, proporción que no llegaba al 5 % tan solo 2 años antes.

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-22	dic.-23	% var.	dic.-22	dic.-23	% var.
1. Margen de intereses	66.519	80.476	21,0	960	2.086	117,3
2. Comisiones netas	191.789	213.216	11,2	170.724	176.882	3,6
2.1. Comisiones percibidas	293.594	315.902	7,6	198.293	216.159	9,0
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	105.849	117.833	11,3	18.030	16.754	-7,1
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	7.881	7.047	-10,6	1.187	829	-30,2
2.1.3. Depósito y anotación de valores	32.979	32.507	-1,4	286	281	-1,7
2.1.4. Gestión de carteras	14.096	17.588	24,8	23.388	26.700	14,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	7.937	11.624	46,5	37.547	37.940	1,0
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.010	921	-8,8	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	63.402	67.896	7,1	94.339	101.698	7,8
2.1.9. Otras	60.440	60.485	0,1	23.516	31.957	35,9
2.2. Comisiones satisfechas	101.805	102.686	0,9	27.569	39.277	42,5
3. Resultado de inversiones financieras	57.558	41.037	-28,7	-1.479	1.771	-
4. Diferencias de cambio netas	-273	-1.006	-268,5	527	-380	-
5. Otros productos y cargas de explotación	1.645	7.732	370,0	61	-479	-
Margen bruto	317.238	341.455	7,6	170.793	179.880	5,3
6. Gastos de explotación	218.470	234.099	7,2	156.604	157.978	0,9
7. Amortizaciones y otras dotaciones	7.893	4.474	-43,3	4.184	4.824	15,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	836	596	-28,7	-13	87	-
Resultado de explotación	90.039	102.285	13,6	10.018	16.991	69,6
9. Otras ganancias y pérdidas	5.057	6.136	21,3	4.244	3.015	-29,0
Resultado antes de impuestos	95.096	108.421	14,0	14.263	20.006	40,3
10. Impuesto sobre beneficios	12.940	13.368	3,3	3.899	3.633	-6,8
Resultado de actividades continuadas	82.156	95.053	15,7	10.364	16.373	58,0
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	0	-	0	0	-
Resultado neto del ejercicio	82.156	95.053	15,7	10.364	16.373	58,0

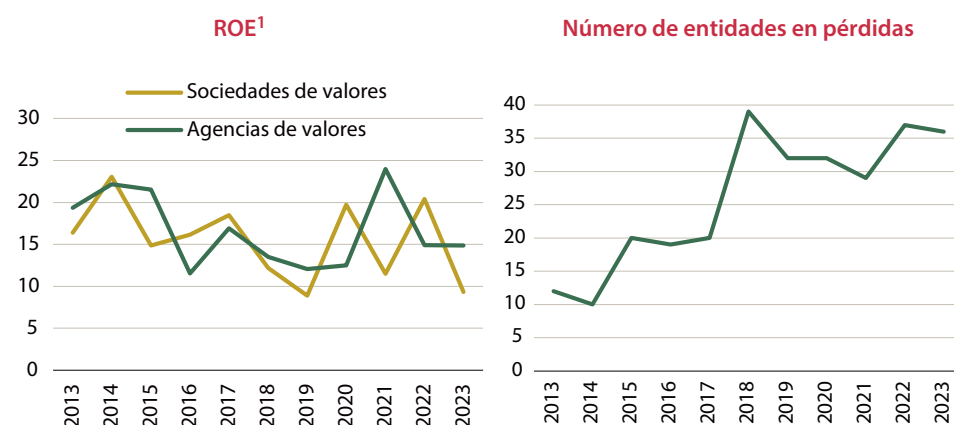
Fuente: CNMV.

En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos, como se ha mencionado, experimentó un avance importante en 2023, ya que aumentó un 40,3 %, hasta 20 millones de euros. La mejora de los resultados se debió tanto al incremento de los ingresos como a la contención de los gastos de explotación. De esta forma, los ingresos procedentes de las comisiones aumentaron un 9,0 %, situándose en 216,2 millones de euros. Entre todas las comisiones, destaca el crecimiento de las derivadas de la comercialización de IIC (+7,8 %, hasta 101,7 millones de euros), que son las más relevantes para las agencias de valores, y de las procedentes de la gestión de carteras (+14,2 %, hasta 26,7 millones). A diferencia de lo

que ocurrió en las SV, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las agencias experimentaron un retroceso del 7,1 % y se situaron en 16,8 millones de euros. Por su parte, los gastos de explotación se mantuvieron prácticamente constantes (+0,9 %), lo que, unido a los mayores ingresos, hizo que el resultado antes de impuestos creciera un 40,3 %.

A pesar del repunte de los beneficios, la rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un descenso notable durante el ejercicio, al pasar del 19,4 % al 9,9 %. Este descenso fue consecuencia de la incorporación de una sociedad de valores de reciente creación, cuyos fondos propios superaban los 750 millones de euros⁴². Sin la participación de esta entidad, el ROE del sector se estima en el 22,8 % (25,3 % para las sociedades de valores y 14,9 % para las agencias de valores), una cifra superior a la de 2022, y en línea con el aumento de beneficios. Por otra parte, el número de entidades en pérdidas fue similar al del año anterior, ya que pasó de 37 a 36, 10 de las cuales eran sociedades de valores (11 en 2022) y 26 eran agencias (la misma cifra que un año antes), con un importe total de 20,4 millones de euros (21,5 en 2022).

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

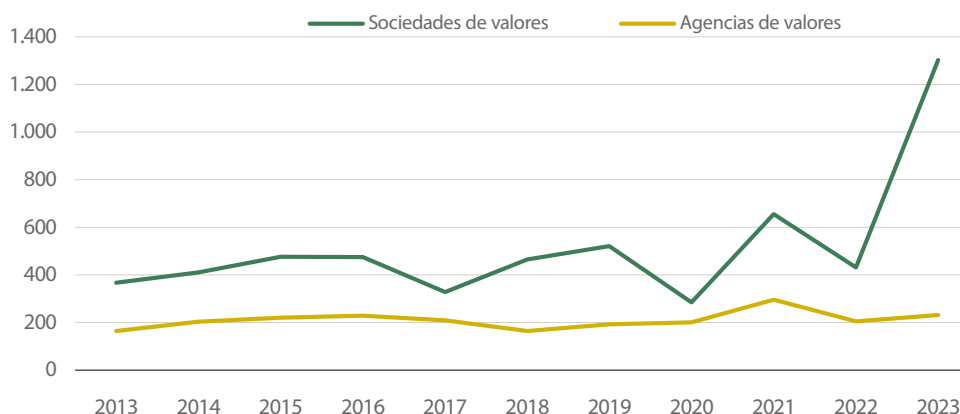


Fuente: CNMV.

1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

Durante 2023 el sector continuó exhibiendo niveles relativos de solvencia elevados en su conjunto: a finales de año el margen de recursos propios era 9,5 veces superior al volumen de recursos exigibles. Esta cifra fue mucho más elevada que la observada en 2022 (5,9 veces) como consecuencia de una entidad, ya mencionada en el párrafo anterior, cuyos fondos propios eran muy elevados. Sin tener en cuenta dicha entidad, el margen de solvencia del sector habría sido de 3,5. Como suele ser habitual, este margen de recursos propios fue, en general, mayor en las sociedades de valores que en las agencias: mientras que para las primeras el margen de cobertura agregado se situó en 13,0 (4,1 sin la sociedad de valores anteriormente citada), para las segundas fue de 2,3 (véase gráfico 23). Por otra parte, 4 sociedades de valores cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios.

42 Esta cifra es 1.000 veces el mínimo exigido por la regulación.



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

Al cierre de 2023 había registradas en la CNMV 143 empresas de asesoramiento financiero (EAF), la misma cifra que a finales de 2022, con un descenso del patrimonio total asesorado del 15,1 %, hasta situarse en 15.865 millones de euros. Este descenso se produjo tanto en el segmento de los clientes profesionales —con una contracción del 11,4 %, hasta 7.574 millones de euros— como en el segmento de clientes minoristas —cuyo descenso fue del 18,2 %, hasta 8.291 millones—. Con este último resultado, parece romperse la tendencia que se había observado en los últimos años, en los que había ido aumentando de forma notable el protagonismo del segmento minorista⁴³.

El beneficio conjunto de este tipo de entidades, por el contrario, se incrementó considerablemente, al pasar de 2,6 millones de euros en 2022 a 4,7 millones en 2023. Este avance fue consecuencia de una contracción de los gastos, ya que los ingresos por comisiones, en línea con el comportamiento del patrimonio asesorado, se redujeron un 8,6 %, situándose en 52,2 millones de euros. Dentro de estos, las comisiones percibidas directamente de los clientes se mantuvieron estables por encima de los 43 millones, mientras que los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades disminuyeron un 35,2 %, hasta 8,4 millones de euros a finales de 2023.

43 Entre 2019 y 2022, el peso que suponían los clientes minoristas aumentó de un 38 % a un 54 %.

Miles de euros

	2021	2022	2023	% var. 23/22
Número de entidades	140	143	143	0,0
Patrimonio asesorado¹	19.530.452	18.682.820	15.865.219	-15,1
Clientes minoristas	9.125.730	10.136.837	8.290.899	-18,2
Clientes profesionales y otros	10.404.722	8.545.983	7.574.320	-11,4
Número de clientes¹	9.316	10.737	11.054	3,0
Clientes minoristas	8.893	10.295	10.603	3,0
Clientes profesionales	423	442	451	2,0
Ingresos por comisiones	56.823	57.090	52.153	-8,6
Comisiones percibidas	56.430	56.446	51.751	-8,3
De clientes	45.364	43.466	43.340	-0,3
De otras entidades	11.066	12.980	8.411	-35,2
Otros ingresos	393	644	402	-37,6
Patrimonio neto	33.334	34.378	34.247	-0,4
Capital social	6.151	6.971	7.596	9,0
Reservas y remanentes	21.128	23.778	20.639	-13,2
Resultado del ejercicio	6.517	2.561	4.727	84,6
Resto de fondos propios	-461	1.068	1.285	20,3

Fuente: CNMV.

1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

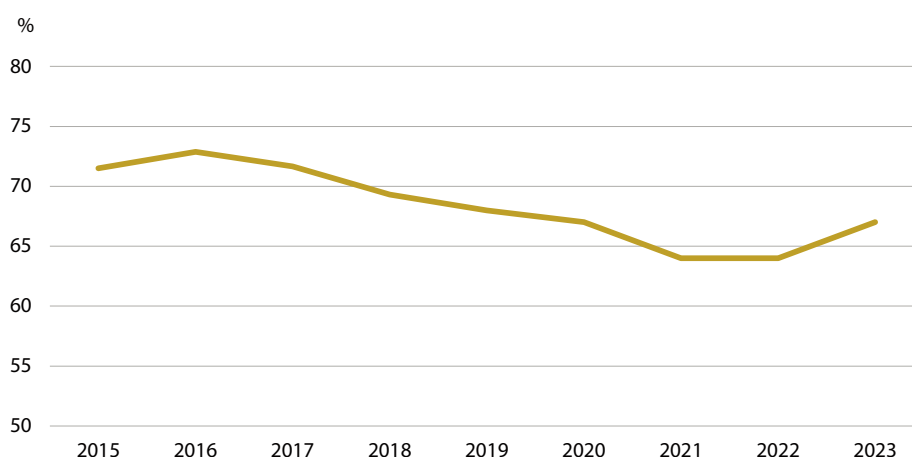
En este epígrafe se analiza el negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión basándose en el modelo de negocio de las entidades, en lugar de hacerlo en el tipo de entidad. Normalmente la información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión⁴⁴ se presenta en función del tipo de entidad que realiza dicha actividad (entidad de crédito, empresa de servicios de inversión [ESI] o sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva [SGIIC]). No obstante, una visión más enfocada al modelo de negocio de estas entidades podría resultar de mayor utilidad y reflejar de una forma más fidedigna la realidad de esta industria. Así, en este epígrafe se delimita con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se lleva a cabo por parte de bancos que se podrían denominar comerciales, cuyos ingresos provienen mayoritariamente de la prestación de servicios bancarios típicos (depósitos, préstamos...), y qué parte la realizan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo estaría formado por ESI y SGIIC independientes —es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales— y por bancos especializados en la provisión de servicios de inversión.

44 Incluida la actividad de gestión de IIC, aunque no sea estrictamente un servicio de inversión desde el punto de vista legal

Los cálculos efectuados muestran que en 2023 el 67 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁴⁵ correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos. El restante 33 % fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Estas cifras interrumpen la tendencia descendente del peso de la banca comercial observada desde 2017 (véase gráfico 24), si bien la baja de una entidad de crédito especializada en la intermediación de los mercados de valores podría explicar, en parte, estos resultados.

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

GRÁFICO 24



Fuente: CNMV.

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

Perspectivas

El sector relacionado con la prestación de servicios de inversión mostró un comportamiento favorable en 2023 a pesar de la complejidad del escenario económico y financiero. La preponderancia de las entidades de crédito en este sector, evaluada mediante los ingresos por comisiones asociadas a la provisión de estos servicios, se vio ligeramente reducida en el ejercicio, aunque siguió siendo muy importante. El nivel de competencia que se observa en este ámbito es elevado y ha hecho que las sociedades y agencias de valores, cuyo número viene creciendo en los últimos años gracias a la creación de entidades independientes no ligadas a bancos, se hayan adaptado de forma progresiva a este modelo bancarizado, especializándose en líneas de negocio como la gestión de carteras, el asesoramiento financiero y la comercialización de IIC. Estas líneas de negocio —que ganan importancia cada año

⁴⁵ Medido a través de las comisiones percibidas e incluida la gestión de IIC.

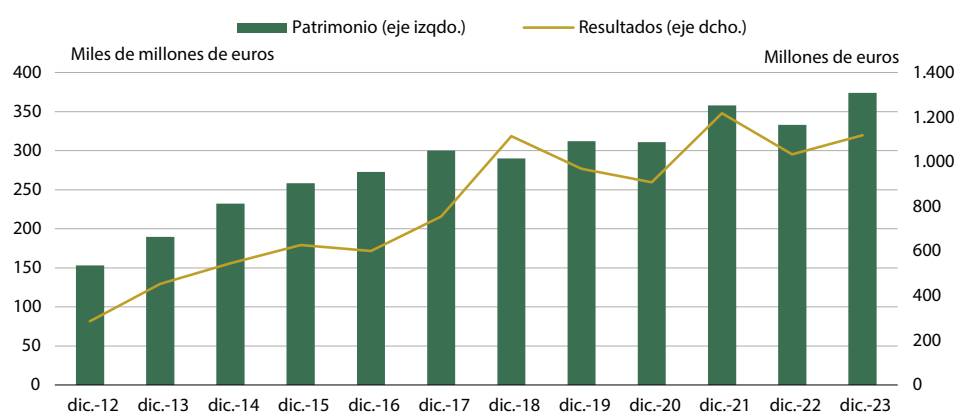
en la cuenta de resultados de estas entidades— se han visto favorecidas, probablemente, por el incremento de los tipos de interés. El impacto positivo de este incremento se ha observado, incluso, en partidas como el margen de intereses de las sociedades de valores (de forma relativamente análoga a la de las entidades de crédito), por lo que, en la medida en que los tipos de interés continúen en niveles relativamente altos en comparación con años previos y las rentas de los agentes sigan en expansión, las perspectivas a corto plazo para este sector son favorables. Sí cabe tener presente que también existen retos importantes que pueden afectar a la actividad de estas entidades, entre los que podría destacarse la ciberseguridad, la inteligencia artificial aplicada a las finanzas e, incluso, la adaptación a piezas normativas europeas relevantes como MiCA o DORA.

4.3 Sociedades gestoras de IIC

Aunque en 2023 el número de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) se redujo en 6, hasta situarse en 117, su patrimonio gestionado se incrementó un 12,4 %, hasta 373.700 millones de euros⁴⁶. Este aumento, como se ha mencionado en epígrafes anteriores, se debió tanto a la revalorización de la cartera de las instituciones gestionadas como a las entradas de recursos. Al igual que en años anteriores, la mayor parte del patrimonio correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, con un 94,2 % del total, seguido a gran distancia de las SICAV, con un 4,0 %. Independientemente de estas cifras, la gestión de IIC extranjeras por parte de las sociedades gestoras nacionales se mantuvo similar a la de 2022 y alcanzó 25.400 millones de euros. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2023: la cuota conjunta de las 3 mayores gestoras era del 49,6 % del patrimonio total, una cifra ligeramente inferior a la de 2022.

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

GRÁFICO 25



Fuente: CNMV.

46 Esta cifra se corresponde con la información obtenida a partir de los estados reservados que las IIC nacionales remiten a la CNMV.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC experimentaron un avance del 8,6 % en 2023, hasta 1.121 millones de euros, fruto del incremento del patrimonio gestionado. Este hecho dio lugar a un aumento del 5,4 % de las comisiones percibidas, dentro de las cuales las comisiones por gestión de IIC —que son, con diferencia, las más relevantes, con alrededor del 85 % del total de las comisiones ingresadas por las gestoras— lo hicieron un 4,9 %, hasta 2.972 millones de euros (véase cuadro 16). Este importe representó el 0,80 % del patrimonio, una cifra inferior a la del año previo (0,85 %). Por su parte, se produjo un aumento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) desde el 82,8 % a finales de 2022 hasta el 90,5 % en 2023, gracias al buen comportamiento de los beneficios de estas entidades. A su vez, el número de sociedades en pérdidas disminuyó de forma notable, hasta situarse en 19 (26 en el ejercicio anterior), aunque con un volumen total de estas muy superior al de 2022 (20,2 millones de euros frente a 9,6 millones).

Sociedades gestoras de IIC: patrimonio gestionado, ingresos por gestión de IIC y corretaje medio CUADRO 16

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
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
2021	358.349	3.026	0,84	47,74
2022	332.588	2.832	0,85	50,49
2023	373.666	2.972	0,80	50,50

Fuente: CNMV.

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

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

Capital riesgo

La actividad de capital privado y capital riesgo continuó mostrando en 2023 un gran dinamismo, con un número elevado de nuevas entidades, mucho mayor en lo que se refiere a vehículos que a sociedades gestoras. De esta forma, el número de vehículos de inversión registrados en la CNMV se incrementó en 211, hasta alcanzar los 1.066, mientras que el número de gestoras lo hizo en 15 y cerró diciembre

en 150. En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁴⁷, que fueron las que experimentaron un mayor crecimiento, destaca el aumento de sociedades de capital riesgo (SCR), con 113 entidades más que a finales de 2022 (hasta un total de 423). También merece especial atención el crecimiento del número de fondos de capital riesgo europeos (FCRE), que pasó de 85 a 135 en tan solo un año⁴⁸. También aumentó el número de entidades de inversión colectiva cerradas, aunque de forma mucho más moderada que en años anteriores. En concreto, se produjeron 14 altas y 3 bajas, por lo que el ejercicio cerró con 105 vehículos de este tipo, de los que 63 eran fondos (FICC) y 42 eran sociedades (SICC⁴⁹).

Altas y bajas en el registro de ECR en 2023

CUADRO 17

	Situación a 31/12/2022	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2023
Entidades				
Fondos de capital riesgo	319	49	17	351
Fondos de capital riesgo pyme	14	4	2	16
Fondos de capital riesgo europeos	85	50	0	135
Fondos de emprendimiento social europeo	8	3	0	11
Sociedades de capital riesgo	310	117	4	423
Sociedades de capital riesgo pyme	25	2	2	25
Total entidades de capital riesgo	761	225	25	961
Fondos de inversión colectiva cerrados	56	9	2	63
Sociedades de inversión colectiva cerradas	38	5	1	42
Total entidades de inversión colectiva cerradas	94	14	3	105
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	135	19	4	150

Fuente: CNMV.

Este dinamismo no se observa en todo caso en los volúmenes de inversión, que descienden respecto al ejercicio anterior. Así, según los datos facilitados por Spaincap⁵⁰, la inversión se redujo un 34 % respecto a 2022, hasta 6.111 millones de euros en 781 operaciones. De esta cantidad, 5.255 millones y 138 inversiones correspondieron a private equity, mientras que el resto (855 millones y 643 operaciones) se englobaron dentro del venture capital. Como en años anteriores, la

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

48 Los FCRE, junto con los fondos de emprendimiento social europeos (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.

49 Es importante recordar que las entidades de inversión colectiva cerradas gozan de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, que son más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

50 Asociación que agrupa a las entidades de capital riesgo en España, anteriormente conocida como ASCRI.

inversión llevada a cabo por fondos internacionales fue mayoritaria, con el 77,3 % del volumen total (más del 80 % en 2022).

Plataformas de financiación participativa (PFP)

Una vez finalizado el plazo de adaptación a la nueva normativa europea⁵¹ el 10 de noviembre del año pasado, la CNMV procedió a dar de baja el anterior registro de PFP y a todas las sociedades que estaban inscritas en él. Durante 2023 16 PFP finalizaron dicho proceso, aunque 7 de ellas lo hicieron con posterioridad al 10 de noviembre, por lo que vieron limitada su actividad mientras la adaptación se completaba. Con estos movimientos, a finales de año había un total de 21 proveedores de servicios de financiación participativa (PSFP), ya que a las 16 entidades mencionadas hay que añadir las 4 que lo habían hecho en 2022 y otra plataforma de nueva creación (véase cuadro 18). Al cierre del año quedaban 4 PFP pendientes de adaptación, que, por consiguiente, tienen su actividad limitada. En los primeros tres meses de 2024 no se ha producido ningún movimiento en el registro de estas entidades.

Para las PFP que podían quedar fuera del ámbito de aplicación del reglamento europeo, el legislador español creó una nueva figura denominada PFP no armonizada. En concreto, dentro de esta denominación se incluirían las plataformas de consumo y de proyectos con un volumen elevado, de entre 5 y 8 millones de euros. A finales de marzo de este año, no existía ninguna PFP con esta denominación.

Número de PFP no armonizadas y PSFP registrados

CUADRO 18

Tipo de plataforma	Valores	Préstamos	Mixta	Total
PFP no armonizada	0	0	0	0
PSFP	5	4	12	21
Total acumulado	5	4	12	21

Fuente: CNMV.

51 Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 7 de octubre de 2020, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa (PSFP)

II Informes y análisis

Unión de los Mercados de Capitales: estado de la iniciativa y algunas reflexiones sobre su futuro

Víctor Rodríguez Quejido (*)
Helena Huerta de Fernando

(*) Los autores pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

Contenido

Siglas y acrónimos	82		
Índice de cuadros	82		
1	Introducción	83	
2	Motivación de la UMC	84	
	2.1	Motivación económica	84
	2.2	Motivación geoestratégica	85
3	Evolución de la UMC	86	
	3.1	Antecedentes	86
	3.2	El Plan de acción de 2015	86
	3.3	La revisión intermedia de 2017	90
4	El Plan de acción de 2020	92	
	4.1	Situación de los mercados	92
	4.2	Principales medidas	94
5	La situación en la actualidad: retos y perspectivas	100	
	5.1	Efecto de las medidas	100
	5.2	Retos y perspectivas	103
	5.3	El futuro de la UMC	103
6	Hacia dónde vamos: posiciones o propuestas de actualidad	105	
	6.1	<i>Position papers</i> de instituciones relevantes	108
	6.2	Propuestas del Eurogrupo	109
	6.3	El informe de Enrico Letta: la Unión del Ahorro y la Inversión	111
7	Conclusiones	115	
	Bibliografía	116	

Siglas y acrónimos

AFM	Autoridad de los Mercados Financieros de los Países Bajos
BICCIS	Base imponible común del Impuesto sobre sociedades
CSDR	<i>Central Securities Depository Regulation</i> / Reglamento de liquidación y depositarios centrales de valores
DCV	Depositarios centrales de valores
DEBRA	Debt Equity Bias Reduction Allowance
DNB	De Nederlandsche Bank / Banco Central de Países Bajos
DRS2	Directiva sobre los derechos de los accionistas II
ECC	Entidad de contrapartida central
ELEC	Liga Europea para la Cooperación Económica
ESAP	<i>European Single Access Point</i> / Punto de Acceso Único Europeo
FASTER	Estrategia Faster and Safer Relief on Withholding Taxes
FCRE	Fondos de capital riesgo europeos // Federation of European Securities Exchanges / Federación Europea de Bolsas y Valores
FESE	Fondos de emprendimiento social europeos
FIA	Fondos de inversión alternativos
FILPE	Fondos de inversión a largo plazo europeos
GEI	Gases de efecto invernadero
IDD	Directiva de Distribución de Seguros
MIFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros
OICVM	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios
OPV	Oferta pública de venta
PEPP	<i>Pan-European Pension Product</i> / Producto paneuropeo de pensiones
pymes	Pequeñas y medianas empresas
RIS	Retail Investment Strategy / Estrategia de Inversión Minorista
UE	Unión Europea
UMC/ CMU	Unión de los Mercados de Capitales / Capital Markets Union

Índice de cuadros

Cuadro 1	Acciones prioritarias de la revisión del Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales de 2017	91
Cuadro 2	Principales métricas de los mercados en 2023	102
Cuadro 3	Iniciativas propuestas por el Eurogrupo	110
Cuadro 4	Medidas del Plan de acción de 2015	119
Cuadro 5	Estado de las medidas implementadas por el Plan de acción 2020 (a febrero de 2024)	121

1 Introducción

Que es la Unión de los Mercados de Capitales

La Unión de los Mercados de Capitales (UMC) es el plan de la Unión Europea (UE) para establecer un mercado único de capitales en toda la región.

Iniciado en 2015, sus objetivos eran lograr una diversificación de las fuentes de financiación de la UE, apoyar las transformaciones digital y verde, lograr una mejora de las oportunidades de inversión a largo plazo para los ahorradores e impulsar la resiliencia y la distribución de riesgos dentro de la UE.

Desde entonces se ha asistido a un proceso de revisión y de revitalización de este plan, fruto de su importancia.

¿Por qué es importante el logro de la UMC?

La movilidad plena de capitales es una herramienta de estabilización central ante *shocks* asimétricos en un contexto en el que el tipo de cambio no puede utilizarse como mecanismo de ajuste de la balanza de pagos. Además, permite reducir la dependencia bancaria al aumentar la diversificación de las fuentes de financiación.

No solo proporciona beneficios estabilizadores, sino que tiene un impacto directo sobre el crecimiento y bienestar a largo plazo de una economía. La mayor dificultad de acceso a la financiación por parte de las pymes y de las empresas más innovadoras constituye un freno al I+D y al crecimiento a largo plazo. Unos mercados de capitales profundos y más desarrollados permitirían canalizar la financiación necesaria hacia proyectos que, de otra manera, no podrían impulsarse. En una economía como la europea, caracterizada por una estructura empresarial dominada por pequeñas y medianas empresas, conseguir unos mercados de capitales más profundos se hace indispensable.

Todo lo anterior es aún más relevante si se tiene en cuenta el contexto económico y geopolítico actual. La irrupción de la pandemia, junto con una inflación elevada, ha supuesto un revés para la economía. Las necesidades de acelerar la recuperación económica, sumadas a las inversiones que se están acometiendo para impulsar la descarbonización y la digitalización de la economía europea en el marco del programa Next Generation EU suponen una demanda de financiación sin precedentes. A ello se le unen las inversiones adicionales que entraña el impulso de la Autonomía Estratégica Abierta¹. La mera financiación mediante los presupuestos del Estado y el canal bancario resulta, por tanto, insuficiente para poder llevar a cabo proyectos de esta envergadura.

1 La Autonomía Estratégica Abierta se define según el Consejo Europeo como: «La capacidad para actuar de manera autónoma cuando y donde sea necesario, y con los socios siempre que sea posible». Se trata de un concepto introducido en la Comisión en 2013, y que inicialmente solo hacía referencia a lograr la autonomía en temas de defensa. Con los recientes acontecimientos económicos, el concepto se ha ampliado al plano digital y económico.

Por último, la consecución de mercados más profundos y líquidos, abiertos a un mayor número de empresas, aportaría beneficios relevantes a los ciudadanos o inversores y desbloquearía un potencial significativo de inversión privada en toda la región.

2 Motivación de la UMC

2.1 Motivación económica

La UMC se justifica por diversos motivos, tanto económicos como geoestratégicos. A nivel económico, se trata de una herramienta clave para llevar a cabo los cometidos del sector público.

En primer lugar, cumple una función estabilizadora, pues, por un lado, apacigua los efectos de los *shocks* asimétricos en un área monetaria y, por otro, la diversificación de las fuentes de financiación impide que se amplifiquen los efectos de un *shock*.

El establecimiento de una moneda única supone la renuncia al tipo de cambio como mecanismo de ajuste (Mundell, 1961), lo que genera que, ante perturbaciones asimétricas de un *shock*, no pueda volverse a instaurar el equilibrio de manera automática. Se produce así un desajuste en la balanza de pagos que hace necesario contar con otros mecanismos que permitan volver al equilibrio inicial. La libre movilidad de capital permite por tanto que, ante perturbaciones asimétricas en las balanzas de pagos de las economías, el capital fluya desde las economías superavitarias a las deficitarias, minimizando el coste de renuncia del tipo de cambio como mecanismo de ajuste y permitiendo apaciguar los efectos asimétricos del *shock* (Scitovsky, 1957)

Además, conlleva una diversificación de las fuentes de financiación de una economía, lo que evita que se amplifiquen los efectos del ciclo. Este aspecto es especialmente relevante si se tiene en cuenta, como parecen indicar diversos estudios, que la financiación bancaria es más volátil y procíclica (Langfield y Pagano, 2016). Esto se ve respaldado por la teoría económica que señala que en un contexto de asimetría informacional en el que se generan situaciones de selección adversa y riesgo moral, se pueden dar situaciones de *credit crunch* en el sector bancario ante una perturbación económica negativa, lo que amplifica los efectos del ciclo económico e impide tener un control de los mecanismos de transmisión de la política monetaria (Stiglitz y Weiss, 1981).

Lograr una diversificación de las fuentes de financiación además permite evitar que se produzcan crisis de cuarta generación como la vivida en 2008, en la que la excesiva dependencia bancaria y el déficit público terminaron por provocar una interrelación entre crisis bancarias y públicas debido a los efectos de balance y por amplificar los efectos del *shock* inicial.

Asimismo, la financiación vía mercado de capitales no solo tiene una función estabilizadora *ex post*, sino también *ex ante*. El canal del mercado de capitales refleja los acuerdos de consumo antes de que se produzcan las perturbaciones y puede considerarse como un seguro contra la posibilidad de perturbaciones futuras. De esta forma, tiene la capacidad de proteger tanto frente a perturbaciones persistentes como transitorias. En cambio, la suavización del consumo a través del canal del mercado de crédito se produce *ex post*, después de que se produzcan las

perturbaciones, por lo que protege únicamente de los *shocks* de carácter transitorio (Asdrubali, Sorensen y Yosha, 1996).

Por otra parte, alcanzar una UMC también tiene una función asignativa y redistributiva. La integración de estos mercados permitiría lograr una mayor eficiencia en la canalización de la inversión desde hogares a empresas. Ello no solo aminoraría los costes de financiación para las empresas, sino que también posibilitaría obtener unos mayores rendimientos a los hogares, cuyos ahorros aún se concentran en unos depósitos bancarios que no reportan una rentabilidad tan alta. Tan solo en España, los depósitos constituyeron en 2022 el 40 % de la riqueza financiera de las familias (Bergés y Manzano, 2023).

Finalmente, las bondades de impulsar la financiación vía mercado de capitales no solo se concentran en el corto plazo, sino también en el largo, al favorecer el crecimiento y la convergencia económica. Unos mercados de capitales más integrados disminuyen las disparidades en las condiciones de acceso a la financiación, lo que permite aminorar las diferencias entre las economías europeas. Asimismo, hace posible impulsar proyectos que de otra manera no encontrarían financiación. Debido a la asimetría informativa que se da en el sector bancario, proyectos con un mayor riesgo terminan por ser rechazados. La financiación vía mercado de capitales hace posible superar esta barrera y canalizar la financiación hacia proyectos de pymes y sectores más innovadores. Estos proyectos suponen una palanca para el crecimiento económico a largo plazo en el que el I+D y la inversión constituyen un pilar esencial para fomentar el crecimiento de una economía.

2.2 Motivación geoestratégica

Adicionalmente, la UMC se justifica por motivos geopolíticos y estratégicos.

Por un lado, se trata de una herramienta central para poder llevar a cabo las reformas marcadas por el nuevo contexto político y económico. La urgencia de establecer una UMC nunca ha sido tan evidente como en la actualidad. Las empresas europeas se enfrentan a unas necesidades de financiación sin precedentes. El parón económico en la pandemia y los mayores costes de financiación fruto de la inflación más alta en las últimas décadas, junto con las inversiones necesarias para acometer las reformas marcadas por la UE, hacen que el recurso a la financiación tradicional y a las ayudas públicas resulte insuficiente. Tan solo en el marco del Pacto Verde Europeo se calcula que, en comparación con la década anterior, se necesitarán en torno a unos 620.000 millones de euros al año adicionales de inversión para cumplir el objetivo de reducir las emisiones de GEI en un 55 % hasta 2030 y en un 90 % hasta 2040. A ello se le unen las necesidades adicionales para impulsar la digitalización en Europa, así como las inversiones que se planea acometer dentro del marco de la Autonomía Estratégica Abierta. Se trata, por tanto, de una herramienta estratégica para lograr impulsar la economía europea en un contexto económico marcado por la carrera por el 5G, la polarización política y la vuelta a la búsqueda de la independencia estratégica fruto de la disrupción de las cadenas globales de valor. La Unión de los Mercados de Capitales se impone, de este modo, como uno de los tres pilares del Plan de Inversiones de la Unión Europea para impulsar el empleo y el crecimiento sostenible de Europa a largo plazo.

Por otro lado, el impulso de los mercados de capitales permitiría fortalecer el euro como moneda estratégica en el plano internacional, dotando a la economía europea

de una mayor independencia financiera y comercial, así como de una ventaja en el plano geopolítico. Una moneda fuerte permite incidir en el mercado de divisas e, incluso, denominar las operaciones comerciales en divisa nacional, con lo que se evita el riesgo de tipo de cambio y disminuyen los costes operativos (González Rodríguez, 1997).

Todo lo anterior es aún más relevante si se tiene en cuenta el contexto económico y geopolítico actual. La irrupción de la pandemia, junto con una inflación elevada, ha supuesto un revés para la economía. Las necesidades de acelerar la recuperación económica, sumadas a las inversiones que se están acometiendo para impulsar la descarbonización y la digitalización de la economía europea en el marco del programa Next Generation EU, suponen una demanda de financiación sin precedentes. A ello se le unen las inversiones adicionales que entraña el impulso de la Autonomía Estratégica Abierta. La mera financiación mediante los presupuestos del Estado y el canal bancario resulta, por tanto, insuficiente para poder llevar a cabo proyectos de esta envergadura.

3 Evolución de la UMC

3.1 Antecedentes

El objetivo de la libre movilidad del capital ya se hizo patente en el Tratado de Roma, en el que se enumeraba como una de las libertades por lograr. No obstante, hubo que esperar al Tratado de Maastricht, en 1992, para que se diera un verdadero impulso a su consecución. La adopción del euro implicaba la renuncia al tipo de cambio como mecanismo de ajuste ante los desequilibrios asimétricos que pudieran darse entre las dispares economías europeas. La libre movilidad del capital se hacía esencial para minimizar un *shock* asimétrico en las balanzas de pagos de las economías europeas.

De este modo, el logro de la libre movilidad de capitales se instaura como uno de los requisitos para poder iniciar el proceso de integración monetaria. Así, entre 1992 y 1993 se eliminan las barreras a la movilidad del capital en las economías que buscaban formar la Unión Económica y Monetaria y la libertad de capitales se consagra como una de las cuatro libertades fundamentales del mercado único en el Tratado de Maastricht. En 1999 se aprueba asimismo el Plan de Acción de Servicios Financieros, con objeto de guiar las acciones a seguir en los siguientes años.

Dos años más tarde, el Informe Lamfalussy dio lugar a incipientes intentos de garantizar la convergencia de la supervisión y en 2009 se impulsó de forma más decidida tras el informe De Larosière y la creación un año más tarde de las autoridades europeas de supervisión (ESA).

3.2 El Plan de acción de 2015

La crisis *subprime* puso de manifiesto que, a pesar de los avances realizados en las últimas cinco décadas, aún quedaba camino por recorrer.

Por un lado, la falta de armonización en el plano regulador y supervisor provocaba que las condiciones de acceso a los mercados fuesen muy dispares y que los mercados de capitales europeos estuviesen menos desarrollados y más fragmentados. Aunque la economía europea ostentaba dimensiones comparables a la estadounidense, sus mercados bursátiles representaban menos de la mitad y los de deuda eran inferiores a un tercio en comparación. En 2014, las pymes europeas obtenían cinco veces menos financiación de los mercados de capitales que las pymes estadounidenses (Comisión Europea, 2015). La disparidad de los mercados de capitales de los países europeos era incluso más pronunciada que la existente entre Europa y EE. UU.: países como Luxemburgo presentaban una proporción de capitalización bursátil sobre PIB del 125 %, frente al 4 % de Lituania (KPMG, 2015).

Por otro lado, gran parte de la crisis se había generado por una excesiva dependencia de la financiación bancaria, lo que, unido a una escasa regulación, había provocado situaciones de riesgo sistémico y una mayor propensión a sufrir una retroalimentación entre crisis bancaria y pública (crisis de cuarta generación). Finalmente, la asimetría de información y la sobredependencia del crédito bancario hicieron que el *credit crunch* amplificase los efectos de la crisis. Si los mercados de capital riesgo europeos hubiesen estado igual de desarrollados que los estadounidenses, se calcula que entre 2009 y 2014 habrían estado disponibles más de 90.000 millones de euros para financiar a las empresas (Comisión Europea, 2015).

En este contexto, el informe de los cinco presidentes de 2015 argumentaba la necesidad de impulsar la Unión de los Mercados de Capitales. Unos mercados de capitales más integrados podrían potenciar la eficiencia económica y fortalecer la capacidad de Europa para financiar su propio crecimiento, evitando los problemas que generaba la falta de diversificación de las fuentes de financiación.

Así, el 18 de febrero de 2015, la Comisión publicó un Libro Verde sobre la construcción de una Unión de los Mercados de Capitales, allanando el camino para la adopción de nuevas medidas. El libro verde inició un periodo de consulta de tres meses que permitió diseñar el consecutivo Plan de acción para la creación de una Unión de los Mercados de Capitales.

En concreto, el Plan de acción de la UMC de 2015 se articuló en torno a seis pilares que establecían los elementos constitutivos de un mercado de capitales integrado en la UE hasta 2019, así como un calendario de aplicación (Comisión Europea, 2015):

i) La senda del crecimiento: financiación de la innovación, las empresas de nueva creación (*startups*) y las empresas no cotizadas.

En Europa los canales de financiación destinados a empresas en expansión que deseaban captar capital propio o mediante otras formas de crédito que no fuese la bancaria no estaban suficientemente desarrollados: en torno al 75 % de las pymes se financió en 2014 a través de financiación bancaria (Comisión Europea, 2015).

Para ello se impulsaron medidas dirigidas a:

- Respalda la financiación de capital mediante la evaluación de nuevos regímenes de financiación como la microfinanciación colectiva o el capital riesgo.

- Superar los obstáculos de índole informativa a los que se enfrentaban las pymes.
- Fomentar formas innovadoras de financiación de las empresas.

ii) Facilitar a las empresas el acceso a los mercados públicos y la obtención de capital en ellos.

Los mercados públicos de capitales y de deuda europeos, pese a que se habían desarrollado significativamente en las últimas décadas, seguían estando por detrás de los mercados de otras economías equivalentes. Las razones eran variadas: un tejido empresarial caracterizado por un mayor porcentaje de pymes, una mayor tendencia a conservar el capital entre los propietarios, pero también un entorno normativo que no favorecía el desarrollo de estos canales de financiación (Comisión Europea, 2015). Así, un informe del grupo operativo sobre OPV de la UE señalaba que los altos costes de entrada junto con la complejidad del folleto desincentivaban a las pymes a participar en este tipo de financiación. Por tanto, se propusieron medidas dirigidas a, entre otros aspectos:

- Modernizar la Directiva de folletos.
- Revisar los obstáculos normativos de las pymes en el marco de MiFID II.
- Estudiar cómo solventar el sesgo fiscal en favor de la deuda.

iii) Facilitar las inversiones en infraestructura, a largo plazo y sostenibles.

Europa necesitaba un mayor volumen de inversión para poder acometer nuevas inversiones sostenibles a largo plazo que permitiesen preservar y aumentar la competitividad de su economía. El apoyo público a través de medidas como el Plan de Inversiones para Europa resultaba útil pero insuficiente. Por lo tanto, se impulsan otras medidas destinadas a movilizar la inversión privada a más largo plazo, dirigidas a:

- Mejorar el entorno de inversión a través del marco normativo, por ejemplo, mediante la aprobación del Reglamento FILPE (fondos de inversión a largo plazo europeos).
- Respaldar la financiación a largo plazo y en infraestructura, para lo que se crearon nuevos fondos europeos, así como un portal europeo de proyectos de inversión que conectase a empresarios con potenciales inversores.
- Impulsar la sostenibilidad mediante la inversión con criterios ambientales, sociales o de gobernanza (ASG) o introduciendo normativa que regulase nuevos instrumentos como los bonos verdes.
- Reevaluar el marco normativo para asegurar la coherencia y homogeneidad de la normativa vigente.

iv) Fomentar la inversión minorista e institucional.

La consulta pública puso de relieve que, para los inversores minoristas, una mayor confianza, transparencia, seguridad y posibilidad de elección podían ayudar a impulsar la diversificación de las fuentes de financiación y ahorro.

Se había producido una caída de su participación en los mercados que había pasado de un 25 % de la capitalización en el mercado bursátil en 1992 a un 8 % a finales de 2012 (Observatoire de l'Épargne Européenne, 2013). Para mejorar esta situación, el marco de la UMC se proponía llevar a cabo acciones dirigidas a:

- Fomentar la canalización del ahorro de los minoristas hacia las inversiones mediante la introducción de medidas que garantizaran un acceso justo y seguro (MiFID II) o la evaluación de un marco de actuación que estableciese un mercado de pensiones europeo sencillo y competitivo.
- Impulsar la participación de inversores institucionales como las empresas de seguros de vida y fondos de pensiones mediante la revisión de Solvencia II o la eliminación de obstáculos a la inversión transfronteriza en fondos de inversión.

v) Movilizar la capacidad bancaria como respaldo de la economía en general.

Se hacía necesario revisar la legislación bancaria con vistas a garantizar un equilibrio óptimo entre gestionar el riesgo y posibilitar el crecimiento. De este modo se propuso:

- La revisión del marco normativo de la Directiva de requisitos de capital para cooperativas de crédito con el fin de fomentar la financiación de las pymes.
- Impulsar el uso de las titulizaciones mediante un marco sobre este tipo de instrumento.
- Eliminar la fragmentación de los mercados de bonos mediante el desarrollo de un marco paneuropeo de bonos garantizados.

vi) Eliminar los obstáculos a la inversión transfronteriza.

Se puso de manifiesto que persistían muchos obstáculos que dificultaban la inversión transfronteriza. Muchos de ellos tenían origen en la disparidad entre legislaciones nacionales como, por ejemplo, la legislación en materia de insolvencia, de tributación y de valores, y otros se derivaban de la fragmentación de la infraestructura del mercado. Por tanto, en el marco del Plan de acción de la UMC 2015 se propusieron medidas para:

- Se examinaron los obstáculos que dificultaban la compensación y liquidación transfronterizas.
- Eliminar divergencias en la interpretación del código normativo único, en la propia legislación, en materia de insolvencia empresarial y en materia de fiscalidad.
- Promover la estabilidad financiera y la convergencia en materia de supervisión.
- Facilitar la inversión internacional.

3.3 La revisión intermedia de 2017

El Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales de 2015 contemplaba una revisión intermedia en 2017. Esta revisión, además de realizarse porque así estaba prevista, fue muy necesaria porque el contexto económico y político había cambiado significativamente desde entonces.

En 2016 el Reino Unido votó a favor de abandonar la Unión Europea, lo que suponía un importante revés pues, por un lado, sus posturas habían tenido una notable influencia en el diseño del Plan de acción y, por otro, se había erigido como elemento central del Plan, al tratarse de la economía europea con un mayor grado de desarrollo de los mercados de capitales de la UE. En 2016 el tamaño de los mercados de capitales europeos representaba, en términos de peso sobre el PIB, en torno al 40 % de media, frente al 110 % del Reino Unido (Sapir, Véron y Wolff, 2018). Adicionalmente, el uso de instrumentos financieros seguía muy concentrado en empresas de mayor tamaño y los hogares continuaban concentrando sus ahorros en depósitos y efectivo. En 2016 en torno al 37 % de la inversión de los hogares de la UE de los 27 se concentraba en depósitos y efectivo, frente al 24 % del Reino Unido (Sapir, Véron y Wolff, 2018).

En su revisión intermedia de 2017, la Comisión Europea pretendía evaluar las medidas implementadas hasta entonces (20 de las 33 propuestas por el Plan de acción de 2015) y, además, introducir nuevas medidas teniendo en cuenta la nueva situación económico-financiera.

Para ello se llevaron a cabo consultas públicas que destacaron la necesidad de:

- Una armonización y una convergencia reglamentarias mayores con el fin de suprimir los obstáculos transfronterizos, especialmente tras la salida del Reino Unido. Así, gran parte de la revisión intermedia se centró en lograr la convergencia en materia de regulación y supervisión para evitar condiciones de competencia desiguales y contribuir a resolver los problemas de fragmentación.
- Fortalecerla supervisión por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y fomentar la armonización en materia de insolvencia, de los regímenes fiscales y de la legislación sobre valores.
- Establecer un entorno reglamentario más proporcional que respaldase la inclusión de las pymes en los mercados públicos. En 2016, las empresas más pequeñas solo representaban el 6 % del total del mercado de ofertas públicas de venta (OPV). A ello se le sumaba que el capital a su disposición en los mercados se había reducido en comparación con los niveles anteriores a la crisis.

Con base en las conclusiones obtenidas de los análisis y las consultas, la revisión intermedia de la UMC estableció nueve acciones prioritarias:

Acciones prioritarias de la revisión del Plan de acción de 2017

Acción 1	Reforzar las competencias de ESMA con el objeto de fomentar la eficacia de una supervisión coherente tanto en la UE como fuera de ella
Acción 2	Ofrecer un marco normativo más proporcionado para las pymes que cotizan en los mercados públicos
Acción 3	Revisar el tratamiento prudencial de las empresas de inversión
Acción 4	Estudiar la conveniencia de establecer un marco de licencias y pasaportes para las actividades de tecnología financiera en la UE
Acción 5	Proponer medidas de apoyo a los mercados secundarios de préstamos no productivos y explorar iniciativas legislativas destinadas a reforzar la capacidad de los acreedores para recuperar los fondos de préstamos garantizados
Acción 6	Asegurar el desarrollo de las recomendaciones del grupo de expertos de alto nivel sobre finanzas sostenibles
Acción 7	Facilitar la distribución y supervisión transfronterizas de los OICVM y los fondos de inversión alternativos (FIA)
Acción 8	Ofrecer asesoramiento sobre las normas de la UE en vigor para el tratamiento de inversiones transfronterizas en la UE y un marco adecuado para la resolución amistosa de las controversias en materia de inversiones
Acción 9	Proponer una estrategia global de la UE que permita explorar medidas de apoyo al desarrollo de los mercados de capitales a escala local y regional

Fuente: Comisión Europea.

Asimismo, la Comisión continuó sus progresos en relación con las acciones pendientes del Plan de acción de 2015 y presentó:

- Una propuesta legislativa relativa a un producto paneuropeo de pensiones individuales que ayudase a los ciudadanos a financiar su jubilación (ya en marcha).
- Una propuesta legislativa relativa a un marco europeo de bonos garantizados que permitiese a los bancos a financiar su actividad crediticia (aprobada en 2019).
- Una propuesta legislativa en materia de valores que reforzase la seguridad jurídica sobre la propiedad de valores en el contexto transfronterizo.

4 El Plan de acción de 2020

4.1 Situación de los mercados

En 2020, en un contexto marcado por la irrupción de la pandemia del COVID-19 o coronavirus, se decide dar un nuevo impulso al proyecto por dos motivos.

En primer lugar, el contexto económico había cambiado notablemente y las necesidades financieras habían aumentado.

Por un lado, la pandemia había provocado una crisis sin precedentes que iba a necesitar de un impulso económico para poder afrontar los efectos. Si bien la Comisión había presentado Next Generation EU como instrumento temporal de recuperación, esta financiación, a pesar de ser absolutamente esencial para la recuperación de Europa a corto plazo, no resultaría suficiente dada la magnitud y la duración previstas de las necesidades de financiación. Se hacía preciso contar con unos mercados profundos y con liquidez suficiente para proporcionar financiación a la UE, a los gobiernos y a las empresas, especialmente a las pymes más afectadas por la pandemia.

Por otro lado, se estaba tratando de impulsar la transición ecológica y digital, lo que requería inversiones sin precedentes. En el marco del Pacto Verde Europeo se calculaba que, en comparación a la década anterior, se necesitarían en torno a unos 350.000 millones de euros de inversión adicionales al año para cumplir con el objetivo de reducir las emisiones de GEI en un 55 % hasta 2030 solo en sistemas energéticos, además de los 130.000 millones de euros que necesitará para otros objetivos medioambientales (Comisión Europea, 2020). A ello habría que sumarle las necesidades derivadas del impulso de la estrategia digital.

En segundo lugar, atendiendo al informe de 2020 del Tribunal de Cuentas Europeo, las medidas que se habían llevado a cabo en los planes de acción de los mercados de capitales de 2015 y 2017 no se habían concretado en una integración completa ni en un mayor volumen y uso de los instrumentos de los mercados de capitales:

- i) **Las medidas para diversificar las opciones de financiación de las pymes no habían tenido un suficiente efecto catalizador.**

Ello podía explicarse por diversos motivos: unos mercados heterogéneos, la existencia de barreras fiscales, un escaso acceso de las pymes a los mercados públicos y la persistencia de barreras informativas.

Heterogeneidad de los mercados

Los mercados de capital riesgo y de capital inversión de la UE seguían caracterizándose por las grandes diferencias entre Estados miembros, lo que generó que las medidas tuviesen un impacto asimétrico. La revisión de la normativa sobre los FCRE y FESE solo elevó el número de registros de FCRE en aquellos Estados miembros con mercados de capital riesgo consolidados. Además, según encuestas realizadas por el Tribunal de Cuentas, las etiquetas FCRE y FESE seguían sin ser utilizadas por la mayoría de los fondos de

capital riesgo y no parecían ser esenciales para impulsar la financiación de las pymes.

Barreras fiscales

Seguían existiendo barreras fiscales que desincentivaban la financiación vía instrumentos financieros en lugar de vía deuda. Al ser los intereses deducibles de la base imponible del impuesto de sociedades, pero no en los rendimientos del capital, se daba una asimetría fiscal que suponía una merma para el impulso del uso de este tipo de financiación. De hecho, se estimaba que el coste del capital en el caso de los fondos propios era un 45 % superior al del capital para deuda (Tribunal de cuentas europeo, 2020). Los avances en torno a la negociación de BICCIS² no habían dado los frutos esperados por la falta de consenso entre los diferentes Estados miembros.

Escaso acceso de las pymes a los mercados públicos

El acceso de las pymes a los mercados públicos seguía siendo escaso. Ello se explicaba por los elevados requisitos de información y costes, que desincentivaban la entrada al mercado, así como por el contexto macroeconómico adverso, que desincentivaba las ofertas públicas de venta (OPV). En 2019 se alcanzó un total de 90 OPV, lejos de las 415 de 2011. Las medidas impulsadas por los dos planes de acción no habían logrado abaratar significativamente los costes. Los costes asociados a la publicación del folleto solo disminuyeron ligeramente y el proceso seguía siendo engorroso y prolongado.

Persistencia de las barreras de información

Finalmente, persistían las dificultades para acceder a la información, pues no se había logrado implementar ningún sistema o punto de acceso que proporcionase la información necesaria a las empresas y los inversores.

ii) Los mercados de capitales locales seguían sin estar suficientemente desarrollados.

En 2019 el tamaño de los mercados de capitales de la mayor parte de las economías de la UE seguía siendo bastante inferior al de otras economías desarrolladas, básicamente por la ausencia de una estrategia global y una insuficiente educación financiera. Así, el tamaño de la capitalización bursátil sobre el PIB era de un 54 % en Alemania o del 57 % en España frente al 158 % de EE. UU. (Banco Mundial).

Entre otros factores, la falta de educación y cultura financieras y la ausencia de un informe que plantease una estrategia global con acciones concretas pudieron ser algunas de las causas que dificultaron el fomento del uso del mercado de capitales como canal de financiación.

2 Base imponible consolidada común del impuesto sobre sociedades.

iii) Seguían persistiendo barreras a la inversión transfronteriza.

Las inversiones transfronterizas seguían viéndose afectadas por la fragmentación del mercado europeo. La falta de integración en el mercado se plasmaba en una baja proporción de activos mantenidos por fondos de inversión colectiva que se registraban para su venta en más de tres países. La actividad de estos fondos seguía concentrada en pocos países. En junio de 2017, casi el 70 % del total de los activos gestionados los mantenían fondos de inversión registrados para la venta solo en su mercado nacional.

Ello se explicaba fundamentalmente por la heterogeneidad de cultura financiera entre las economías europeas y entre grupos poblacionales. El desconocimiento de los diferentes mercados, junto con la mayor aversión al riesgo de los inversores europeos, suponía una merma a este tipo de inversión.

4.2 Principales medidas

Así, en noviembre de 2019, la Comisión organizó un foro de alto nivel sobre la Unión de los Mercados de Capitales que estuvo encabezado por el economista y expresidente del grupo de trabajo del Eurogrupo, Thomas Wieser. Este grupo, compuesto por 28 expertos, emitió su informe final en junio de 2020 con recomendaciones dirigidas a superar los principales desafíos en los mercados financieros de la Unión Europea y a aumentar la competitividad de dichos mercados.

Con base en este informe, la Comisión publicó en septiembre de 2020 el nuevo Plan de Acción de la Unión de los Mercados de Capitales de 2020, que identificaba 16 acciones para alcanzar los 3 objetivos principales (Comisión Europea, 2020).

Objetivo 1: apoyar una recuperación ecológica, digital, integradora y resiliente, facilitando el acceso a la financiación para las empresas europeas

ACCIÓN 1: hacer que las empresas sean más visibles para inversores transfronterizos.

Para ello se propuso la creación de un **Punto de Acceso Único Europeo (ESAP)** gratuito y en línea con el objetivo de proporcionar toda la información pertinente divulgada por empresas (información financiera y relacionada con la sostenibilidad). Ello haría posible facilitar el flujo y el uso de la información, permitiría una asignación más eficiente del capital en toda la UE y reforzaría la resistencia de la economía mediante una distribución más amplia del riesgo.

La tramitación del ESAP ha finalizado y se espera que la plataforma esté disponible desde el verano de 2027 y gradualmente, en un plazo de cuatro años, se incorporarán al ESAP diversos reglamentos y directivas, por orden de prioridad.

ACCIÓN 2: apoyar el acceso a los mercados públicos.

Se concretó con dos instrumentos:

i) Listing Act.

Este paquete legislativo busca disminuir las cargas para las empresas que deseen captar fondos en los mercados públicos de la UE, particularmente las pymes. Entre los cambios legislativos propuestos se encuentran los siguientes:

- El abaratamiento y la simplificación de los folletos de primeras emisiones, buscando acelerar el proceso y reducir los costes.
- La introducción de cambios en torno a la normativa de abuso de mercado, tratando de aportar una mayor claridad sobre la divulgación de información privilegiada o instaurar un régimen sancionador más proporcionado para las pymes.

ii) Grupo de expertos técnicos de las partes interesadas en las pymes.

Con objeto de proporcionar conocimiento e *input* sobre cómo impulsar el acceso de las pymes a los mercados públicos, se creó en 2020 un grupo de expertos técnicos.

ACCIÓN 3: apoyar los vehículos de inversión a largo plazo.

Los fondos de inversión a largo plazo europeos (FILPE) son vehículos especializados que proporcionan financiación a largo plazo a empresas no cotizadas, pymes cotizadas y proyectos sostenibles de energía, transporte e infraestructura social, con el objetivo de respaldar el crecimiento sostenible. Se consideró necesario revisar el marco legislativo para facilitar su utilización, lo que ya se ha hecho y está siendo aplicada desde enero de 2024.

ACCIÓN 4: fomentar una mayor financiación a largo plazo y del capital por parte de los inversores institucionales.

Con el objeto de garantizar que los bancos y las compañías de seguros no se viesen limitados en las inversiones a largo plazo como consecuencia de las normas prudenciales de la UE, se decidió:

- Modificar el reglamento sobre requisitos de capital de **Basilea III** para evitar que estos tuviesen un impacto negativo en las inversiones a largo plazo de los bancos en capital de las pymes. En junio de 2023, el Parlamento Europeo y el Consejo alcanzaron un acuerdo político y se espera que las nuevas normas se apliquen a partir del 1 de enero de 2025.
- Modificar el reglamento de **Solvencia II** para promover las inversiones a largo plazo de las compañías de seguros. Se alcanzó un acuerdo en diciembre 2023 al respecto.

ACCIÓN 5: dirigir a las pymes hacia proveedores alternativos de financiación.

La Comisión Europea se comprometió a analizar la posibilidad de establecer un sistema que redirija a aquellas pymes cuya financiación se ha rechazado hacia otros proveedores de financiación alternativos, facilitando el acceso a un conjunto mayor de opciones de financiación. De momento, la Comisión ha llevado a cabo consultas y publicado un informe, en el que concluye que un sistema basado en el ESAP sería la vía más adecuada.

ACCIÓN 6: ayudar a los bancos a prestar más a la economía real.

Buscando reforzar el papel de la titulización como instrumento de financiación, la Comisión publicó en octubre de 2022 un informe en el que se concluía que no se había dado un crecimiento en su uso, por lo que propuso revisar las normas técnicas de regulación y de aplicación por parte de las autoridades europeas de supervisión. Asimismo, se han llevado a cabo revisiones del tratamiento prudencial de la titulación de bancos y compañías de seguros.

Objetivo 2: hacer de la ue un lugar aún más seguro para que los individuos ahorren e inviertan a largo plazo

ACCIÓN 7: empoderar a los ciudadanos a través de la educación financiera.

La encuesta internacional de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) de 2020 sobre educación financiera mostraba que aproximadamente la mitad de la población adulta de la UE no tenía una comprensión adecuada de conceptos financieros básicos, especialmente entre segmentos poblacionales más vulnerables. Para fomentar el desarrollo de la educación financiera:

- Se ha impulsado un **marco conjunto de competencias financieras** entre la UE y la OCDE, que integra competencias de finanzas digitales y finanzas sostenibles.
- Se ha introducido un nuevo **Eurobarómetro de educación financiera** en la UE, que es una herramienta de medición y evaluación de las competencias financieras.
- Se han introducido requisitos de promoción de la educación financiera en **MiFID II** y en la **IDD** (Directiva de Distribución de Seguros).

ACCIÓN 8: fomentar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales.

En consonancia con este objetivo, la Comisión publicó el 24 de mayo de 2023 su **Estrategia de Inversión Minorista (RIS)**, que sitúa el interés del consumidor en el centro de la inversión minorista. El conjunto de medidas propuesto tiene por objeto capacitar a los inversores minoristas en los mercados de capitales de la UE, garantizando al mismo tiempo que reciban un trato justo y estén debidamente protegidos. Entre las diferentes medidas propuestas destacan:

- La introducción de requisitos en relación con la publicidad de productos financieros.
- El ajuste de los criterios de admisibilidad de los inversores profesionales con el fin de garantizar la proporcionalidad y reducir la carga administrativa.
- La propuesta de la Comisión Europea de prohibir que se perciban incentivos en ventas no asesoradas, salvo ciertas excepciones, con la intención de alinear los intereses de las entidades con los de sus clientes.
- El concepto de *value for money*, que supone la introducción de limitaciones en los costes, buscando que sean proporcionados y estén justificados. Para la medición, se establecerían *benchmarks* por parte de ESMA, de manera que no podrían comercializarse productos que se desviasen de estas referencias.

ACCIÓN 9: apoyar a las personas en su jubilación.

Con una mayor esperanza de vida, las personas necesitan cada vez más invertir a largo plazo para obtener mayores rendimientos y un ingreso complementario para su jubilación. Para ello, se propuso:

- Crear un **cuadro de mandos sobre pensiones**, con indicadores significativos que proporcionasen a los Estados miembros una visión más completa de la adecuación de sus sistemas de pensiones.
- La **creación de un producto paneuropeo de pensiones (PEPP)**, un régimen voluntario a escala de la UE que sirva de complemento a los sistemas públicos y profesionales existentes a nivel nacional. El reglamento del PEPP entró en vigor en 2022.

Objetivo 3: integrar los mercados de capitales nacionales en un auténtico mercado único de capitales en toda la UE

ACCIÓN 10: aliviar la carga fiscal asociada a las inversiones transfronterizas.

Con el fin de reducir los costes fiscales para los inversores transfronterizos y prevenir el fraude fiscal, la Comisión adoptó en junio de 2023 una **Propuesta de Directiva relativa a una mitigación más rápida y segura de las retenciones en origen practicadas en exceso**. Esta directiva busca facilitar y agilizar los procesos de devolución de este tipo de retenciones.

ACCIÓN 11: hacer que el resultado de las inversiones transfronterizas sea más predecible en lo que respecta a los procedimientos de insolvencia.

La disparidad existente en torno a los procedimientos de insolvencia supone un obstáculo a la inversión transfronteriza. Unas leyes de insolvencia eficaces son uno de los criterios clave para que los inversores decidan si invertir más allá de sus fronteras.

Por ello se propuso:

- Introducir una evaluación periódica comparativa de los marcos nacionales de ejecución de préstamos.
- Armonizar los procedimientos básicos de insolvencia, para lo que la Comisión publicó en diciembre de 2022 una propuesta legislativa³. Esta propuesta establece un régimen simplificado para microempresas con el objetivo de reducir los costes, al liquidarlas y permitir que sus propietarios queden liberados de deudas, brindándoles la oportunidad de comenzar de nuevo. Además, se requerirá que los Estados elaboren un folleto informativo resumiendo los elementos esenciales de sus leyes nacionales de insolvencia, lo que facilitaría las decisiones de aquellos inversores que operan en varios países.

ACCIÓN 12: facilitar el compromiso de los accionistas.

Debido a las diferencias en las legislaciones nacionales en materia de sociedades, muchos inversores transfronterizos, en particular los más pequeños, no pueden ejercer su derecho de voto. La gestión de procesos de actuación empresarial complejos y divergentes es difícil y costosa. Para evitar los problemas derivados de ello, se ha planteado:

- Revisar la Directiva sobre los derechos de los accionistas II (DRS2) para armonizar las normas que rigen la interacción entre inversores, intermediarios y emisores en lo que respecta al ejercicio de los derechos de voto.

ACCIÓN 13: desarrollar servicios de liquidación transfronteriza.

El panorama europeo de la posnegociación estaba fragmentado, lo que perjudicaba la inversión transfronteriza. Lograr una armonización permitiría aumentar la competencia entre los proveedores de servicios de liquidación y reducir así los costes en que incurren los inversores y las empresas en las transacciones transfronterizas.

Para lograrlo, se aprobó en 2023 una **revisión del Reglamento de liquidación y depositarios centrales de valores (CSDR)**, que, entre otras, mejora el régimen de pasaporte de depositarios centrales de valores, reduce los costes y mejora la supervisión.

³ Véase la Propuesta de Directiva relativa a la armonización de determinados aspectos de la legislación en materia de insolvencia.

ACCIÓN 14: información consolidada.

Un sistema consolidado proporcionará datos consolidados sobre los precios y el volumen de los valores negociados en la UE, mejorando así la transparencia general de los precios en todos los centros de negociación. Junto con el punto de acceso único europeo a la información de las empresas (PAAS), dará a los inversores acceso a una información considerablemente mejorada a escala paneuropea. Para ello se ha modificado el marco regulador de MiFID II/MiFIR con objeto de introducir un documento consolidado de la UE.

ACCIÓN 15: protección y facilitación de las inversiones.

Con objeto de promover un entorno más favorable para las inversiones, la Comisión examinó el sistema existente de protección y facilitación de estas e identificó una falta de claridad y la existencia de divergencias en torno a los derechos de los inversores.

En este sentido, de momento solo se ha llevado a cabo un **Foro de Inversión** en junio de 2022 para:

- Identificar áreas horizontales con impacto en las inversiones a lo largo de toda su vida.
- Analizar cómo garantizar una aplicación eficaz de las medidas existentes de protección de inversiones.
- Definir qué medidas implementar a nivel europeo y nacional para facilitar las inversiones transfronterizas, especialmente las inversiones sostenibles.

ACCIÓN 16: supervisión.

Un elemento relevante para lograr el mercado único residía en alcanzar una armonización de las normas de la UE y avanzar hacia la convergencia en la supervisión. Para ello:

- Se publicó un informe para determinar cómo mejorar el **Código Normativo Único** para los mercados de capitales.
- Se llevaron a cabo consultas sobre la calidad y el cumplimiento de la información corporativa en cumplimiento de su compromiso de 2020 de evaluar las implicaciones del caso Wirecard y estudiar posibles medidas.

5 La situación en la actualidad: retos y perspectivas

La mayor parte de las medidas propuestas por el Plan de acción de 2020 se han adoptado en el nivel 1, excepto la revisión de EMIR 3 y de la Retail Investment Strategy⁴ (RIS).

Se han propuesto nuevas medidas que podrían contribuir al logro de la UMC.

Por un lado se han propuesto la iniciativa FASTER (Faster and Safer Relief on Withholding Taxes), cuyo objetivo es mejorar la rapidez y la seguridad de los procedimientos relativos a las retenciones y la iniciativa DEBRA (Debt Equity Bias Reduction Allowance), que propone mecanismos para asemejar el coste de la financiación vía deuda y vía mercados de capital para las empresas no financieras.

Paralelamente, se están llevando a cabo esfuerzos por desarrollar los mercados de capitales locales, por ejemplo, mediante el TSI (*technical support instrument*), que busca proporcionar asistencia técnica a ciertos Estados miembros.

Además, el Eurogrupo se ha comprometido a trabajar en medidas para profundizar en el plan y aumentar la participación a nivel nacional en torno a la iniciativa. Tras un ejercicio de evaluación y análisis realizados durante el segundo semestre de 2023, el presidente del Eurogrupo está preparando un conjunto de prioridades políticas sobre la UMC. Por su parte, el ministro de Finanzas de Francia encargó a un comité de expertos en enero de 2024 que emita recomendaciones para mejorar las condiciones de financiamiento de las empresas de la UE que podrían contribuir a las etapas futuras de la UMC y que fueron presentadas en abril de 2024⁵ (Direction générale du Trésor du France, 2024).

En último lugar, cabe señalar las conclusiones de Enrico Letta sobre mercado interior, presentadas al Consejo de la Unión Europea en abril de 2024, que resaltan la importancia y el papel que juega la Unión de los Mercados de Capitales. Por otro lado, se esperan también referencias a ello en el informe sobre la competitividad de la Unión encargado a Mario Draghi.

5.1 Efecto de las medidas

Pese a los esfuerzos realizados, la estrategia de la Unión de los Mercados de Capitales es una estrategia a largo plazo. Los avances están siendo lentos y las estadísticas muestran que aún queda un largo camino por recorrer.

i) Los efectos sobre el crecimiento y el volumen negociado han sido escasos a corto plazo.

A finales de 2021, el tamaño de los mercados de valores sobre el PIB de la UE era la mitad que el de EE. UU. y menor al de otras economías como Japón, China o

4 En febrero se alcanzó un acuerdo sobre la propuesta EMIR 3 entre el Consejo y el Comité Económico. La RIS está menos avanzada y se espera que los acuerdos tripartitos comiencen ya con el nuevo Parlamento y la nueva Comisión. Asimismo, desde 2023 y con el inicio de un nuevo ciclo político en el seno de la UE, se ha dado un impulso renovado al proyecto, buscando reavivarlo.

5 <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2024/04/25/developing-european-capital-markets-to-finance-the-future>

el Reino Unido. El total de los mercados de deuda y acciones públicas de la UE representó el 233 % del PIB, frente al 449 % de EE. UU. (Truchet, 2024).

Pero, además, entre 2006 y 2022, el tamaño de la actividad de los mercados de capitales ha disminuido en más de un 40 %, situándose en un 10 % de la actividad mundial frente al 18 % de 2006. Si se compara el peso del PIB europeo frente al mundial (19 %), supone una infrarrepresentación de estos mercados en relación con su peso en la actividad mundial. La brecha de este porcentaje frente al tamaño de la economía es especialmente significativa en OPV y los activos de pensiones (10 % y 9 %, respectivamente), determinantes clave para lograr el crecimiento del mercado (Truchet, 2024).

ii) El acceso al capital de las empresas no financieras sigue siendo escaso.

Las empresas no financieras de la UE siguen dependiendo en gran medida de los bancos, con un 76 % de sus préstamos corporativos provenientes de la banca, en comparación con el 27 % en EE. UU.

La participación de los activos negociables (valores de deuda y acciones cotizadas) en la estructura de financiamiento general de las empresas no financieras de la UE continúa siendo baja en comparación con EE. UU., el Reino Unido y Japón.

Se ha observado una disminución en la proporción de financiamiento de las empresas no financieras derivado de la emisión de bonos y acciones, lo que indica una mayor dependencia de la financiación bancaria.

iii) La reserva de capital disponible sigue siendo baja en comparación a otros países.

La participación de los hogares de la UE en los mercados de capitales no ha mejorado significativamente en los últimos años, y las reservas de capital disponibles para la inversión en los mercados de capitales también están por debajo del potencial de la economía de la UE.

La proporción de activos financieros de los hogares de la UE en moneda y depósitos sigue siendo mucho más alta en promedio que en EE. UU., y la participación de los activos en valores (acciones y fondos de inversión) es mucho menor en la UE que en EE. UU. Más concretamente, en la Unión Europea el porcentaje que se mantiene en depósitos y efectivo fue del 34,1 % en 2022 e incluso superaba el 50 % en 4 Estados miembros (Eurostat, 2023). En EE. UU., este porcentaje se sitúa en el 13,2% y en el Reino Unido, en el 30,8 % (OCDE, 2024).

Las estadísticas agregadas sobre los *pools* de capital disponibles confirman esta brecha con otras regiones, mostrando que el tamaño total de los activos financieros en la UE es aproximadamente la mitad del tamaño de los de EE. UU. y menor que los del Reino Unido en términos de porcentaje del PIB (Truchet, 2024).

En el siguiente cuadro pueden apreciarse los principales datos de los mercados de capitales en 2023.

Principales métricas de los mercados en 2023

CUADRO 2

	Indicador	Qué mide el indicador	2018 (%)	2023 (%)	Media 3 años (%)
Acceso al capital	Financiación del mercado Emisiones de acciones y obligaciones de las sociedades no financieras (SNF) en % de la financiación anual total de las SNF	Capacidad de las empresas para obtener financiación en el mercado público	12,80	10,30	10,70
	Capital riesgo pre-OPV <i>Crowdfunding, business angels</i> , inversión en crecimiento de capital privado e inversión en capital riesgo	Acceso de las empresas de nueva creación y las que no cotizan en bolsa a la financiación de la innovación	2,40	3,70	4,70
Fondos de capital de inversión	Productos FILPE Numero de productos FILPE comercializados en la UE	Disponibilidad de productos de fondos FILPE para financiar proyectos a largo plazo y pymes	10	80	62
Transición a las finanzas sostenibles y digitalización	Financiación ASG Emisión de bonos ASG en % de la emisión total de bonos	Etiquetado de los mercados de bonos ASG como porcentaje de todas las emisiones de bonos	3,60	12,70	14,10
	Fintech Indicador compuesto de financiación para empresas <i>fintech</i> , reserva de talentos, entorno normativo e innovación. Rango 0-1	Capacidad para permitir un ecosistema <i>fintech</i> adecuado	0,15	0,16	0,17
Eficiencia del ecosistema y la integración de los mercados de capitales	Transferencia de préstamos Emisiones de titulización y operaciones de cartera de préstamos en % del saldo vivo de los préstamos bancarios	Capacidad para transformar préstamos bancarios en instrumentos de los mercados de capitales (titulización y operaciones de préstamo)	3,20	1,80	1,90
	Finanzas transfronterizas Indicador compuesto de transacciones transfronterizas de fusiones y adquisiciones, emisión de bonos y acciones, capital privado y tenencias de cartera. Rango 0-1	Integración de los mercados de capitales en la UE	0,21	0,19	0,2
		Integración de los mercados de capitales con el resto del mundo	0,18	0,2	0,2
	Competitividad del mercado Indicador compuesto de acceso al capital, liquidez del mercado, fondos de capital y transición a un mercado sostenible y digital	Atractivo de los mercados de capitales de la UE	0,14	0,17	0,18

Fuente: AFME (2023).

5.1 Retos y perspectivas

Hay diversos factores que limitan el impacto de las medidas de la Unión de los Mercados de Capitales, derivados del propio diseño del plan.

En primer lugar, la complejidad intrínseca del proyecto. El desarrollo del mercado de capitales es un plan ambicioso y complejo. Incluye medidas que repercuten en diversos ámbitos heterogéneos y que requieren de múltiples acciones técnicas y especializadas difíciles de encapsular en una narrativa sencilla.

En segundo lugar, existen limitaciones en la formulación de políticas de la UE. La UMC está también restringida por los ámbitos políticos que están fuera de las competencias directas de la UE o que implican acciones en áreas más allá de la regulación de los servicios financieros.

En tercer lugar, la naturaleza heterogénea de los mercados de capitales de la UE, que requiere de objetivos y acciones adaptados a diferentes mercados con situaciones y grados de madurez dispares. Mientras que algunos países nórdicos y de Europa occidental cuentan con mercados de capitales bien desarrollados, muchos Estados de Europa central y oriental y del sur tienen una actividad limitada en los mercados de capitales, por lo que dependen en mayor medida de la financiación bancaria.

Algunos defienden que el enfoque actual persigue demasiados objetivos, lo que dificulta el proceso. Además de los objetivos principales de desarrollar e integrar los mercados de capitales, se han introducido varios auxiliares, lo que ha difuminado la narrativa general de la UMC. Además, el gran número de acciones, muchas de las cuales implican revisiones de regulaciones existentes, ha desviado los esfuerzos hacia medidas con efectos más marginales.

5.2 El futuro de la UMC

Revisando la literatura existente en la actualidad y el debate en los foros especializados, así como diversos *position papers*, existen diferentes propuestas en torno a qué rumbo debería tomar la UMC del futuro:

i) Enfoque en un menor número de prioridades transformadoras.

Varias propuestas recomiendan centrar el enfoque de la iniciativa de la UMC en un conjunto más reducido de prioridades de alto impacto, probablemente para impulsar un progreso más tangible en el crecimiento y la integración de los mercados de capitales de la UE. Las prioridades sugeridas abarcan objetivos de política, impulsores para el desarrollo del mercado de capitales y acciones políticas adicionales.

Además, se ha sugerido que la capacidad de las medidas propuestas y adoptadas para atraer inversiones a la UE y apoyar la financiación de las empresas de la Unión debería evaluarse de manera más sistemática a lo largo del proceso legislativo, con pruebas previas a la implementación del impacto en el

mercado o la competitividad (junto con el monitoreo posterior a la implementación), para garantizar que las regulaciones adoptadas fomenten de manera efectiva un entorno propicio para el desarrollo de los mercados de capitales de la UE.

ii) **Ir más allá de las medidas regulatorias y supervisoras.**

Algunas voces también sugieren que las futuras prioridades de la UMC deben abarcar más que solo medidas regulatorias y supervisoras. Argumentan que incluir aspectos como la innovación de productos, la estructura del mercado, los incentivos para emisores e inversores, el acceso al mercado y la disponibilidad de datos también es crucial para el crecimiento del mercado de capitales europeo.

Igualmente, se ha destacado la importancia de adoptar medidas para racionalizar la infraestructura actual del mercado de capitales y evitar la fragmentación. Las propuestas incluyen el establecimiento de nuevas plataformas de la UE en áreas emergentes del mercado de capitales, como el desarrollo de infraestructuras comunes de la UE para activos tokenizados o la consolidación de las bolsas de valores para mejorar la liquidez en estos mercados. Las sugerencias también contemplan fomentar movimientos de integración de las infraestructuras de mercado de negociación o posnegociación.

iii) **Impulso de un supervisor único.**

El debate en torno a la fragmentación del mercado ha llevado a plantear la centralización de la supervisión. Se perciben posiciones dispares entre los diferentes Estados miembros, defendiendo algunos que se trata de una piedra angular en el logro de una verdadera Unión de los Mercados de Capitales, mientras que otros consideran que hay ciertos aspectos de la supervisión que no deberían descentralizarse, por la necesidad o conveniencia de mantenerlos cerca de los supervisados.

iv) **Impulsar la digitalización.**

Asimismo, se propone el establecimiento de objetivos ambiciosos en términos de digitalización de las actividades de negociación y posnegociación y de distribución de productos de inversión, que pueden incluir medidas específicas para apoyar la implementación de tecnología de libros de cuentas distribuidos (DLT) e inteligencia artificial (IA) en los mercados de valores, y una adopción de las medidas de finanzas abiertas FiDA propuestas por la Comisión, así como una mayor estandarización, por ejemplo una reducción en los ciclos de liquidación para lograr una digitalización más avanzada.

6 Hacia dónde vamos: posiciones o propuestas de actualidad

Los mercados de capitales son una pieza esencial en el acceso a la financiación a largo plazo que necesitarán las empresas europeas en esta década. Los niveles sin precedentes de inversión adicional necesarios para la descarbonización de nuestras economías y otras prioridades estratégicas como la transformación digital no pueden financiarse recurriendo únicamente a presupuestos públicos o préstamos bancarios. Las empresas europeas (incluidas las españolas) tendrán que aumentar significativamente su patrimonio para fortalecer sus balances y también para poder absorber nuevos préstamos para esos proyectos de inversión masiva.

Por lo tanto, la provisión de financiación por parte de los mercados de capitales, ya sean públicos o privados, es imprescindible y debería constituir una prioridad estratégica para la UE. Sin embargo, los mercados de capitales no se han desarrollado lo suficiente en la Unión en la última década.

En términos de resultados, las medidas de la UMC y el apoyo político aún tienen que traducirse en mejoras concretas. Son demasiado recientes y hay que esperar algún tiempo antes de que se pueda ver realmente el impacto en los mercados. Dicho esto, procede realizar un diagnóstico respecto a la situación actual de los mercados en la UE y analizar los problemas que perduran. Algunos ejemplos destacados están relacionados con el grado de desarrollo de los mercados, la persistencia de barreras a la inversión transfronteriza, ciertas características estructurales que frenan el desarrollo de los mercados o el debate sobre el modelo supervisor:

i) Grado de desarrollo de los mercados.

En términos de capitalización sobre el PIB, se puede observar que los mercados europeos están lejos de EE. UU. u otras áreas (65 % vs. más del 150 %) (Banco Mundial, 2020).

Respecto de los mercados primarios, especialmente los mercados de acciones, no están ofreciendo una proporción suficientemente grande de la financiación que necesitan las empresas de la UE. El número de OPV ha disminuido desde 2008. Si se añaden las exclusiones de la negociación, la consecuencia es una gran reducción del número de empresas cotizadas en la UE (de más de 12.600 en 2008 a 7.000 en 2023).

ii) Persistencia de barreras a la inversión transfronteriza.

La UMC no ha resuelto las principales barreras identificadas como potenciales impedimentos a los flujos de capital transfronterizos. Estos obstáculos a menudo se deben al derecho nacional, como las diferencias en las reglas de insolvencia o fiscales, o la falta de educación financiera.

Sin embargo, a pesar de estas barreras existentes, los mercados de capitales de la UE ya están fuertemente integrados. Mucho más que los mercados bancarios.

Tomando como ejemplo a España, la proporción de empresas cotizadas en manos de no residentes fue del 50 % en 2022 (BME, 2022). La competencia

transfronteriza en los fondos de inversión también es elevada: cerca de la mitad de los fondos de inversión adquiridos por españoles no se fabrican ni gestionan en España. Además, la tenencia de bonos soberanos españoles por parte de inversores en otros Estados miembros representa más del 40 % y más de la mitad de las emisiones de renta fija de compañías españolas se realizan fuera de España.

Por lo tanto, se puede observar que existe un grado elevado de flujos financieros transfronterizos en los mercados europeos, a pesar de que numerosas voces señalan que existe un grave problema de fragmentación en dichos mercados.

Si se observan los mercados secundarios, específicamente las plataformas de negociación de acciones, es cierto que existen diversos mercados nacionales y también plataformas con cuotas elevadas en los volúmenes totales negociados en prácticamente todas las acciones en la UE. Esto podría considerarse un problema, pero, por una parte, la competencia entre plataformas de negociación ha implicado beneficios para los inversores, en forma de disminución de costes y mejores servicios. Y, por otra parte, muchas otras áreas económicas con mercados primarios y secundarios más activos, incluido EE. UU., muestran una elevada fragmentación y competencia y, aun así, una gran profundidad en sus mercados de capitales. En todo caso, las experiencias de consolidación en esta área no han demostrado tener un impacto directo en el crecimiento de los mercados.

Dicho esto, un área en la que podría existir mayor potencial de beneficios derivados de un mayor grado de integración o, al menos, de mayores y mejores enlaces entre las infraestructuras es la de la posnegociación (que implica a entidades de contrapartida central o ECC y a depositarios centrales de valores o DCV). Las 14 ECC y 32 DCV europeos no salen bien parados si se comparan con solo 1 ECC de renta variable y 1 solo DCV en EE.UU.

iii) **Características estructurales que frenan el desarrollo de los mercados.**

También es muy evidente que existen características estructurales en Europa como el tamaño de las empresas, con predominio de las pymes (aún más en España), o el perfil de riesgo de los inversores, bastante conservador en muchos países de la UE, que suponen limitaciones para el desarrollo de los mercados.

iv) **Debate sobre el modelo de supervisión.**

Como se ha mencionado con anterioridad, recientemente se han emitido o publicado una serie de propuestas que sitúan este asunto en el centro del debate sobre la UMC y, más concretamente, en la idea de que ESMA centralice las competencias de supervisión de valores en la UE.

Que ESMA asuma aún más tareas es un debate relevante y pertinente. En primer lugar, hay que reconocer que la creación de esta autoridad en 2011 y todo el impresionante trabajo que ha desarrollado desde entonces han supuesto un gran paso en la buena dirección de contar con un código normativo

único y un alto grado de convergencia supervisora en el ámbito de los mercados de capitales.

Aunque todavía queda un margen significativo para un mayor uso de las herramientas y competencias de ESMA, la centralización de la supervisión en esta autoridad de algunas áreas adicionales de los mercados financieros de la UE podría aportar ciertos beneficios relevantes, pero es poco probable que sea una solución mágica para atraer a las empresas en gran número a los mercados de capitales o fomentar la inversión.

Si el objetivo es impulsar el crecimiento de los mercados, esta iniciativa no debería constituir la principal propuesta de actuación, pues los beneficios potenciales de implementarla se centrarían más bien en aumentar la protección al inversor o en conseguir una mayor estabilidad financiera, no en que los mercados de valores europeos logran un mayor tamaño y profundidad.

También habría que tener en cuenta la posibilidad de que exista cierta relación de intercambio entre una mayor armonización regulatoria y convergencia supervisora y la opción de centralizar la supervisión.

Además, la centralización puede tener más sentido en aquellos segmentos en los que hay pocos participantes sistémicos, con una presencia significativa en varios Estados miembros y que están regulados únicamente, o principalmente, por la normativa europea, no estando demasiado sujetos a las especificidades locales. También, con carácter general, en aquellas áreas en las que exista un mayor riesgo de arbitraje regulatorio.

Algunos ejemplos de ello podrían ser las entidades de contrapartida central, la creación y gobernanza de productos financieros, algunas emisiones relevantes o servicios sobre criptoactivos.

No obstante, esto no suele ocurrir con las normas aplicables a los emisores cotizados localmente o a la distribución minorista de productos financieros. En estos casos, la supervisión nacional puede ser más eficaz.

Además, cabe señalar que los mercados de la UE han tenido bastante más actividad en el pasado teniendo la misma estructura de supervisión que en la actualidad o una aún más descentralizada, e incluso mercados como Suecia presentan un excelente dinamismo a pesar la estructura de mercados y el esquema supervisor existentes.

En el contexto actual, resulta interesante adentrarse en las propuestas más recientes y las propuestas más innovadoras que están configurando el debate en torno a la Unión de los Mercados de Capitales. Durante el último año, se ha presenciado un renovado interés en impulsar esta unión y llevar a cabo reformas significativas. El incremento notable en la cantidad de publicaciones, informes de posicionamiento y análisis que resaltan la importancia de esta unión ha colocado este asunto en el epicentro de la atención.

Además, se han emitido *position papers* sobre cómo debería continuarse avanzando en la UMC por parte de organismos como la Autoridad de Mercados

Financieros de los Países Bajos (AFM), junto con el Banco Central de Países Bajos (DNB), la Liga Europea para la Cooperación Económica (ELEC) o la Federación Europea de Bolsas y Valores (FESE). Estas contribuciones están enriqueciendo el debate y brindando perspectivas únicas sobre el futuro de la integración financiera en Europa. Asimismo, en el último mes, figuras prominentes como la del ex primer ministro italiano, Enrico Letta, han enfatizado el papel central que desempeña en la consecución del Mercado Único, mientras que el Consejo Europeo ha reconocido su relevancia para aumentar la competitividad europea. Este impulso hacia una mayor integración financiera está generando nuevas medidas y debates que están delineando el curso de la nueva Unión de los Mercados de Capitales. En este contexto, se analizarán estas propuestas y su impacto en el porvenir del mercado financiero europeo.

6.1 *Position papers* de instituciones relevantes

Durante el último año muchas instituciones han ido posicionándose en torno a los debates de actualidad y emitiendo propuestas acerca de cómo seguir avanzando en la UMC. En este contexto, resulta pertinente analizar las posiciones adoptadas por la AFM, junto con el DNB, la ELEC o la FESE.

i) Necesidad de fomentar una mayor armonización, especialmente en materia de insolvencia.

La promoción de una mayor armonización, particularmente en el ámbito de la insolvencia, es un asunto destacado por las diferentes voces que suenan en la actualidad. Muchas autoridades e instituciones resaltan la necesidad de unificar las leyes de insolvencia corporativa para facilitar los flujos de capital transfronterizos. No obstante, se detectan diferencias en torno a cómo debería llevarse a cabo. La AFM y el DNB abogan por un enfoque gradual hacia una verdadera unión de capitales, proponiendo ajustes iniciales en áreas críticas como la definición de accionistas, los derechos de voto y el procesamiento de acciones corporativas. Por otro lado, la ELEC propone la adopción de un enfoque común en aspectos fundamentales como los procedimientos de retención de impuestos y sugiere la creación de una ley de insolvencia corporativa común, opcional para los emisores de bonos, como medida para impulsar la competencia y la reforma a nivel de la Unión.

ii) Postura en torno a la centralización en un supervisor único.

Respecto a la supervisión centralizada, la AFM y el DNB sostienen que esta medida puede mitigar la fragmentación del mercado y promover un funcionamiento más eficiente de los mercados de capitales. Propone una transición gradual hacia la supervisión centralizada de infraestructuras críticas del mercado financiero transfronterizo. Por su parte, la ELEC también destaca la necesidad de avanzar en la armonización de la supervisión mediante un enfoque centralizado, reconociendo la pertinencia de que la supervisión del mercado minorista permanezca en manos de las autoridades nacionales.

iii) Necesidad de redirigir los ahorros de los minoristas.

Ambas instituciones hacen referencia a la importancia de redirigir los ahorros de los minoristas hacia los mercados de capitales. La AFM propone medidas concretas como asegurar que el asesoramiento a los inversores sea independiente, planes de pensiones de inscripción automática y programas de alfabetización financiera. Por otro lado, la ELEC sugiere examinar cómo los códigos fiscales nacionales distorsionan las elecciones de inversión de los hogares y adoptar sistemas de pensiones con inscripción automática.

En este sentido, la FESE destacaba en una publicación reciente cómo el Gobierno sueco había promovido la participación de los minoristas en el mercado de valores. En el año 2021, Suecia ocupó el segundo lugar, después del Reino Unido, en términos del valor de OPV en Europa. Este logro se atribuyó a varias medidas implementadas por el Gobierno sueco. Por un lado, se introdujeron deducciones fiscales para la inversión en pymes, lo que incentivó que los inversores minoristas dirigiesen sus ahorros hacia el mercado de valores y generó una significativa reserva de capital para las OPV. Por otro lado, se llevó a cabo un esfuerzo considerable por consolidar los fondos de pensiones, destinando una parte de los activos a inversiones alternativas, lo que contribuyó a fortalecer el mercado de valores. Además, se implementaron iniciativas para promover la educación financiera entre los ciudadanos y se fomentó un entorno más innovador para estimular la participación en el mercado de valores.

iv) **Promover la competencia en el mercado de capitales.**

En cuanto a la promoción de la competencia en el mercado de capitales, ambas instituciones resaltan la importancia de que los fondos europeos logren un mayor tamaño y así aprovechar las economías de escala que de ello se derivan. La AFM y el DNB hacen referencia a evitar distorsiones innecesarias en la revisión de EMIR y a la necesidad de ajustar el régimen IFD/R. Por su parte, la ELEC destaca la importancia de crear marcos regulatorios calibrados y promover medidas que permitan redirigir los fondos hacia activos a largo plazo.

6.2 Propuestas del Eurogrupo

El 11 de marzo, el Eurogrupo emitió una declaración (Eurogrupo, 2024) resaltando la urgencia de desarrollar los mercados de capitales para impulsar la competitividad europea. Reconociendo la importancia de canalizar eficazmente los ahorros nacionales y el capital extranjero hacia empresas innovadoras, se destacó su potencial como motor de crecimiento y palanca para posicionar a la UE como líder global en innovación. A pesar de los avances recientes, se señaló que los mercados de capitales aún no han alcanzado su máximo potencial. La falta de unos mercados de capitales profundos obliga a las empresas más innovadoras a buscar financiación en el extranjero, lo que limita su crecimiento. En vista de esto y en preparación para el próximo mandato legislativo europeo 2024-2029, el Eurogrupo propuso 13 medidas distribuidas en 3 áreas de actuación:

- i) **Arquitectura:** con objeto de canalizar mejor los fondos hacia las empresas innovadoras de la UE, propone desarrollar un sistema regulatorio competitivo, simplificado e inteligente.
- ii) **Negocio:** busca aumentar las inversiones en la UE, especialmente en los sectores sostenible y digital, y garantizar que las empresas, especialmente las pymes, tengan acceso al financiamiento adecuado para crecer dentro de la UE, puedan ser competitivas y no se vean obstaculizadas por una carga administrativa excesiva.
- iii) **Ciudadanos:** se busca crear mejores oportunidades para que los ciudadanos de la UE acumulen riqueza y mejoren la seguridad financiera, aumentando la participación minorista directa e indirecta mediante el acceso a oportunidades de inversión rentables.

Iniciativas propuestas por el Eurogrupo

CUADRO 3

Arquitectura

- 1 **Desarrollar el mercado de titulización** de la UE, para permitir la transferencia de riesgos y mejorar la liquidez en la Unión. Proponen la evaluación de todos los factores de oferta y demanda que frenan su desarrollo.
- 2 **Fomentar la convergencia supervisora** de los mercados de capitales para fortalecer la integración, garantizar la estabilidad financiera y simplificar los procesos. Para su logro invitan al desarrollo de un marco regulatorio común, así como a explorar nuevas formas para mejorar la eficiencia y recopilación de datos de supervisión.
- 3 **Reevaluar el marco regulatorio** para reducir la carga regulatoria y los costes de transacción para los participantes del mercado, en particular para aquellos más pequeños.
- 4 **Impulsar la convergencia de los marcos nacionales de insolvencia** corporativa para facilitar la inversión transfronteriza, especialmente mediante la clasificación de reclamos o mediante la introducción de reglas para garantías financieras y liquidación.
- 5 **Armonizar aún más los marcos contables** para mejorar la comparabilidad transfronteriza de la información disponible de las empresas mediante la presentación de propuestas como la del desarrollo de un régimen voluntario NIIF *light* para pymes.
- 6 **Incrementar el atractivo de la financiación del mercado de capitales** para empresas a través de una mayor integración de las infraestructuras de mercado y mediante una mayor convergencia y armonización de los requisitos de cotización. Proponen analizar los obstáculos a las fusiones y adquisiciones y otras formas de integración, así como monitorizar los problemas que puedan haber surgido tras la implementación de la Ley de Cotizaciones.
- 7 **Fomentar la financiación de capital a través de sistemas fiscales corporativos nacionales** bien diseñados para garantizar que las empresas tengan acceso a fuentes de financiación diversificadas, mediante el análisis de formas de reducir el sesgo de endeudamiento patrimonial.

Negocio

- 8 **Mejorar las condiciones para la inversión institucional, minorista y transfronteriza en acciones**, especialmente en capital riesgo, para estimular el crecimiento económico, en particular a través de medios regulatorios e incentivos fiscales.
- 9 **Fortalecer la posición de la UE en finanzas sostenibles** para promover la inversión responsable y el desarrollo sostenible.

Ciudadanos

- 10 **Crear un entorno de inversión atractivo, sencillo y centrado en el consumidor** para facilitar el acceso a oportunidades de inversión rentables y seguras. Invita a revisar los impuestos personales para hacerlos más compatibles con la inversión, así como a implementar medidas que fomenten la inversión minorista. Solicitan la implementación del marco europeo de identidad digital.
- 11 **Apoyar flujos de ingresos complementarios para una población envejecida** a través de productos de ahorro e inversión a largo plazo. Para ello proponen revisar y mejorar el PEPP, desarrollar unos sistemas de seguimiento de pensiones que proporcionen a los ciudadanos una visión general de sus ingresos de jubilación futuros y que la Comisión cree un panel de pensiones que permita seguir la evolución de la cobertura de pensiones en los Estados miembros.
- 12 **Promover una cultura de inversión** entre los ciudadanos para aumentar la participación en los mercados financieros mediante la creación de iniciativas que impulsen la alfabetización financiera y que creen mayor interés en la generación de riqueza a largo plazo, así como mediante la revisión de la Directiva sobre los derechos de los accionistas de la UE para armonizar los derechos de estos y minimizar los obstáculos transfronterizos.
- 13 **Desarrollar productos de inversión transfronterizos atractivos y simples** para ofrecer oportunidades de inversión diversificadas y accesibles a nivel europeo. Proponen elaborar un marco para un producto de inversión/ahorro transfronterizo común.

Fuente: Declaración del Eurogrupo del 11 de Marzo de 2024.

6.3 El informe de Enrico Letta: la Unión del Ahorro y la Inversión

En su informe de abril de 2024, titulado *Much more than a market: Speed, security, solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens*, Enrico Letta, ex primer ministro italiano, presenta una visión estratégica integral para fortalecer el papel de la UE en la escena económica mundial. En el informe destaca la importancia crucial de la financiación como motor para alcanzar los objetivos estratégicos de la UE y propone la creación de una Unión del Ahorro y la Inversión como paso necesario hacia el fortalecimiento de la Unión de los Mercados de Capitales y la consecución de la sostenibilidad y prosperidad en toda la región.

La Unión de los Mercados de Capitales, establecida con el objetivo de integrar y profundizar los mercados financieros en la UE, no ha logrado materializarse en resultados tangibles en la práctica, según Letta. Esto subraya la necesidad de un nuevo impulso que intensifique los esfuerzos comunes para alcanzar una verdadera integración financiera en Europa. En este contexto, Letta propone la Unión del Ahorro y la Inversión como un concepto más amplio y ambicioso, que busca no solo integrar los mercados de capitales, sino también retener el ahorro privado dentro de Europa y hacer que la inversión en el continente sea más atractiva, maximizando así el uso de los recursos económicos disponibles.

La propuesta de Letta para la creación de esta Unión del Ahorro y la Inversión se estructura en torno a tres ejes principales, cada uno con un conjunto específico de medidas destinadas a abordar los desafíos y oportunidades clave.

i) **Impulsar los recursos privados para la transición verde.**

En este primer eje, el informe destaca la existencia de una brecha de financiamiento tanto en términos de cantidad como de tipo de financiación disponible para la transición hacia una economía más verde y sostenible. Señala que la financiación pública resulta insuficiente y no siempre es la más adecuada para abordar desafíos específicos, como el desarrollo de nuevas tecnologías verdes. Para superar estos obstáculos, Letta propone un enfoque dual que busca mejorar la integración financiera en la UE y poner un énfasis estratégico en lograr transiciones justas, verdes y digitales.

ii) **Crear un ecosistema para la inversión europea.**

El segundo eje estratégico propuesto por Enrico Letta se centra en la creación de un ecosistema sólido y dinámico que facilite la inversión europea y promueva el crecimiento económico en toda la región. Letta identifica tres áreas estructurales que requieren acción urgente para lograr este objetivo: la oferta de capital, la demanda de capital, y el marco institucional y la estructura de mercado.

– **Medidas que aumenten la oferta de capital.**

Para aumentar la oferta de capital, Letta lanza diversas propuestas.

En primer lugar, hace referencia a la necesidad de incrementar la financiación por parte de los inversores institucionales. Para ello, Letta sugiere fortalecer el papel de los fondos de pensiones, ampliar el enfoque de los modelos de inversión de compañías de seguros para desbloquear más capital y crear un marco europeo conjunto para identificar a los inversores cualificados. En relación con los planes de pensiones, plantea la creación de un producto de ahorro a largo plazo de la UE con inscripción automática, mediante la inclusión de una cláusula automática en el PEPP o la creación de un producto de ahorro en el lugar de trabajo.

En segundo lugar, el informe identifica como problema principal la falta de un instrumento efectivo que canalice el ahorro minorista hacia la economía real europea, ya que la mayor parte del ahorro de los hogares europeos se deposita en cuentas bancarias o se invierte en fondos mutuos, muchas veces gestionados por grandes fondos estadounidenses. Como solución, propone lanzar un nuevo esquema europeo que integre un incentivo fiscal nacional con los FILPE, con el fin de compensar la iliquidez y fomentar su uso. La cantidad sería determinada por cada Estado miembro, siempre y cuando supere un umbral mínimo establecido por la UE que garantice un atractivo suficiente.

En tercer lugar, señala la necesidad de apoyar la inversión privada mediante el aumento de las garantías del sector público. Propone lanzar una Garantía Verde Europea (EGG) específica, en colaboración con la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones (BEI). Esta garantía estaría destinada a respaldar el financiamiento bancario de proyectos

y empresas verdes, siguiendo el modelo del European Fund for Strategic Investments (EFSI). Con la implementación de esta garantía, los prestamistas europeos podrían proporcionar el financiamiento necesario, lo que ayudaría a mitigar el posible *riesgo de transición verde*.

Una cuarta propuesta para aumentar la oferta es el fomento de las asociaciones público-privadas (APP). El informe señala la importancia de la participación del capital privado para desarrollar tanto infraestructuras verdes como digitales, ante la insuficiencia de fondos públicos para llevar a cabo tales inversiones. Propone un cambio de modelo interno a APP contractuales mediante concesiones y licencias, el fortalecimiento de los marcos regulatorios, el aumento del uso de instrumentos de financiación mixta y el impulso de un marco de política integral que permita la participación de compañías de seguros y fondos de pensiones en APP.

Finalmente, para mejorar la accesibilidad y efectividad del marco de titulación en el contexto de la inversión y financiación en la Unión Europea, se propone introducir medidas dirigidas a optimizar el proceso de titulación para hacerlo más eficiente y efectivo a la hora de atraer inversiones y financiación para diversos proyectos en la región.

– **Medidas que aumenten la demanda de capital.**

Para incrementar la demanda de capital en la Unión Europea, se proponen medidas estratégicas específicas:

En primer lugar, se plantea el establecimiento de un punto único de acceso a los mercados de capitales para las pymes con requisitos simplificados. Esta iniciativa implicaría la colaboración entre las principales bolsas de valores de la UE para agrupar los segmentos de pymes y crear así una puerta de acceso unificada, supervisada por ESMA. Esta acción simplificaría los procedimientos y reduciría las barreras de entrada para las pymes, permitiéndoles acceder de manera más efectiva a la financiación a través de los mercados de capitales.

Además, se propone iniciar una campaña destinada a crear conciencia sobre las ventajas (junto con los riesgos) de los mercados de capitales. Esta campaña educativa tendría como objetivo informar a las pymes y a otros actores del mercado sobre las oportunidades que ofrecen los mercados de capitales para la financiación empresarial, así como los riesgos asociados. El aumento de la conciencia y la comprensión de los mercados de capitales podría fomentar una mayor participación de las pymes en ellos.

Por otro lado, se sugiere impulsar la creación de una bolsa europea de tecnología punta para abordar los desafíos específicos a los que se enfrentan las *startups* de tecnología avanzada en la región. Estas empresas, caracterizadas por su alto riesgo y retorno de inversión a largo plazo, a menudo encuentran dificultades para acceder a financiamiento adecuado en los mercados financieros tradicionales. La creación de una bolsa de

valores de tecnología avanzada de la UE proporcionaría un entorno de financiamiento especializado para estas empresas, facilitando el acceso al capital riesgo y a inversores dispuestos a asumir mayores riesgos. Para que esta bolsa sea efectiva, se requeriría el establecimiento de reglas y supervisión específicas adaptadas a las necesidades de las empresas de tecnología avanzada.

– **Medidas dirigidas a mejorar el marco institucional y la estructura de mercado.**

El marco institucional y la estructura del mercado financiero europeo presentan una serie de desafíos que obstaculizan su plena integración y funcionamiento eficiente. Entre estos desafíos se encuentran la fragmentación del mercado, la formación de oligopolios y duopolios en ciertos sectores financieros, y la desigualdad en la supervisión nacional, que crea un terreno de juego desigual para los participantes del mercado. Para abordar estos problemas, se proponen diversas medidas.

En primer lugar, se sugiere fortalecer la supervisión financiera mediante la centralización gradual de ciertos aspectos en ESMA. Se propone que esta autoridad asuma más responsabilidades de supervisión para las entidades financieras principales con base en criterios como el tamaño, las actividades transfronterizas y su importancia sistémica. Esto incluiría no solo a las instituciones financieras, sino también a otros participantes clave del mercado, como lugares de negociación, emisores y gestores de activos. Además, se plantea mejorar gradualmente los poderes de supervisión directa de ESMA, adoptando una estrategia de abajo arriba. Esto implicaría un proceso iterativo en el que ESMA adquiriría gradualmente más responsabilidades de supervisión directa a medida que se introducen cambios en el sistema de gobernanza para garantizar la eficiencia en la toma de decisiones e independencia.

En segundo lugar, se plantea la necesidad de reformar el marco legislativo para promover la competitividad y la armonización en toda la UE. Esto incluiría la incorporación de objetivos específicos de competitividad en el proceso legislativo relacionado con el sector financiero, así como la promoción de una mayor armonización en la interpretación de reglas y estándares financieros en toda la Unión.

Finalmente, se destaca la importancia de armonizar los regímenes de insolvencia y optimizar los procesos de compensación y liquidación en toda la UE. Esto contribuiría a facilitar la inversión transfronteriza y a promover un mayor acceso al mercado en toda la Unión, creando un ambiente más propicio para la inversión y promoviendo una mayor integración del mercado financiero europeo. Asimismo, se propone la armonización de las prácticas posnegociación para eliminar las disparidades en las reglas y procedimientos relacionados con los impuestos, los derechos de los accionistas y los procedimientos de insolvencia del mercado. Esto crearía un entorno más favorable para la inversión

transfronteriza al eliminar obstáculos y promover una mayor integración del mercado financiero europeo.

iii) **Puntos de referencia únicos para los mercados financieros europeos.**

Finalmente, el tercer eje para fortalecer la Unión del Ahorro y la Inversión consiste en la creación de puntos de referencia únicos para los mercados financieros europeos.

Letta propone centralizar las emisiones de bonos en la UE, lo que permitiría la creación de un colateral líquido y libre de riesgos. Esto nivelaría las condiciones financieras entre los diferentes operadores y facilitaría la inversión en innovación y transiciones económicas. Un ejemplo de este enfoque es la fusión de emisiones, como la iniciativa SURE y el Fondo de Recuperación para la Economía Europea (NGEU), lo que fortalecería el papel del euro y contribuiría a la estabilidad financiera y el crecimiento económico en la región.

7 Conclusiones

Este análisis destaca la urgencia y la importancia de avanzar hacia una Unión de los Mercados de Capitales más profunda y completa en Europa. En un momento en el que la región busca recuperarse de los impactos económicos de la pandemia y fortalecer su posición en la escena global, la convergencia de visiones entre figuras e instituciones destacadas subraya un creciente consenso sobre la necesidad de una acción coordinada en este ámbito.

La declaración del 17 de abril del Consejo Europeo refleja cómo estas ideas están influyendo directamente en las discusiones sobre la UMC. En su declaración, el Consejo instó a la Comisión a seguir avanzando en la consecución de la UMC, poniendo énfasis en la armonización de normas nacionales, el diseño de productos de ahorro transfronterizos y el fortalecimiento de la supervisión a nivel de la UE sobre los participantes del mercado más importantes. Estos aspectos son cruciales para eliminar barreras y promover un mercado financiero europeo más integrado y eficiente.

La consecución de mercados más profundos y líquidos, abiertos a un mayor número de empresas y ciudadanos, se hace más importante que nunca: no solo añadiría valor económico, sino que también desbloquearía un potencial significativo de inversión privada en toda la región.

Bibliografía

- AFME (2023). *Capital Markets Union Key Performance Indicators – Sixth Edition*.
- AFME (2023). *Conclusiones del Informe Anual de AFME: «Indicadores KPI de la Unión de los Mercados de Capitales» sobre el rendimiento de los mercados europeos*.
- Asdrubali, P., Sorensen, B.E. y Yosha, O. (1996). «Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–1990». *Quarterly Journal of Economics*, n.º 111, pp. 1081-1110.
- Banco Mundial (2022). Obtenido de <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>
- Banco Mundial. (2022). *DataBank - Global Financial Development*. Obtenido de <https://databank.worldbank.org/source/global-financial-development>
- Bergés, Á. y Manzano, D. (2023). *Finanzas de los hogares 2000-2022: escaso ahorro y mayor brecha generacional*. Fundación AFI.
- Bierbaum, M. (2023). «Building EU capital markets from the bottom-up analysis of pools of long-term capital in the EU with a focus on pensions». *New Financial*.
- BME (2022). *Informe sobre la propiedad de las acciones cotizadas*.
- Comisión Europea (2015). *Plan de acción para la creación de un mercado de capitales*. Obtenido de <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468>
- Comisión Europea (2017). *Completing the Capital Markets Union: Building on the first round of achievements*.
- Comisión Europea (2017). «Legislative measures taken so far to build a CMU». Obtenido de https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_en?prefLang=es&etrans=es
- Comisión Europea (2019). Reglamento (UE) 2019/1238 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, relativo a un producto paneuropeo de pensiones individuales (PEPP).
- Comisión Europea (2020). *Intensificar la ambición climática de Europa para 2030: Invertir en un futuro climáticamente neutro en beneficio de nuestros ciudadanos*. Bruselas.
- Comisión Europea (2020). *Una Unión de los Mercados de Capitales para las personas y las empresas: nuevo plan de acción*. Bruselas.
- Comisión Europea (2022). *European Commission*. Obtenido de Capital Markets Union: new proposals on clearing, corporate insolvency and company listing to make EU capital markets more attractive (7 de diciembre).

Comisión Europea (2023). *Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators*.

Comisión Europea (2023). *Retail investment strategy*. Disponible en: https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en

Consejo de la Unión Europea (2015). Conclusiones del Consejo relativas al Plan de Acción de la Comisión para la creación de la Unión de los Mercados de Capitales.

Consejo Europeo (2024). Reunión extraordinaria del Consejo Europeo (17 y 18 de abril de 2024), (págs. 8-9).

Direction générale du Trésor du France (2024). *Developing european capital markets to finance the future. Proposals for a Savings and Investments Union*.

Dutch Authority for the Financial Markets - De Nederlandsche Bank (DNB) (2024). *Next steps for the European Capital Markets Union*.

Eurogrupo (2024). *Declaraciones del Eurogrupo sobre el futuro de la UMC*.

European Capital Markets Institute (2024). *2023 ECMI Statistical Package: Key findings*.

European League for Economic Cooperation (2024). *ELEC position paper: Why EU Capital Markets Union has become a “must have” and how to get there*.

Eurostat (2023). Obtenido de https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Households_-_statistics_on_financial_assets_and_liabilities#Structure_of_assets_and_liabilities

Federación Europea de Bolsas y Valores (2024). *Briefing - The Swedish Model*. Bruselas.

González Rodríguez, F. (1997). «El euro, la moneda europea del siglo XXI». *Fundación Argentaria: Estudios de Política Exterior*, pp. 265-277.

Gortsos, C. (2022). *The foundation of the European Capital Markets Union (CMU): From the 2015 to the 2020 CMU Action Plan and Their Implementation*.

Hallak, I. (2024). *Capital Markets Union. Overview and state of play*. Parlamento Europeo. European Parliamentary Research Service.

KPMG (2015). *Qué es y por qué importa la Unión del Mercado de Capitales*.

Krugman, P. (1999). «Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises». *International Tax and Public Finance*, n.º 6, pp. 459-472.

Kudrna, Z. (2016). *The EU's Capital Market Union – Unlocking Investment Through Gradual Integration*. Obtenido de https://www.atlanticcouncil.org/wp-content/uploads/2016/11/The_EUs_Capital_Markets_Union_web_1117.pdf

Lamfalussy, A. (2001). *Final report of The Committee of Wise Men on the regulation of european securities markets*. Bruselas.

Langfield, S. y Pagano, M. (2016). «Bank bias in Europe: effects on systemic risk and growth». *Economic Policy*, vol. 31, n.º 85, pp. 51-106.

Larosière, J. y Cahen, D. (Febrero de 2024). «EMU: myth or reality?». *Eurofi Regulatory Update*, pp. 17-27.

Letta, E. (2024). *Much more than a market: Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*. Comisión Europea.

Mundell, R.A. (1961). «A Theory of Optimum Currency Areas». *The American Economic Review*, vol. 51, n.º 4, pp. 657-665.

Observatoire de l'Épargne Européenne (2013). *Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*.

OCDE (2024). *OCDE Data*. Obtenido de <https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm>

Sapir, A., Véron, N. y Wolff, G.B. (2018). «Making a reality of Europe's Capital Markets Union». *Bruegel Policy Contribution*, n.º 7.

Scitovsky, T. (1957). «The Theory of the Balance of Payments and the Problem of a Common European Currency». *Kyklos*, pp. 24-30.

Stiglitz, J.E. y Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, vol. 71, n.º 3, pp. 393-410.

Tribunal de Cuentas Europeo (2020). *Unión de los mercados de capitales – Avance inicial lento hacia una meta ambiciosa*.

Truchet, M. (2024). «Update on the progress made on CMU». *Eurofi Regulatory Update*, pp. 79-82.

Villeroy de Galhau, F. (2024). «From a Capital Markets Union to a genuine Financing Union for Transition». *Eurofi*.

Anexos

Anexo 1

Medidas impulsadas en el Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales 2015

Medidas del Plan de acción de 2015

CUADRO 4

Financiar la innovación, las empresas de nueva creación y las empresas no cotizadas

Respaldar el capital riesgo y la financiación de capital	Elaborar una propuesta sobre fondos de fondos de capital riesgo paneuropeos y fondos multinacionales
	Revisar la legislación sobre los FCRE y los FESE
	Elaborar un estudio sobre los incentivos fiscales para el capital riesgo y los inversores providenciales
Superar los obstáculos de índole informativa que plantea la inversión en pymes	Reforzar la respuesta de los bancos que deniegan solicitudes de crédito a pymes
	Repartir la capacidad de apoyo y asesoramiento local o nacional existente en toda la UE para fomentar las mejores prácticas
	Investigar cómo desarrollar o respaldar sistemas de información paneuropeos
Fomentar formas innovadoras de financiación de las empresas	Elaborar un informe sobre la microfinanciación colectiva
	Elaborar un enfoque coordinado con respecto a la concesión de préstamos por parte de fondos y evaluar la pertinencia de un futuro marco de la UE

Facilitar a las empresas el acceso a los mercados públicos y la obtención de capital en ellos

Potenciar el acceso a los mercados de capitales	Elaborar una propuesta de modernización de la Directiva sobre el folleto
	Examinar los obstáculos reglamentarios a la admisión de las pymes en los mercados públicos y los mercados de pymes en expansión
	Examinar los mercados de bonos de empresa de la UE, con especial atención a cómo aumentar la liquidez del mercado
Respaldar la financiación de capital	Solventar el sesgo a favor de la deuda, en el contexto de la propuesta legislativa sobre la base imponible común consolidada del impuesto de sociedades

Inversiones en infraestructura, a largo plazo y sostenibles

Respaldar la inversión en infraestructura	Ajustar las calibraciones de Solvencia II con respecto a las inversiones de las empresas de seguros en infraestructura y fondos de inversión a largo plazo europeos
	Revisar el Reglamento sobre los requisitos de capital de los bancos, modificando las calibraciones aplicables a las infraestructuras
Garantizar la coherencia del código normativo único	Abrir una convocatoria de datos sobre los efectos acumulados de la reforma financiera

Fomentar la inversión minorista e institucional

Aumentar la oferta y la competencia en el sector minorista	Libro Verde sobre los servicios financieros al por menor y los seguros
--	--

Fomentar la inversión minorista e institucional

Ampliar las oportunidades de los inversores institucionales y los gestores de fondos	Examinar el tratamiento prudencial del capital riesgo y la deuda de colocación privada en Solvencia II Efectuar una consulta sobre los principales obstáculos a la distribución transfronteriza de fondos de inversión
Ayudar a los inversores minoristas a conseguir mejores condiciones	Examinar los mercados de productos de inversión minorista de la UE
Respaldar el ahorro con fines de jubilación	Evaluar la necesidad de un marco de actuación para establecer pensiones individuales europeas

Potenciar la capacidad de los bancos para respaldar la economía en general

Reforzar las redes de financiación locales	Estudiar la posibilidad de que todos los Estados miembros autoricen cooperativas de crédito que operen al margen de las normas de la UE sobre los requisitos de capital de los bancos
Crear mercados de titulaciones a escala de la UE	Presentar una propuesta sobre titulaciones simples, transparentes y normalizadas, y revisar las calibraciones aplicables al capital de los bancos
Apoyar la financiación de la economía en general por parte de los bancos	Efectuar una consulta sobre un marco de bonos garantizados y estructuras similares para préstamos a las pymes aplicable en toda la UE

Facilitar la inversión transfronteriza

Eliminar los obstáculos nacionales a la inversión transfronteriza	Elaborar un informe sobre los obstáculos nacionales a la libre circulación de capitales
Mejorar la infraestructura del mercado para la inversión transfronteriza	Emprender acciones específicas en relación con las normas sobre la propiedad de los valores y la oponibilidad frente a terceros de la cesión de créditos Examinar los progresos registrados en la eliminación de los obstáculos que aún persisten
Impulsar la convergencia de los procedimientos de insolvencia	Elaborar una iniciativa legislativa sobre la insolvencia de las empresas, a efectos de superar los obstáculos más importantes a la libre circulación de capitales
Eliminar los obstáculos fiscales transfronterizos	Establecer las mejores prácticas y un código de conducta para la exención en origen de las retenciones impositivas a cuenta Estudiar los obstáculos fiscales a la inversión transfronteriza de fondos de pensiones y empresas de seguros de vida
Reforzar la convergencia en materia de supervisión y la generación de capacidad del mercado de capitales	Elaborar una estrategia sobre la convergencia en materia de supervisión a fin de mejorar el funcionamiento del mercado único de capitales Libro Blanco sobre la financiación y la gobernanza de las AES Elaborar una estrategia a fin de prestar a los Estados miembros apoyo técnico en relación con el refuerzo de la capacidad de los mercados de capitales
Reforzar la capacidad a efectos de preservar la estabilidad financiera	Revisar el marco macroprudencial de la UE

Fuente: elaboración propia a partir del Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales 2015.

Anexo 2

Estado actual de las medidas del Plan de acción de la Unión de los Mercados de Capitales 2020

Estado de las medidas implementadas por el Plan de acción 2020 (a febrero de 2024)

CUADRO 5

Plan de acción de la unión de los mercados de capitales 2020

Acciones	Instrumentos / medidas	Estado	
Acción 1	Hacer que las empresas sean más visibles para inversores transfronterizos	European Single Access Point (ESAP)	Aprobado
Acción 2	Apoyar el acceso a los mercados públicos	Listing Act Technical Expert Stakeholder Group	Las posiciones del Parlamento y de la Comisión se han adoptado
Acción 3	Apoyar los vehículos a la inversión a largo plazo	Modificación del Reglamento de fondos de inversión a largo plazo (FILPE)	Aprobado
Acción 4	Fomentar una mayor financiación a largo plazo y del capital por parte de los inversores institucionales	- Modificación de los requisitos de capital de Basilea III - Modificación del Reglamento de Solvencia II sobre compañías de seguros	- Basilea: acuerdo provisional - Solvencia II: en negociación interinstitucional
Acción 5	Dirigir a las pymes hacia proveedores de financiación alternativos	Programa de recomendación de pymes	Acta aprobada en ESAP (Nivel 1)
Acción 6	Ayudar a los bancos a prestar más a la economía real	- Revisión del Reglamento de titulizaciones - Revisión del tratamiento prudencial de titulización para los bancos y compañías de seguros	Completada la consulta de la Comisión
Acción 7	Empoderar a los ciudadanos a través de la educación financiera	- Marco de competencias financieras - Medición de la educación financiera - Modificación de MiFID II y de la IDD para incluir el requisito de incorporar medidas de educación financiera	En debate en el Parlamento y el Consejo
Acción 8	Fomentar la confianza de los inversores minoristas en los mercados de capitales	Estrategia de inversión minorista (RIS)	En debate en el Parlamento y el Consejo
Acción 9	Apoyar a las personas en su jubilación	- Desarrollar un cuadro de pensiones con indicadores - Desarrollar mejores prácticas en los sistemas de inscripción automáticos - Plan Europeo de Pensiones Individuales (PEPP)	No se ha recibido aún una propuesta de la Comisión
Acción 10	Aliviar la carga fiscal asociada a las inversiones transfronterizas	Propuesta de Directiva relativa a una reducción más rápida y segura de las retenciones en origen en exceso	En proceso de evaluación en el Consejo
Acción 11	Hacer más previsible el resultado de las inversiones transfronterizas en lo que respecta a los procedimientos de insolvencia	- Posibilidad de introducir una evaluación periódica comparativa de los marcos nacionales de ejecución de préstamos - Armonización en procedimientos básicos de insolvencia	En debate en el Parlamento y el Consejo

Acciones	Instrumentos / medidas	Estado	
Acción 12	Facilitar el compromiso de los accionistas	- Definición europea de «accionista» - Revisión DRS2 para armonizar las normas que rigen la interacción entre inversores, intermediarios y emisores	No se ha recibido propuesta de la Comisión
Acción 13	Desarrollo de los servicios de liquidación transfronteriza	Revisión CSDR	Aprobado
Acción 14	Cinta consolidada	Modificación de MiFID II/ MiFIR para incluir un sistema de datos consolidados sobre los precios y el volumen de los valores negociados	Acuerdo provisional
Acción 15	Protección y facilitación de las inversiones	Foro de inversión	No se han tomado medidas
Acción 16	Supervisión	- Revisión del CNU para los mercados de capitales - Consultas públicas sobre calidad y cumplimiento de la información corporativa	Consultas completadas

Fuente: Hallak, I. (2024).

Análisis comparado de la representatividad, metodología de cálculo y transparencia del Ibex 35

María José Gómez Yubero (*)
Miguel Palomero Aguilar

(*) Los autores pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Los autores agradecen los comentarios y aportaciones de Bárbara Gullón.

Índice

1	Introducción	129
2	Definición del índice Ibex 35 y metodología de cálculo	130
2.1	Componentes del índice	132
2.2	Fórmula de cálculo y determinación del capital flotante	133
2.3	Política de ajustes por dividendos	134
2.4	Entrada y salida rápidas (<i>fast entry/fast exit</i>)	135
2.5	Gobernanza y función de vigilancia. El Comité Asesor Técnico del Ibex 35	135
3	Análisis comparado de la representatividad	137
3.1	Peso de la capitalización en el mercado	138
3.2	Grado de representatividad de la economía del país	139
4	Análisis comparado de la metodología de cálculo y nivel de transparencia	144
4.1	Criterios de inclusión de valores	144
4.2	Determinación del capital flotante	147
4.3	Política de ajuste por dividendos	148
4.4	Entrada y salida rápida (<i>fast entry/fast exit</i>)	149
4.5	Existencia de un comité independiente	150
5	Identificación de posibles áreas de mejora aplicables al Ibex 35	150
5.1	Determinación del capital flotante	150
5.2	Posibles mejoras en la transparencia del índice	154
6	Conclusiones	155
	Referencias	157
	Anexo 1 Valores integrantes del Ibex 35 a 31 de julio de 2023. Capitalización real y capitalización ajustada	159
	Anexo 2 Análisis comparado de las metodologías utilizadas para el cálculo de los índices	161

Índice de cuadros

Cuadro 1	Coefficientes aplicables en función del capital flotante	134
Cuadro 2	Reuniones del CAT y periodos de control	136
Cuadro 3	Principales datos de los índices bursátiles analizados	137
Cuadro 4	Peso de la capitalización del índice respecto de la capitalización total de su mercado	138
Cuadro 5	Peso de la capitalización en el PIB	139
Cuadro 6	Excedente bruto de explotación (EBITDA) sobre el PIB	140
Cuadro 7	Peso de los índices en las cifras de empleo	141
Cuadro 8	Nacionalidad de los propietarios de las acciones que componen los índices	141
Cuadro 9	Flujos netos de inversión directa extranjera	142
Cuadro 10	Participación de accionistas según origen geográfico en la capitalización	142
Cuadro 11	Tipos de inversores en los índices bursátiles analizados	143
Cuadro 12	Porcentaje de ingresos obtenidos en los países de origen por las cinco compañías con mayor peso en los índices	143
Cuadro 13	Rentabilidad por dividendo de los índices analizados. Septiembre 2023	148
Cuadro 14	Empresas más capitalizadas por índice a septiembre 2023	153
Cuadro 15	Distribución sectorial del Ibex 35 a julio de 2023	153
Cuadro 16	Distribución sectorial índices a septiembre 2023	154

Índice de gráficos

Gráfico R1.1	Evolución histórica del Ibex 35 y variación interanual del PIB	131
Gráfico 1	Capitalización de los índices bursátiles	139
Gráfico 2	Evolucion comparada del Ibex 35 y el Ibex 35 Total Return	149

Índice de recuadros

Recuadro 1	Evolución del Ibex 35 desde su creación	130
Recuadro 2	Fórmula para el cálculo del Ibex 35	133
Recuadro 3	Revisión del índice Dax a raíz del caso Wirecard	145

Siglas utilizadas

ASG	Ambientales, sociales y de gobernanza
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BMR	Reglamento (UE) 2016/1011, conocido como BMR (<i>Benchmark Regulation</i>)
CAT	Comité Asesor Técnico del Ibex 35
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization</i>)
IGBM	Índice General de la Bolsa de Madrid
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores
PIB	Producto interior bruto
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil
UE	Unión Europea

1 Introducción

Los índices bursátiles son herramientas que proporcionan una representación resumida y cuantificable del rendimiento del mercado financiero, lo que facilita la toma de decisiones de inversión y ofrece una referencia esencial para evaluar el rendimiento relativo de carteras y estrategias de inversión.

El primer índice bursátil moderno fue el Dow Jones Transportation Average (DJTA), creado por Charles Dow en 1884¹. Con el tiempo, otros índices bursátiles han surgido para medir el rendimiento de diferentes segmentos del mercado, como el S&P 500, el FTSE 100 o el Ibex 35, entre otros.

A medida que los mercados financieros evolucionan y la complejidad de los instrumentos, productos y estrategias de inversión vinculados a los índices aumenta, es conveniente examinar la accesibilidad y claridad de la información proporcionada por los índices bursátiles e identificar áreas en las que se pueda perfeccionar la transparencia para fortalecer la confianza de los inversores y mejorar la eficacia en la toma de decisiones financieras.

Este trabajo se centra en el índice más representativo del mercado de valores español, el Ibex 35, y recoge los resultados de un análisis comparado sobre su representatividad, su metodología y su nivel de transparencia. La comparación se ha establecido con otros índices bursátiles a nivel europeo y estadounidense observando su peso en las principales magnitudes de la economía que tratan de representar y explorando las prácticas actuales sobre métodos de cálculo, la inclusión y exclusión de valores, y el grado de transparencia que aplican los administradores de los índices.

El objetivo de este análisis no es el de comprobar si los índices cumplen con los requisitos en cuanto a los parámetros estudiados que exige la regulación vigente² y los principios de IOSCO³, sino que trata de identificar áreas en las que se pueda perfeccionar el conocimiento de las características por parte de los usuarios y de las

1 Charles Dow fue un periodista y editor estadounidense, conocido principalmente por ser el cofundador, junto con Edward Jones y Charles Bergstresser, de Dow Jones & Company en 1882 y por ser el creador de uno de los índices más antiguos y famosos, el Dow Jones Industrial Average (DJIA), que se lanzó en 1896. Borja (2022).

2 Reglamento (UE) 2016/1011, conocido como BMR (*Benchmark Regulation*). Esta regulación busca garantizar la integridad de los índices de referencia utilizados en los mercados financieros de la Unión Europea. Esto implica prevenir su manipulación y garantizar que los procesos de determinación sean transparentes y justos, de modo que los índices sean confiables y representativos de los mercados subyacentes. La regulación establece requisitos de transparencia estrictos para los proveedores de índices, que deben proporcionar información detallada sobre la metodología utilizada para calcular estos, así como los procesos de recopilación de datos y la divulgación de cualquier conflicto de intereses. También establece estándares de gobernanza para los proveedores de índices y promueve una supervisión efectiva por parte de las autoridades competentes.

3 IOSCO (2013). IOSCO ha desempeñado un papel importante en el establecimiento de principios y estándares internacionales que abordan aspectos como la integridad, la transparencia y la gobernanza de los índices financieros. Los Principios de IOSCO pueden considerarse una referencia global para las autoridades reguladoras y los participantes del mercado que buscan asegurar la integridad y el buen funcionamiento de los índices financieros a nivel mundial.

posibilidades de utilización. La disponibilidad de índices representativos de los mercados financieros, que sean accesibles, robustos, transparentes y competitivos, contribuye a fortalecer y potenciar los mercados de capitales y su papel en la financiación empresarial.

2 Definición del índice Ibex 35 y metodología de cálculo

El Ibex 35 es un índice selectivo⁴ que fue creado en 1992. Está compuesto por los 35 valores más líquidos que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (en adelante, el SIBE) de las 4 bolsas españolas. En el recuadro 1 se sintetizan los factores que más han influido en su evolución desde su creación.

Su administrador es Sociedad de Bolsas, S. A., entidad participada por Bolsas y Mercados Españoles, S. A. (en adelante, BME) y perteneciente al grupo suizo SIX. La CNMV aprobó su inscripción registral como administrador de índices de referencia significativos⁵ con fecha 14 de noviembre de 2019.

En la actualidad, Sociedad de Bolsas administra más de 200 índices de referencia agrupados en las siguientes categorías: la familia de índices Ibex, los índices de estrategia sobre acciones, índices ASG, índices Latibex, índices de las 4 bolsas españolas y los índices de renta fija y de deuda pública.

El Ibex 35 está denominado en euros y se calcula en tiempo real durante el horario bursátil europeo. Los datos utilizados para el cálculo del índice son los precios establecidos en las negociaciones realizadas sobre los valores que componen el índice por los miembros del mercado en el libro de órdenes del segmento de acciones⁶. Estos precios se ponderan por la capitalización de los valores que lo componen, ajustada por su nivel de capital flotante, tal y como se describe en el epígrafe 2.3. El Ibex 35 es, por tanto, un índice de precios ponderado por capitalización.

Evolución del Ibex 35 desde su creación

RECUADRO 1

Desde su creación en 1992, la evolución del Ibex 35 ha estado influenciada por una serie de factores económicos, políticos y financieros tanto a nivel nacional como internacional. Algunos de los hitos y tendencias importantes en la evolución del Ibex 35 se resumen a continuación:

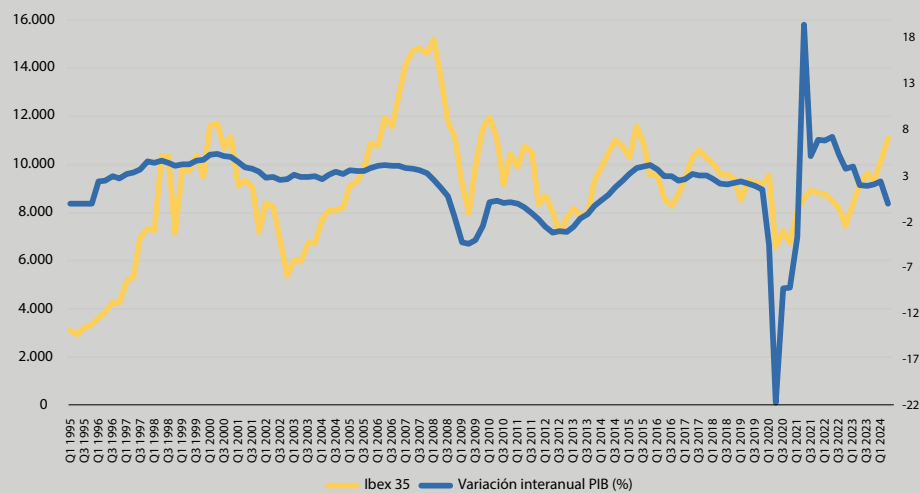
4 Los índices bursátiles pueden ser selectivos, como el Ibex 35, que se calcula a partir de una selección de valores representativos de un mercado o, cuando incluyen todos los valores del mercado se consideran índices *all share*, como el Ibex Growth Market All Share o el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM).

5 Véase la sección «Índices de referencia» de la web de la CNMV.

6 De acuerdo con la regulación de los índices de referencia, se trata de un índice de datos regulados (artículo 17 de BMR), ya que todos los datos utilizados para su cálculo provienen de un mercado regulado. Esta consideración conlleva que no resulten aplicables determinados requisitos de control y de registro exigidos a índices que se calculan con aportaciones de datos realizadas por contribuidores.

Evolución histórica del Ibex 35 y variación interanual del PIB

GRÁFICO R1.1



Fuente: CNMV.

- **Años noventa:** tras su creación en 1992, con una base de 3.000 puntos, el Ibex 35 experimentó una considerable volatilidad durante sus primeros años. 10 meses después de su lanzamiento, el 5 de octubre de 1992, marcó su mínimo histórico, con 1.873,58 puntos. La economía española había entrado en recesión y solo 3 semanas antes la peseta se había devaluado un 5 %, en un contexto de inestabilidad derivado de la crisis del Sistema Monetario Europeo (SME). Sin embargo, también registró un crecimiento gradual impulsado por el desarrollo económico en España y la integración en la Unión Europea.
- **Boom económico y crisis financiera (2000-2010):** durante el *boom* económico a principios de la década del 2000, el Ibex 35 alcanzó niveles récord, superando los 15.000 puntos en noviembre de 2007. Sin embargo, la crisis financiera global de 2008 golpeó duramente a los mercados financieros, incluido el Ibex 35, que sufrió pérdidas significativas. Su mayor caída hasta entonces, más de un 9 %, se produjo el 19 de octubre de 2008 a raíz de la quiebra de Lehman Brothers.
- **Años de recuperación (2010-2017):** tras la crisis financiera, el Ibex 35 experimentó un periodo de recuperación gradual, aunque la incertidumbre económica en la zona euro y los problemas financieros en España, como la crisis de la deuda soberana, generaron volatilidad en el mercado.
- **Turbulencias políticas y económicas (2017-2021):** durante estos años, el Ibex 35 se vio influenciado por la incertidumbre económica, incluidos los problemas relacionados con el proceso de independencia de Cataluña, y, muy especialmente, por la pandemia de COVID-19 en 2020, que provocó caídas importantes antes de recuperarse parcialmente. El 12 de marzo de 2020, coincidiendo con el anuncio del estado de alarma para hacer frente al coronavirus, el Ibex 35 se desplomó un 14,06 %, hasta los 6.390 puntos.

- **Recuperación post-COVID (2021-2023):** Con la implementación de programas de estímulo económico, una política monetaria expansiva y la progresiva recuperación de la actividad económica, el Ibex 35 mostró signos de recuperación a partir de 2021, aunque la incertidumbre persistió debido a preocupaciones sobre la inflación, las políticas monetarias y otros factores como el creciente riesgo geopolítico. Al cierre de 2023, el Ibex 35 alcanzó los 10.102 puntos, con un repunte acumulado de casi un 23 % en 2023, únicamente comparable al repunte cercano al 30 % producido en 2009.

Es importante tener en cuenta que el Ibex 35 es solo un indicador del mercado bursátil español y no refleja necesariamente la situación económica general del país. Sin embargo, su evolución proporciona información sobre la confianza de los inversores y las tendencias del mercado financiero en España.

2.1 Componentes del índice

La composición y el cálculo del índice se realizan de acuerdo con las normas técnicas aprobadas por su administrador⁷ (en adelante, las normas técnicas). El índice se compone de los 35 valores cotizados en el SIBE que sean los más líquidos durante los 6 meses anteriores a la fecha de la revisión ordinaria de su composición. En caso de revisiones extraordinarias, dicho periodo puede variar.

Para que una compañía pueda formar parte del índice, su capitalización media ha de ser superior al 0,30 % de la capitalización medida del índice durante dicho periodo de revisión.

Además, en el caso de nuevos valores en el SIBE, es necesario un número mínimo de sesiones de un tercio del periodo de control. No obstante, si la capitalización flotante de un valor se sitúa entre los primeros 20 valores del índice, se considera apto para su incorporación, incluso si no ha cotizado las sesiones mínimas necesarias.

Para determinar la liquidez de un valor, se toman el volumen de contratación en euros en el mercado de órdenes (segmento de contratación general del SIBE) así como la calidad de dicho volumen. La calidad de la contratación se determina atendiendo a factores como las características y la cuantía de las operaciones realizadas en mercado, la estadística asociada a los volúmenes y características de la contratación, y la calidad de las horquillas, rotaciones y otras medidas aplicadas a criterio del administrador, según indican sus normas técnicas.

7 Sociedad de Bolsas (2024).

2.2 Fórmula de cálculo y determinación del capital flotante

Como se ha señalado, el Ibex 35 es un índice de precios ponderado por capitalización ajustada por flotante, de manera que las empresas con mayor capitalización son las que tienen mayor peso en el índice y, por tanto, las fluctuaciones de sus precios son las que influyen en mayor medida en el movimiento final del índice.

Para su cálculo se utiliza la fórmula que recoge el recuadro 2. La base del Ibex 35 es de 3.000 puntos y su fecha de publicación por primera vez fue el 14 de enero de 1992.

En cada instante t , el índice se calcula aplicando al índice obtenido en el instante inmediatamente anterior ($t - 1$) la variación de la capitalización de las empresas que lo componen, corregida por un factor de ajuste (J) que corrige el posible impacto de determinadas operaciones financieras.

Fórmula para el cálculo del Ibex 35

RECUADRO 2

La fórmula utilizada para el cálculo del valor del índice es:

$$\text{Ibex 35} = \sum_{i=1}^{35} P_i \times \text{Capi}$$

$$\text{Ibex 35}(t) = \text{Ibex 35}(t-1) \times \sum_{i=1}^{35} \text{Capi}(t) / [\sum_{i=1}^{35} \text{Capi}(t-1) \pm J]$$

Donde:

$\text{Ibex 35}(t)$ = valor del índice Ibex 35 en el momento t expresado en puntos de índice.

t = Momento del cálculo del índice.

i = Compañía incluida en el índice.

S_i = Número de acciones computables de la compañía i para el cálculo del valor del índice.

P_i = Precio de las acciones de la compañía i incluida en el índice en el momento t .

Capi = Capitalización de la compañía incluida en el índice. Se calcula como: $S_i \times P_i$.

$\sum \text{Capi}$ = Suma de la capitalización de todas las compañías incluidas en el índice.

J = Cantidad utilizada para ajustar el valor del índice por determinadas operaciones financieras como ampliaciones de capital o dividendos extraordinarios.

Fuente: Sociedad de Bolsas (2024).

El número de acciones considerado para calcular la capitalización de las compañías es el correspondiente a su capital flotante, corregido por un coeficiente en función del tramo de capital flotante en el que se sitúe la compañía.

El capital flotante se calcula descontando al número total de acciones en circulación las participaciones iguales o superiores al 3 % del capital que figuren en el Registro de participaciones significativas de la CNMV⁸.

Los coeficientes correctores se utilizan para ajustar el peso de las empresas en el índice, de modo que las empresas con un mayor número de acciones en circulación y, por lo tanto, con más liquidez en el mercado, pueden tener un mayor peso en el índice. Los factores de corrección aplicados al número de acciones en función de los tramos de capital flotante son los siguientes:

Coefficientes aplicables en función del capital flotante

CUADRO 1

Tramo de capital flotante	Coefficiente aplicable (%)
Menor o igual al 10 %	10
Mayor que el 10 % y menor o igual al 20 %	20
Mayor que el 20 % y menor o igual al 30 %	40
Mayor que el 30 % y menor o igual al 40 %	60
Mayor que el 40 % y menor o igual al 50 %	80
Mayor que el 50 %	100

Fuente: Sociedad de Bolsas (2024).

El anexo 1 refleja los valores que componen el Ibex 35 a 31 de julio de 2023 así como su capitalización real y su capitalización ajustada de acuerdo con la metodología descrita.

2.3 Política de ajustes por dividendos

Las normas técnicas del índice contemplan ajustes por determinadas operaciones que afectan a los valores componentes del índice. En el caso de dividendos ordinarios y otras retribuciones a los accionistas asimilables al pago de dividendos ordinarios, no se realiza ningún ajuste, lo que simplifica su cálculo y facilita su seguimiento y comprensión por parte de los inversores, particularmente de aquellos que pueden estar más interesados en seguir el movimiento de los precios de las acciones sin tener en cuenta los dividendos pagados.

No obstante, dado que los dividendos son una parte fundamental de la rentabilidad total de una inversión en acciones y que los inversores a largo plazo y aquellos que buscan una visión más completa del rendimiento de su cartera suelen preferir los índices que están ajustados por dividendos para obtener una imagen más precisa de

8 El Registro de titulares de participaciones significativas de la CNMV puede consultarse en este enlace: <https://www.cnmv.es/portal/consultas/busqueda.aspx?id=7>

su inversión, Sociedad de Bolsas también calcula las versiones *total return* y *net total return* del Ibex 35 (mediante los índices Ibex 35 con dividendos e Ibex 35 con dividendos netos), que tienen en cuenta en su revalorización la reinversión del importe bruto o neto de impuestos de los dividendos pagados por los componentes del índice.

2.4 Entrada y salida rápidas (*fast entry/fast exit*)

Aunque no está expresamente reflejado como tal en sus normas técnicas, el Ibex 35 cuenta con un mecanismo de entrada y de salida rápidas que permite decidir la inclusión en el Ibex 35 de un valor de reciente incorporación en el SIBE, sin esperar a que cumpla los requisitos necesarios en el periodo de control, siempre que se considere aconsejable su presencia en el índice.

En estos casos, el valor debe cumplir con un número de sesiones de contratación de al menos una tercera parte del periodo de control, salvo que su capitalización flotante se sitúe entre los 20 primeros valores del Ibex 35. La inclusión de estos valores conlleva la exclusión del correspondiente valor por razón de liquidez.

Esta modificación suele llevarse a cabo durante las revisiones ordinarias o de seguimiento, aunque este aspecto no se detalla con claridad en las normas técnicas.

2.5 Gobernanza y función de vigilancia. El Comité Asesor Técnico del Ibex 35

De acuerdo con la normativa reguladora de los índices de referencia, el Ibex 35 tiene la consideración de índice significativo, ya que, aun cuando no alcanza el umbral de 50.000 millones de euros en instrumentos referenciados (según la estimación de su administrador), se trata de un índice que carece de sustitutos adecuados y su desaparición podría conllevar consecuencias adversas para la integridad del mercado, para la financiación de las empresas e incluso para la estabilidad financiera⁹.

Esta consideración conlleva que su administrador ha de cumplir con requisitos más exigentes en cuanto a gobernanza, control interno y de riesgos que los aplicables, por razones de proporcionalidad, a los índices de referencia no significativos¹⁰.

Entre estos requisitos, el administrador ha de contar con una función de vigilancia encargada de supervisar todos los aspectos relacionados con la elaboración del índice (artículo 5 de BMR) y de garantizar la adecuación y verificabilidad de los datos de cálculo, así como los procedimientos internos de control. Esta función

9 La definición de *índice de referencia significativo* se establece en el artículo 24 de BMR. El Ibex 35 es también considerado un índice principal conforme a la normativa sobre requisitos prudenciales de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (Reglamento de Ejecución (UE) 2016/1646), lo que implica que los valores que forman parte del índice tienen un tratamiento más favorable en términos de consumo de capital.

10 Las obligaciones de los administradores de índices quedan recogidas en el título II de BMR. En este sentido, Sociedad de Bolsas, como administrador de índices significativos, ha decidido no acogerse a las exenciones recogidas en el artículo 25 de BMR, por lo que está sujeto a todas las disposiciones aplicables.

debe llevarse a cabo mediante un comité separado u otro mecanismo de gobernanza adecuado.

El administrador del Ibex 35 ha establecido entre sus órganos de gobierno un comité asesor conocido como Comité Asesor Técnico (en adelante, CAT). Este comité está compuesto íntegramente por personas independientes y es el encargado de la función de vigilancia, así como de estudiar y aprobar todas las redefiniciones del índice.

El CAT, compuesto por un mínimo de cinco y un máximo de nueve miembros, actúa conforme a un código de conducta que trata de garantizar su imparcialidad y profesionalidad y la prevención de conflictos de intereses¹¹.

Las revisiones del índice se llevan a cabo en reuniones del CAT que tienen lugar trimestralmente y pueden ser de tres tipos:

- Reuniones ordinarias, que se celebran en junio y en diciembre, con motivo de las redefiniciones del índice para el siguiente periodo.
- Reuniones de seguimiento, que tienen lugar en marzo y septiembre. En ellas, se modifican los componentes de los índices únicamente cuando los valores hayan experimentado un cambio significativo en su liquidez que aconseje la redefinición de los índices para el siguiente periodo.
- Reuniones extraordinarias.

El periodo de revisión (también conocido como periodo de control), tanto para las reuniones ordinarias como de seguimiento, comprende el intervalo de los seis meses anteriores a la fecha de la revisión. En lo que respecta de las revisiones extraordinarias, el periodo de control será aquel que el CAT decida en cada momento.

Reuniones del CAT y periodos de control

CUADRO 2

Reunión	Tipo	Periodo de control	Fecha de efectos (cierre)
Marzo	Seguimiento	Septiembre-Febrero	Tercer viernes de marzo
Junio	Ordinaria	Diciembre-Mayo	Tercer viernes de junio
Septiembre	Seguimiento	Marzo-Agosto	Tercer viernes de septiembre
Diciembre	Ordinaria	Junio-Noviembre	Tercer viernes de diciembre

Fuente: Sociedad de Bolsas (2024).

11 El Código de conducta y la composición actual del CAT pueden consultarse en el siguiente enlace a la web del administrador: <https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Indicex/Comite-Asesor-Tecnico/Miembros>

3 Análisis comparado de la representatividad

En esta sección se analiza si el Ibex 35 refleja de manera adecuada el rendimiento del mercado de valores español, objetivo fundamental de este índice. Además, analizamos su capacidad para representar la economía del país.

Tradicionalmente, se ha considerado el comportamiento de un índice bursátil nacional como un termómetro de la situación económica de un país. Sin embargo, la internacionalización de las empresas, el límite en el número de compañías que componen los índices o las formas de cálculo de los mismos índices, entre otros factores, son elementos que pueden influir en la capacidad de estos para ser barómetros de la economía de un país.

En ambos casos, se realiza una evaluación comparativa con otros índices bursátiles de países europeos y anglosajones, que recoge el cuadro 3¹². Se trata, en todos los casos, de índices de datos regulados ponderados por capitalización.

Principales datos de los índices bursátiles analizados

CUADRO 3

Índice	País de referencia	Administrador	Fecha de lanzamiento	Base del índice
Ibex 35	España	Sociedad de Bolsas	14/01/1992	3.000
Dax 40 ¹³	Alemania	Stoxx Ltd (Deutsche Börse Group)	01/07/1988	1.000
Cac 40 ¹⁴	Francia	Euronext Paris	31/12/1987	1.000
Mib 40 ¹⁵	Italia	FTSE Russell	31/12/1992	10.000
PSI 20 ¹⁶	Portugal	Euronext Lisbon	31/12/1992	3.000
FTSE 100 ¹⁷	Reino Unido	FTSE Russell	03/01/1984	1.000
S&P 500 ¹⁸	EE. UU.	S&P Dow Jones Indices	04/03/1957	10

Fuente: Elaboración propia.

Para medir el grado de representatividad de los índices bursátiles nacionales, se analiza a continuación su peso en la capitalización del mercado y en el PIB de cada país, así como su incidencia en el empleo. En esta sección se toma en consideración

12 Los índices representativos de un mercado en particular (como el Ibex 35, el Dax 30, el Cac 40, el FTSE 100 o el S&P 500, que representan las empresas más significativas de las bolsas española, alemana, francesa, británica y estadounidense, respectivamente) deben diferenciarse de índices generales que representan determinados tipos de compañías o sectores independientemente del mercado en el que cotizan. Es el caso, por ejemplo, del Eurostoxx 50 que representa el rendimiento de las 50 empresas más grandes entre los 19 mayores sectores en términos de capitalización de mercado en 11 países de la zona euro. Estos índices generales no se consideran comparables con el Ibex 35 y, por tanto, no se han incluido en este análisis.

13 Deutsche Börse AG (2022).

14 Euronext NV Index Rule Book (2018).

15 FTSE Russell (2023).

16 Euronext NV (2021).

17 FTSE Russell (2023).

18 S&P Dow Jones Indices (2022).

también su incidencia en el empleo y el grado de internacionalización de cada uno de los índices.

A través de estos análisis se concluye que el Ibex 35 es homologable a sus pares europeos y anglosajones, manteniendo un grado de representatividad e internacionalización comparable con la de sus homólogos seleccionados para este análisis¹⁹.

3.1 Peso de la capitalización en el mercado

Todos los índices analizados tratan de reflejar el comportamiento de las principales compañías cotizadas en los mercados bursátiles de sus respectivos países de referencia.

Con el objetivo de evaluar la representatividad de los índices seleccionados en relación con sus respectivos mercados bursátiles, hemos realizado comparaciones tanto de la capitalización de cada índice con la capitalización total del mercado correspondiente, como del número de compañías incluidas en dichos índices en relación con el número total de empresas cotizadas en cada uno de los mercados.

Peso de la capitalización del índice respecto de la capitalización total de su mercado CUADRO 4

	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Capitalización índice / capitalización mercado	78	81	87	91	93	83	98
N.º de compañías índice / N.º compañías mercado	29	11	11	11	43	18	15

Fuente: Datos de PIB al cierre de 2023 obtenidos del FMI. Datos de capitalización obtenidos de Reuters.

El índice español muestra una elevada representatividad del mercado, aunque no alcanza los porcentajes del resto de índices analizados. Dicho porcentaje de representatividad se alcanza con un número significativamente mayor de empresas: casi un tercio del total de empresas cotizadas en el mercado, más del doble que los otros índices seleccionados, excepto el portugués. Esta característica del Ibex 35 indica que, a pesar de la concentración en los 5 principales valores (véase cuadro 14) —un aspecto compartido con otros índices—, la capitalización de las 30 empresas restantes es más uniforme que en los demás índices seleccionados.

19 Debido a la falta de disponibilidad de datos desglosados de los componentes del Mib 40, no ha sido posible incluir este índice en los epígrafes 3.2, 3.3 y 3.4 del análisis comparado sobre representatividad.

3.2 Grado de representatividad de la economía del país

Peso de la capitalización en el PIB

La capitalización del índice español ascendía al 35 % del PIB al cierre de 2023, cifra superior a la del resto de índices europeos, con la excepción del Cac 40 francés.

Peso de la capitalización en el PIB

CUADRO 5

%

	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Capitalización / PIB	35	30	62	23	5	72	157

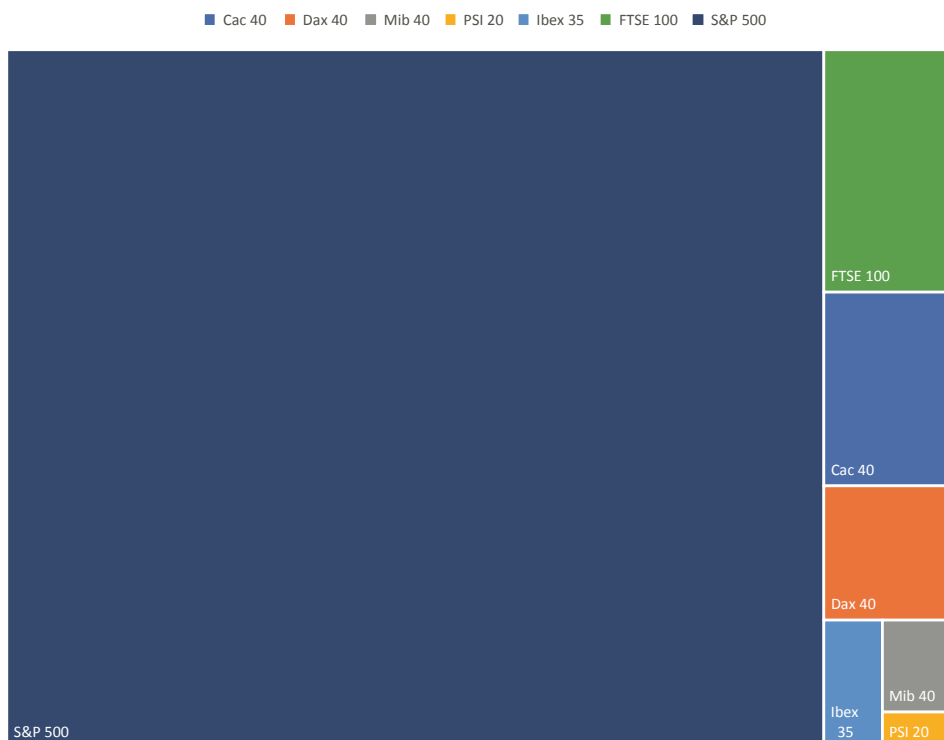
Fuente: Datos de PIB al cierre de 2023 obtenidos del FMI. Datos de capitalización obtenidos de Reuters.

Cabe destacar que tan solo las normas técnicas del Cac 40 incluyen la representatividad del mercado como uno de los factores a la hora de seleccionar los valores. Ello puede explicar que la capitalización de dicho índice sobre el PIB francés alcance el 62 %, siendo el porcentaje más elevado entre sus pares europeos con un número similar de componentes.

Los índices anglosajones, como el FTSE 100 y el S&P 500, exhiben una capitalización sobre el PIB superior a la de los índices europeos, posiblemente debido al mayor número de empresas que los componen. Además, la cultura empresarial estadounidense tiende a favorecer la reinversión de beneficios, en lugar de su distribución como dividendos, y muestra una preferencia por recomprar acciones, lo que beneficia directamente a una mayor capitalización del S&P 500.

Capitalización de los índices bursátiles

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia.

Aportación de las empresas integrantes al PIB

Para analizar la contribución al PIB de los componentes de un índice, se ha tomado la suma de los EBITDA de los integrantes de cada uno de ellos, como proxy del excedente bruto de explotación²⁰, y se compara con el PIB. Como muestra el cuadro 6, los integrantes de los índices bursátiles analizados aportan al PIB de cada uno de los países entre el 6 % y el 14 %, sin tener en cuenta la incidencia positiva que los salarios pagados por estas compañías tienen sobre el PIB.

El índice español se encuentra en la mediana de dicha métrica, superado por el Cac 40, el FTSE 100 y el S& P500, todos ellos índices con un mayor número de integrantes.

Excedente bruto de explotación (EBITDA) sobre el PIB

CUADRO 6

%	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
EBITDA / PIB	10	8	14	6	13	12

Fuente: Datos del PIB de 2023 obtenidos del FMI. Datos de EBITDA obtenidos de Reuters.

Incidencia de las empresas en el empleo del país

A la hora de analizar la representatividad de dichos índices sobre su respectiva economía nacional, otro de los elementos considerados es su relación con el empleo. Para ello, se ha tenido en cuenta la aportación del número total de empleados de cada integrante del índice en la ocupación total del país, a septiembre de 2023. No obstante, esta referencia se ve afectada por el hecho de que la mayoría de las compañías que integran estos índices bursátiles suelen ser multinacionales, por lo que no solo mantienen contratos laborales en sus países de origen, sino que parte de su fuerza laboral es contratada en el extranjero. Adicionalmente, en las cifras analizadas no se tienen en cuenta las contrataciones derivadas de la externalización de servicios, lo que aumentaría los resultados obtenidos.

En el caso español, y aun a pesar de que las empresas que componen el Ibex 35 aportan alrededor del 10 % del PIB español y este se encuentre en la mediana de los índices analizados, es el índice que menos incidencia tiene sobre la ocupación del país, el 7,11 %, con la excepción del PSI 20 portugués, que tan solo aporta el 6,17 %. El menor número de componentes del índice, la importancia de las pequeñas y medianas empresas en el tejido productivo español y un menor peso del sector industrial explicarían este aspecto.

20 Componente del PIB definido por el Instituto Nacional de Estadística (INE) como el excedente generado por las actividades de explotación una vez recompensado el factor trabajo. Véase el «Glosario de conceptos» en el siguiente enlace: <https://www.ine.es/DEFIne/es/concepto.htm?c=2210&op=30232&p=1&n=20#:~:text=El%20excedente%20bruto%20de%20explotaci%C3%B3n,menos%20los%20costes%20de%20personal>

Peso de los índices en las cifras de empleo

CUADRO 7

	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
N.º total de empleados de los integrantes	1.416.612	4.252.038	5.050.070	288.260	3.997.256	28.425.692
N.º total de ocupados por país	19.925.000	39.908.000	27.215.000	4.672.000	32.880.000	16.1484.000
%	7,11	10,65	18,56	6,17	12,16	17,60

Fuente: Datos de ocupación por países obtenidos del Banco Mundial. Datos de empleados por empresa obtenidos de Reuters.

Internacionalización de los índices bursátiles

A la hora de medir el grado de internacionalización de los índices analizados se ha considerado tanto la nacionalidad de los propietarios de las acciones que componen el índice como el lugar de procedencia de los ingresos de las compañías.

La mayor parte de los accionistas de los índices europeos pertenecen a países de la Unión Europea. Esta participación mayoritaria de accionistas de la Unión es un reflejo del proceso de integración de los mercados europeos y de los avances en la Unión de los Mercados de Capitales.

Al mismo tiempo, resulta destacable que los propietarios de las compañías que componen los índices europeos son mayoritariamente no nacionales, a diferencia de lo que ocurre con el índice estadounidense, en el que la mayor parte de los propietarios son nacionales de ese país.

Nacionalidad de los propietarios de las acciones que componen los índices

CUADRO 8

%	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Accionistas						
Nacionales	41	33	47	48	34	80
Europeos	28	30	26	24	15	15
Internacionales (no europeos)	31	37	27	28	51	5

Fuente: Reuters.

De acuerdo con las últimas estadísticas publicadas por el Banco Mundial, la Unión Europea y, más en concreto, la zona euro es el principal destinatario de inversión directa extranjera del mundo, siendo Estados Unidos el principal inversor, lo cual tiene su reflejo en la importante posición de este país en las bolsas europeas.

Flujos netos de inversión directa extranjera

CUADRO 9

% sobre PIB

Zona geográfica	2012	2013	2014	2015	2016
Mundo árabe	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6
Asia oriental y Pacífico	2,5	2,8	2,8	2,8	2,4
Zona euro	5,1	4,1	2,1	4,7	4,0
América Latina y Caribe	3,4	3,2	3,3	3,8	3,5
Oriente Medio y norte de África	1,8	1,7	1,5	1,7	1,8
Sur de Asia	1,2	1,4	1,6	1,8	1,8
África subsahariana	2,4	2,4	2,4	2,9	2,5

Fuente: Banco Mundial.

En definitiva, prácticamente la totalidad de los accionistas de todos los índices analizados está concentrada en manos de europeos y estadounidenses. La única participación importante mantenida por países que no pertenecen a ninguno de estos dos bloques se encuentra en el índice PSI 20 portugués, con una presencia china que ascienda al 7 % de la capitalización.

La creciente influencia a nivel mundial tanto de China como de los fondos soberanos de Oriente Medio no tiene su reflejo —al menos por ahora— en una participación relevante de las sociedades cotizadas integrantes de los índices de las bolsas analizadas.

Participación de accionistas según origen geográfico en la capitalización

CUADRO 10

%

	Ibex 35	Cac 40	Dax 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
África	0	0	0	1	1	0
Europa	69	73	63	72	49	15
América Latina	0	0	0	0	1	0
Asia / Pacífico	3	1	3	10	6	2
América del Norte	24	26	32	17	42	83
Oriente Medio	3	0	2	0	2	0

Fuente: Reuters.

Por tipos de inversores, los mayores son sociedades de gestión de carteras y fondos de cobertura y corporaciones. El Ibex 35 se diferencia de sus pares por una mayor participación de accionistas particulares, debido a la distribución accionarial de uno de sus componentes, Inditex.

Tipos de inversores en los índices bursátiles analizados

CUADRO 11

% sobre capitalización

	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Sociedades de gestión de carteras	21,0	31,0	26,0	14,0	37,1	42,0
Fondos de cobertura	17,2	25,7	20,9	14,1	40,5	41,2
Fondos de capital privado	3,3	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0
Aseguradoras	0,5	0,1	0,1	0,2	0,9	1,7
Servicios bancarios y fiduciarios	0,2	2,5	0,4	0,1	1,6	2,5
Inversores particulares	21,9	6,9	2,4	6,8	1,1	2,6
Corporaciones	20,2	14,4	8,8	47,2	8,1	1,7
Fondos de pensiones	2,0	2,7	1,9	2,7	3,2	3,8
Otros inversores internos	2,4	1,1	30,3	0,0	0,0	0,0
Fondos soberanos	5,5	4,0	2,6	4,1	5,9	1,4
Fundaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Agencias gubernamentales	0,7	6,7	3,8	6,5	0,6	0,0

Fuente: Reuters.

Porcentaje de ingresos obtenidos en los países de origen por las cinco compañías con mayor peso en los índices

CUADRO 12

Ibex 35		Dax 40		Cac 40		PSI 20	
Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%
Iberdrola	43	SAP SE	15	Louis Vuitton	8	EDP-Energias de Portugal	43
Inditex	15	Siemens AG	19	L'Oreal	9	EDP Renovaveis	14
B. Santander	35	Airbus SE	20	Hermes International	9	Jeronimo Martins SGPS	24
BBVA	23	Deutsche Telekom AG	23	Total Energies	22	Galp Energia SGPS	82
Amadeus IT	6	Allianz SE	25	Sanofi	5	Banco Comercial Portugues	39
Total	24		21		16		49
Exportaciones / PIB (Banco Mundial)	41,6		50,3		34		50

Fuente: Reuters y cuentas anuales.

Según la ratio de exportaciones sobre PIB publicada por el Banco Mundial²¹, que es una medida de la apertura al comercio internacional de un país, las economías representadas por estos índices son consideradas como economías abiertas al exterior.

21 Banco Mundial (2023).

Durante el ejercicio 2022, los ingresos que obtuvieron las 5 principales empresas en términos de capitalización de cada uno de los índices en sus países de origen fueron inferiores al 50 %, llegando al 24 % en el caso del índice español. En otras palabras, la mayoría de los ingresos de estas compañías provienen del extranjero.

Los índices analizados comparten una fuerte exposición a otros países europeos, lo cual se explica, como ya se ha señalado, por la progresiva integración de los mercados de la Unión Europea. En el caso español, se observa una exposición significativa a Latinoamérica, explicada por la relación histórica con esta región y la presencia destacada de empresas españolas en ella. También es relevante la exposición española a EE. UU., compartida con los índices Cac 40 y Dax 40. No obstante, el Dax 40 sobresale por su exposición a Asia, siendo Alemania el principal exportador europeo a China, según Eurostat²².

Por otro lado, Francia, según Eurostat, es el principal exportador de la Unión Europea a África²³, lo que se refleja en una mayor exposición del índice Cac 40 a esta región. En el caso del PSI 20, se observa una exposición concentrada en la Unión Europea y Brasil, explicada por la relación histórica con este último país.

En resumen, un índice se ve directamente afectado por los acontecimientos económicos y políticos tanto del país de origen como de los países en los que sus integrantes tienen una fuerte presencia. Por lo tanto, en principio, una desaceleración económica en China tendría un impacto mayor en el índice alemán, mientras que el índice español se vería más influenciado por los *shocks* derivados de los países latinoamericanos.

4 Análisis comparado de la metodología de cálculo y nivel de transparencia

Se ha analizado comparativamente la metodología utilizada por el Ibex 35 con las metodologías empleadas para el cálculo de los principales índices selectivos comparables. El objetivo de este análisis es determinar el eventual grado de discrecionalidad aplicado en los criterios de elegibilidad e inclusión de valores en los índices, así como su nivel de transparencia.

El anexo 2 proporciona una descripción detallada de los resultados del análisis para cada uno de los aspectos considerados en esta sección. Las conclusiones principales de este análisis se presentan a continuación. Se han identificado algunos aspectos que podrían ser objeto de mejora, los cuales se evalúan en la sección 5.

4.1 Criterios de inclusión de valores

Como se ha mencionado anteriormente, los criterios de selección de valores para formar parte del Ibex 35 se fundamentan en su capitalización flotante e incorporan algunos factores cualitativos —como la calidad de la liquidez—, los cuales son difíciles de cuantificar.

22 Eurostat (2023).

23 Eurostat (2019).

La mayoría de los índices analizados combinan tanto la capitalización como la liquidez de los valores al seleccionar las compañías que los integran. La definición de ambas variables generalmente es clara y se basa en criterios objetivos.

En el caso del Dax 40, la selección se realiza mediante la elaboración de un *ranking* basado exclusivamente en criterios cuantitativos. Este enfoque metodológico es similar al utilizado por el FTSE 100, el Mib 40 y el PSI 20. En cuanto al caso específico del Mib 40, se emplea un algoritmo que proporciona un alto grado de automatización al proceso de selección de valores.

En lo que respecta al Cac 40, la selección también se realiza según un *ranking* basado en criterios puramente cuantitativos. Sin embargo, el Comité Asesor del índice tiene la facultad de elegir empresas que no hayan alcanzado la clasificación requerida en el *ranking*, siempre y cuando se considere justificado en interés de los usuarios del índice. En contraste, aunque el S&P 500 también utiliza criterios cuantitativos para evaluar la capitalización y la liquidez, la composición final del índice está sujeta a la discreción de su Comité Asesor, que puede aplicar criterios adicionales como la diversidad sectorial.

En 2020, Deutsche Börse, el administrador del Dax 40, respondió al escándalo de la compañía Wirecard²⁴ implementando cambios significativos en la gobernanza y la metodología del índice. Uno de los aspectos fundamentales abordados fue la revisión de los criterios de inclusión y exclusión de empresas en el índice. Estos cambios implicaron ajustes en los requisitos financieros, de liquidez y otros criterios relevantes para la selección de empresas incluidas, como se detalla en el recuadro 3.

Revisión del índice Dax a raíz del caso Wirecard

RECUADRO 3

En 2020, el administrador del índice Dax, Deutsche Börse, introdujo cambios significativos en la gobernanza y metodología del índice como respuesta al escándalo de la compañía Wirecard¹. Los cambios más relevantes se refirieron a los siguientes aspectos:

- **Mayor diversificación del índice.** Una de las medidas más llamativas fue la de ampliar el número de integrantes de 30 hasta 40, con lo que pasa de denominarse Dax 30 a Dax 40. Con esta medida se logró un aumento considerable de la capitalización del índice, en torno a los 350.000 millones de euros, situando la cifra total del selectivo por encima de los 2 billones de euros, y una mayor representatividad de la economía alemana. Por otro lado, los fondos indexados tuvieron que reajustar sus carteras, vendiendo acciones de las compañías que hasta ahora componían el índice de 30 miembros y comprando acciones de las 10 que pasaron a formar parte del selectivo.

24 Parlamento Europeo (2021).

- **Mayor enfoque en la calidad y transparencia de la información financiera.** Deutsche Börse adoptó un enfoque más riguroso respecto a la calidad y transparencia de la información financiera de las empresas consideradas para su inclusión en el índice. Como parte de este esfuerzo, se introdujeron nuevos requisitos en los criterios de selección de las sociedades candidatas que aún no forman parte del índice, pero que son elegibles para su inclusión. Estas compañías ahora deben demostrar un EBIT-DA positivo en sus dos estados financieros anuales más recientes como indicador de su estabilidad financiera y viabilidad para ser consideradas en el índice.
- **Mayor supervisión.** Se fortalecieron los procesos de supervisión y seguimiento de las empresas incluidas en el índice. Esto implicó una mayor atención a las prácticas contables, los informes financieros y otros aspectos relevantes para garantizar la integridad y la precisión de la información proporcionada por estas. Entre otras medidas, se añadió la obligación, por parte de todas las empresas de la familia de los índices Dax, de publicar informes financieros anuales auditados y estados financieros trimestrales. Otro de los cambios en las reglas del índice fue la de someter su composición a una doble revisión principal (marzo y septiembre), frente a la revisión única que se llevaba a cabo hasta entonces.
- **Mejora en la gobernanza corporativa.** Se enfatizó la importancia de una gobernanza corporativa sólida y transparente como criterio clave para la inclusión en el índice. Esto implicó la definición de requisitos más estrictos en cuanto a la independencia y diversidad de los consejos de administración, las políticas de divulgación de conflictos de intereses, la remuneración de los ejecutivos y la transparencia y comunicación con los accionistas. Específicamente, se estableció que todos los miembros de la familia de índices Dax debían cumplir con las recomendaciones del Código de gobierno corporativo alemán².

Estos cambios reflejaron la necesidad de abordar las deficiencias identificadas a raíz del escándalo de Wirecard y de proteger la reputación y credibilidad del índice Dax, con el propósito principal de fortalecer la integridad y la confianza en el índice al garantizar que las empresas incluidas cumplieran con altos estándares de transparencia, gobernanza y calidad de la información financiera.

1 Qontigo (2021).

2 Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2022).

4.2 Determinación del capital flotante

El umbral del 3 % utilizado por Sociedad de Bolsas para el cálculo del capital flotante (a efectos de deducir las participaciones registradas en la CNMV) coincide con el umbral más bajo establecido en la normativa vigente sobre participaciones significativas en el capital social de una compañía cotizada²⁵.

De los índices analizados, solo el Ibex 35 utiliza este umbral. Tanto el PSI 20 como el Cac 40 y el Dax 40 mantienen una definición de capital cautivo similar a la recogida en la normativa europea sobre mercados líquidos²⁶, que excluye las participaciones superiores al 5 % del capital. Este umbral también es utilizado por el índice estadounidense S&P 500.

Ni el FSTE 100 ni el Mib 40 definen umbrales a partir de los cuales una participación se considera capital cautivo, sino que se valora el tipo de tenedor de la acción y las características de su inversión. De acuerdo con ello, se excluyen del capital flotante, entre otras, aquellas inversiones que tienen un periodo mínimo de mantenimiento y las acciones mantenidas por empleados o por entidades públicas.

La tipología del accionista también es tenida en cuenta por los restantes índices, que, por regla general, excluyen del capital flotante —con independencia del porcentaje de participación— las participaciones mantenidas por Administraciones públicas o por miembros del consejo de administración, o las mantenidas por fondos de inversión o de pensiones con carácter estratégico.

En relación con los coeficientes correctores del capital flotante, solo el Ibex 35 aplica factores de corrección, no habiéndose identificado la utilización de un sistema similar por parte de otros índices.

Una vez calculado el capital flotante de cada compañía, la mayoría de los índices establecen límites al peso máximo de una sociedad en la capitalización total del índice, con el fin de evitar una excesiva concentración en un determinado valor. El Dax 40 lo sitúa en el 10 %; el Cac 40 y el Mib 40, en el 15 %; el PSI, en el 12 %, y el Ibex 35, en el 20 %. La metodología de los índices FTSE 100 y S&P 500 no aplica límites en este sentido.

25 Artículo 23 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

26 Artículo 1.2 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567 de la Comisión, de 18 de mayo de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las definiciones, la transparencia, la comprensión de carteras y las medidas de supervisión en lo que atañe a la intervención en materia de productos y las posiciones.

4.3 Política de ajuste por dividendos

El ajuste por dividendos es un aspecto importante en el cálculo de los índices bursátiles, especialmente para mantener la homogeneidad y la comparabilidad a lo largo del tiempo. Los dividendos pagados por las empresas a sus accionistas pueden tener un impacto significativo en el precio de las acciones y, por ende, en los índices bursátiles.

La política adoptada por parte de los administradores de los índices analizados respecto de los dividendos es similar para todos ellos, con la excepción del Dax. Todos los índices, salvo el índice alemán, se ven afectados por los dividendos ordinarios distribuidos por las compañías que los integran, mientras que cuentan con ajustes para los dividendos extraordinarios.

En el caso del Dax 40, su administrador reinvierte los dividendos ordinarios en el cálculo del índice, de forma similar a la metodología seguida por el resto de los administradores para el cálculo de los índices con dividendo (*total return*).

El índice español es, junto con el Mib 40 italiano, el que mayor rentabilidad por dividendo ofrece. El descuento del dividendo ordinario a la hora de calcular el índice penaliza su revaloración y esto afecta, por tanto, al comportamiento del índice. En definitiva, una alta rentabilidad por dividendo complica la tendencia alcista del selectivo.

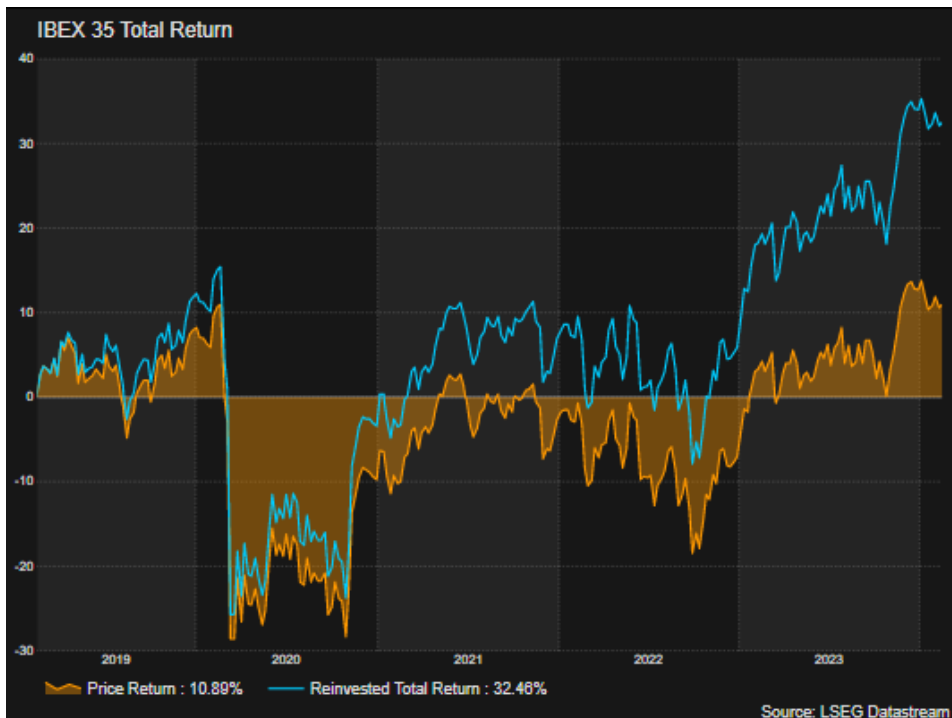
El índice que presenta menor rentabilidad por dividendo es el estadounidense S&P 500, debido a la preferencia por la remuneración al accionista a través de acciones y por la reinversión del beneficio en detrimento del reparto por dividendos en efectivo.

Una correcta interpretación de la rentabilidad de los índices y su comparabilidad aconseja analizar estos en su versión con dividendo (*total return*).

Rentabilidad por dividendo de los índices analizados. Septiembre 2023 CUADRO 13

Índice	Rentabilidad por dividendo (%)
Ibex 35	4,03
Dax 40	3,40
Cac 40	3,12
Mib 40	4,43
PSI 20	3,78
FTSE 100	3,82
S&P 500	2,05

Fuente: Reuters.



4.4 Entrada y salida rápida (*fast entry/fast exit*)

Todos los índices ofrecen la opción de evaluar las entradas y salidas de valores con una periodicidad mínima trimestral.

En el ámbito europeo, tanto el Dax 40 como el Ibex 35 cuentan con procedimientos para incorporar empresas de gran tamaño que han comenzado a cotizar recientemente (*fast entry*²⁷). Sin embargo, esta incorporación de nuevos valores no ocurre de manera automática, sino que se lleva a cabo durante las revisiones trimestrales.

El S&P 500 reconoce la inclusión directa de empresas que han realizado una oferta pública de venta, sin necesidad de esperar a las revisiones trimestrales.

En el caso del Mib 40, durante el proceso de selección de valores para la conformación del índice, se elabora una lista de valores reserva. Si alguno de los valores que componen el índice deja de formar parte de este, ya sea por alguna operación societaria o por la quiebra de la compañía, el administrador tiene la facultad de sustituirlo por uno de los valores incluidos en dicha lista, sin necesidad de esperar a las revisiones trimestrales. Además, el administrador se reserva la capacidad de llevar a cabo revisiones extraordinarias entre las reuniones trimestrales con el fin de incorporar nuevos valores.

27 Aunque las normas técnicas del Ibex 35 no recoge expresamente los conceptos de *fast entry/fast exit* —a diferencia de lo que ocurre con los índices comparables—, sí cuenta con mecanismos similares para la incorporación de valores que hayan comenzado a cotizar recientemente.

4.5 Existencia de un comité independiente

Todos los índices analizados cuentan con comités que ejercen la función de vigilancia exigida por la regulación. En todos los casos analizados, excepto el Cac 40 y el Ibex 35, este comité incorpora a personas pertenecientes al propio administrador. Solo los comités del Ibex 35 y del Cac 40 están compuestos exclusivamente por personas independientes del administrador.

Por otra parte, el grado de discrecionalidad que aplican estos comités en sus decisiones difiere según los casos, en especial, en lo que se refiere a la selección de valores para su inclusión en el cálculo del índice, como se ha señalado en el epígrafe 3.3. El grado de discrecionalidad es prácticamente nulo en el caso del Dax 40, el Mib 40 y el PSI 20, mientras que los comités asesores tanto del Cac 40 como del S&P 500 cuentan con mayor grado de discrecionalidad, reservándose la posibilidad de seleccionar empresas que no se ajusten a los requisitos cuantitativos previstos para su inclusión.

5 Identificación de posibles áreas de mejora aplicables al Ibex 35

Los resultados hasta ahora expuestos permiten identificar algunas áreas, relacionadas con la determinación del capital flotante y con los criterios de entrada y salida, en las que podrían aconsejarse mejoras para el índice Ibex 35 con el fin de mejorar su utilidad y comprensión por parte de los usuarios. En esta sección también se analizan posibles mejoras en la transparencia del índice.

5.1 Determinación del capital flotante

En este ámbito se han evaluado posibles mejoras en la accesibilidad de los datos necesarios para el cálculo del capital flotante, la posible unificación de los porcentajes de participación con los utilizados por otros índices y la conveniencia de emplear coeficientes correctores en función del tramo de capital flotante en el que se sitúe la compañía.

Accesibilidad de los datos

Como se ha mencionado, la información utilizada por Sociedad de Bolsas para determinar el capital flotante es la que figura en el Registro de titulares de participaciones significativas en sociedades emisoras de valores, a la que se accede a través de la página web de la CNMV.

Esta fuente de información, aunque proviene de un registro oficial, presenta ciertas limitaciones en cuanto a la accesibilidad de los datos. Su principal desventaja radica en el proceso manual que sigue el administrador del índice para obtener la información, que requiere revisar empresa por empresa y comunicación por comunicación. Ello podría propiciar errores en los cálculos. Otro aspecto para considerar es

que este registro no permite guardar enlaces digitales, lo que obliga a archivar la información en formato físico.

Las normas técnicas del índice contemplan asimismo el descuento en el capital flotante de las participaciones directas poseídas por los miembros de los consejos de administración de las compañías, independientemente de su cuantía, datos que también se tomaban del Registro de participaciones significativas de la CNMV. En la actualidad, el administrador del Ibex 35 ha dejado de considerar estas participaciones en el cálculo del flotante²⁸, aunque no ha realizado la correspondiente adaptación de sus normas técnicas.

Las dificultades técnicas para obtener la información necesaria para el cálculo de dicho capital flotante impiden que el administrador pueda llevar a cabo reponderaciones automáticas del índice cuando se producen ampliaciones de capital, sin necesidad de esperar a las revisiones trimestrales. Este mecanismo es generalmente demandado por los participantes del mercado, ya que beneficia tanto a los inversores que siguen estrategias de gestión pasiva como a los emisores, al mantener la representatividad del índice y mejorar la visibilidad y liquidez de las acciones de la empresa. Existen, por tanto, áreas de mejora en este ámbito relacionadas con una mayor automatización del proceso.

Umbrales para la consideración de participaciones significativas

Sobre la posible armonización del umbral de acuerdo con los parámetros establecidos en la normativa europea a partir de los cuales una participación es considerada significativa, se ha analizado la situación de las compañías del Ibex 35 a julio de 2023. El resultado obtenido indica que, de las 14 compañías que presentan participaciones directas entre el 3 % y el 5 %, solo 1 cambiaría en el rango que le corresponde en el sistema de coeficientes correctores del capital flotante. De mantener el sistema de coeficientes y excluyendo las participaciones directas inferiores al 5 %, en lugar de las que se sitúan por debajo del 3 %, la capitalización del índice sería un 0,07 % superior al de la capitalización conforme a la situación actual. Esto es, la capitalización del índice no varía de forma significativa en función del umbral utilizado para el cálculo del capital flotante.

28 Desde la entrada en vigor de la Ley 5/2021, de 12 de abril, de fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, que elimina la obligación de los consejeros de notificar las operaciones en acciones o instrumentos financieros —quedando solamente obligados a notificar tales operaciones bajo el régimen de operaciones de directivos establecido en el Reglamento de Abuso de Mercado—, dicha información no está disponible a través del Registro de la CNMV.

En este caso, considerando que la variación en términos de capitalización no es relevante, que existan diferencias en el sistema de determinación del capital flotante no parece determinante. Dado que la obligación vigente en cuanto a publicación de participaciones significativas parte del umbral del 3 %, tal como se establece en el Real Decreto 1362/2007, el uso de esta referencia por parte del administrador del índice garantiza la congruencia y la fiabilidad de la información utilizada para calcular el capital flotante y, por ende, de la composición del índice.

Coefficientes correctores

Los coeficientes correctores son otro de los elementos clave en el cálculo del capital flotante que solo aplica el índice Ibex 35. Estos coeficientes están diseñados para ajustar el peso de las compañías, potenciando el peso de aquellas con menor capitalización y atenuando el de las sociedades con gran capitalización.

Para evaluar la conveniencia de eliminar estos coeficientes correctores, se ha comparado el sistema actual de coeficientes con un sistema de cálculo basado en el capital flotante real alineado con los estándares internacionales (véase anexo 1). Las conclusiones aconsejan mantener los coeficientes, a pesar de que no es una práctica común en el resto de los índices comparables, según se desprende de los siguientes resultados:

- El sistema actual de coeficientes en el Ibex 35 tiende a potenciar la capitalización de sus integrantes. Específicamente, al cierre del mes de julio de 2023, la capitalización flotante del Ibex 35 con el sistema de corrección actual era un 34 % superior a la capitalización flotante real.

A nivel de empresa, la utilización o eliminación del sistema de coeficientes tiene un impacto significativo. Por un lado, las 4 compañías más grandes experimentarían en conjunto un aumento de casi 4 puntos porcentuales en su peso en el índice según un sistema sin coeficientes, lo que significaría pasar del 48 % al 52 %. Por otro lado, el uso de coeficientes conlleva un aumento del peso de otras 25 empresas, lo que contribuiría a reducir la concentración del índice en unas pocas compañías y aumenta la importancia relativa de las empresas de menor capitalización.

El sistema de coeficientes, al reducir más el peso de las compañías con gran capitalización, acerca el índice español a los niveles de concentración observados en otros índices europeos. Sin embargo, aún queda lejos de los anglosajones, que muestran una menor concentración empresarial. Esta diferencia se debe principalmente al mayor número de corporaciones que integran los índices anglosajones, lo que disminuye la influencia de las empresas individuales en estos y contribuye a una distribución más equitativa del peso entre ellas.

Empresas más capitalizadas por índice a septiembre 2023

CUADRO 14

Ibex 35		Dax 40		Cac 40		PSI 20		FTSE 100		S&P 500	
Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%	Empresas	%
Iberdrola	14	SAP SE	10	Louis Vuitton	16	EDP Energias	23	AstraZeneca	8	Apple Inc	7
Inditex	13	Siemens AG	7	L'Oreal	9	EDP Renovaveis	22	Shell	8	Microsoft	6
B. Santander	12	Airbus SE	7	Hermes	8	Jeronimo Martins	19	HSBC	6	Alphabet A	4
BBVA	9	Deutsche Tel.	6	Tot. Energ.	6	Galp Energia	13	Unilever	5	Alphabet B	4
Amadeus IT	6	Allianz	6	Sanofi	5	B. Com. Portugues	5	BP PLC	4	Amazon	3

Fuente: Reuters.

- La utilización de coeficientes correctores por parte del Ibex 35 tiene, como se ha visto, una incidencia directa sobre el peso de las compañías en el índice y, por tanto, en su composición sectorial.

El sector financiero es el que cuenta con mayor peso en el índice (un 20 % de las empresas que conforman el Ibex 35 son bancos y aseguradoras, lo que supone más del 28 % de su capitalización). Esta característica trae consigo una importante correlación entre el comportamiento de dicho sector y la evolución del índice. La utilización del sistema de coeficientes beneficia en términos de ponderación a empresas que pertenecen al resto de sectores, al reducir el peso del sector financiero y atenuar así la correlación. Como muestra el cuadro 15, el promedio de las diferencias entre los capitales flotantes ajustados y reales se sitúa para las empresas ajenas al sector financiero en el 30 %, mientras que para las compañías que ofrecen servicios financieros este porcentaje se ve reducido al 22 %.

Distribución sectorial del Ibex 35 a julio 2023

CUADRO 15

Sector	Número de compañías	Capitalización con coeficientes (euros)	Promedio de la coeficiente de ponderación y <i>free float</i> real (%)
Mat. básicos, industria y construcción	8	78.475.517.389	30,82
Servicios de consumo	4	31.217.981.812	35,34
Petróleo y energía	8	119.255.445.779	15,50
Servicios financieros	7	141.979.179.863	22,06
Tecnología y telecomunicaciones	3	50.868.392.850	32,29
Servicios inmobiliarios	2	6.512.993.284	35,38
Bienes de consumo	3	72.198.233.724	29,29

Fuente: Reuters.

La elevada concentración que muestra el Ibex 35 en torno a un sector no es una característica específica del índice español. De hecho, algunos de los índices comparables muestran concentraciones sectoriales significativas, como el sector energético, que representa más del 48 % en el PSI 20, o el sector tecnológico, que alcanza el 42 % en el S&P 500.

%

Sector	Ibex 35	Dax 30	Cac 40	FTSE 100	S&P 500	PSI
Financiero	24	15	8	19	7	5
Servicios públicos (<i>utilities</i>)	22	4	2	4	2	48
Consumo cíclico	19	19	33	8	12	0
Tecnológico	13	27	6	3	42	2
Industrial	12	13	18	11	7	2
Materias primas	4	8	5	12	2	8
Energético	4	1	6	12	4	13
Sanitario	2	11	9	13	12	0
Inmobiliario	1	1	0	1	2	0
Consumo no cíclico	0	2	13	17	9	21
Sector con más representación	24	27	33	19	42	48

Fuente: Reuters.

5.2 Posibles mejoras en la transparencia del índice

Los criterios de inclusión y exclusión de valores se consideran adecuados. Sin embargo, se aprecian áreas de mejora en la información pública suministrada por Sociedad de Bolsas sobre estos criterios. En concreto, se observa como buena práctica por parte de otros índices, que podría ser tenida en cuenta por el administrador del Ibex 35, la inclusión de apartados específicos en sus normas técnicas bajo la denominación de *fast entry*, en los que se desarrollen los criterios para la incorporación de valores que han iniciado recientemente su cotización, así como las consiguientes exclusiones. La incorporación de ejemplos, tal y como realizan otros administradores, puede ser tomada como una buena práctica.

En tanto que en la práctica no se vienen considerando, resulta recomendable eliminar de las normas técnicas del índice la consideración de las participaciones de los miembros de los órganos de administración en el cálculo del capital flotante.

En las normas sobre composición del Ibex 35, si bien se recoge un criterio cuantitativo claro y tasable, la capitalización no recoge con suficiente claridad la definición de los factores de elegibilidad basados en la liquidez, lo que puede suscitar dudas sobre el grado de discrecionalidad del CAT a la hora de seleccionar los valores integrantes del índice. Se podría tomar como referencia el enfoque utilizado por otros administradores, como el del Mib 40, quien en su documento metodológico detalla paso a paso el proceso de selección de la cesta de valores que conforman el índice, o también considerar el uso de ejemplos, tal como se realiza en el caso del FTSE 100.

La página web del administrador podría ser optimizada para mejorar su accesibilidad, navegabilidad y la facilidad de encontrar los criterios y normas de cálculo del índice. Además, sería beneficioso incluir contenido que facilite la comprensión,

como información resumida, clara y concisa sobre los criterios y normas técnicas para el cálculo del índice. Esta información no solo puede ser presentada por escrito, sino también a través de otros formatos, como vídeos cortos, que aumentarían su visibilidad y facilitarían su comprensión y uso.

En cuanto a la accesibilidad de los datos sobre participaciones significativas, el administrador podría solicitar a la CNMV que le facilite esta información en un formato digital exportable y fácil de manejar. Esto ayudaría a reducir el riesgo de errores y los costes asociados al procesamiento manual. Para garantizar el cumplimiento de la normativa de protección de datos, se podría considerar la exclusión de información personal y limitar los datos exportables únicamente a porcentajes de participación, asignando códigos a los titulares en lugar de revelar datos personales. Esta iniciativa también permitiría una reponderación automática o más frecuente del índice.

Finalmente, con el objetivo de mejorar la comprensión general del Ibex 35 —el índice representativo del mercado de valores español— entre los inversores, se podrían lanzar publicaciones divulgativas en formato de ficha o guía rápida, disponibles tanto en medios escritos como audiovisuales.

6 Conclusiones

De acuerdo con lo expuesto, puede concluirse que el Ibex 35 es homologable a sus pares europeos y anglosajones, al mantener un grado de representatividad y de internacionalización comparables. Al mismo tiempo, la diversificación sectorial, la capitalización de mercado de las empresas incluidas en el índice, la liquidez del mercado y la ponderación de las acciones del índice son factores que muestran similitudes significativas con sus homólogos europeos y anglosajones.

La metodología del índice es adecuada y está en línea con la de los principales índices bursátiles comparables. Sin embargo, se han evidenciado ciertos ámbitos de mejora relacionados con la accesibilidad y claridad de la información y con las normas técnicas para su cálculo.

Entre las mejoras identificadas, se proponen también acciones que se pueden implementar para facilitar la obtención y el tratamiento de los datos necesarios para el cálculo del índice, así como para mejorar la comprensión general del Ibex 35, el índice representativo del mercado de valores español, entre los inversores.

Este trabajo y las propuestas que contiene se enmarcan en los esfuerzos dirigidos a la mejora y potenciación de los mercados de capitales, dentro de las líneas estratégicas de la CNMV. El objetivo es mejorar la competitividad y el atractivo de los mercados de valores españoles, fortaleciendo su capacidad de financiación empresarial con las máximas garantías para los inversores.

Referencias

- Banco Mundial (2023). «Exports of goods and services (% of GDP)».
- Borja, A. (2022). «Biografía de Charles Henry Dow». Rankia.com. 03 de julio.
- Deutsche Börse AG (2022). *Guide to the DAX Equity Indices*. Version 11.3.0. 3 de agosto.
- Euronext NV Index Rule Book (2018). CAC Family. Version 18-01. 23 de noviembre.
- Euronext NV (2021). Index Rule Book. PSI Family. Version 21-01. 15 de diciembre.
- Euronext Paris (2023). *Index rule book. CAC® Family*. 12 de julio.
- Eurostat (2019). «Archive: Africa-EU - international trade in goods statistics». Statistics Explained. Septiembre.
- Eurostat (2023). «China-EU - international trade in goods statistics». Statistics Explained. Febrero.
- FTSE Russell (2023). *FTSE MIB Index. Ground Rules. V4.8*. Julio.
- FTSE Russell (2023). *FTSE UK Index. Ground Rules. Series v15.8*. Abril.
- IOSCO (2013). *Principles for Financial Benchmarks. Final Report*. Julio 2013.
- Parlamento Europeo (2021). *Update on Wirecard case: public hearing*. Briefing. Marzo.
- Qontigo (2021). *September implementation of DAX Reform 2021*. Supporting Material. 19 de julio.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex (2022). *German Corporate Governance Code*. 28 de abril.
- Sociedad de Bolsas (2024). *Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de Sociedad de Bolsas*. Febrero.
- S&P Dow Jones Indices (2022). *S&P U.S. Indices Methodology*. Marzo.

Anexo 1 Valores integrantes del Ibex 35 a 31 de julio de 2023. Capitalización real y capitalización ajustada

Compañía	Coefficiente corrector aplicado (%) (1)	Capital flotante (%) (2)	Número de acciones totales (3)	Precio por acción (4)	Capitalización calculada con capital flotante real (€) (2) * (3) *(4)	Capitalización calculada con coeficientes correctores (€) (1) * (2) * (3)	Diferencia porcentual entre los dos métodos (%)
IBERDROLA	100	82,94	6.350.278.000	11,355	59.805.883.109	72.107.406.690	20,60
INDITEX	60	35,11	3.116.652.000	34,81	38.094.324.083	65.094.393.672	70,90
B. SANTANDER	100	91,88	16.184.146.059	3,684	54.782.248.130	59.622.394.081	8,80
BBVA	100	94,52	5.965.473.005	7,21	40.654.054.258	43.011.060.366	5,80
AMADEUS IT	100	74,24	450.499.205	65,22	21.811.987.324	29.381.558.150	34,70
CELLNEX	100	61,66	706.475.375	37,14	16.178.656.281	26.238.495.428	62,20
TELFÓNICA	100	85,51	5.750.458.145	3,877	19.063.157.597	22.294.526.228	17,00
FERROVIAL SE	100	61,07	732.494.678	30,14	13.483.544.921	22.077.389.595	63,70
CAIXABANK	80	49,42	7.502.131.619	3,669	13.603.839.353	22.020.256.728	61,90
REPSOL	100	91,45	1.277.396.053	13,9	16.237.683.798	17.755.805.137	9,30
AENA	80	42,96	150.000.000	145,4	9.369.576.000	17.448.000.000	86,20
INT.AIRL.GRP	100	71,80	4.971.476.010	1,992	7.110.681.456	9.903.180.212	39,30
ACS CONST.	100	66,25	278.164.594	31,79	5.858.212.887	8.842.852.443	50,90
ENDESA	40	29,90	1.058.752.117	19,485	6.168.099.417	8.251.914.000	33,80
REDEIA	100	70,46	541.080.000	15,205	5.796.994.281	8.227.121.400	41,90
B. SABADELL	100	83,52	5.626.964.701	1,119	5.258.709.290	6.296.573.500	19,70
ACCIONA	80	41,86	54.856.653	136,35	3.131.303.549	5.983.763.709	91,10
GRIFOLS	100	57,27	426.129.798	13,35	3.257.937.658	5.688.832.803	74,60
NATURGY	20	15,03	969.613.801	27,74	4.042.901.123	5.379.417.368	33,10
BANKINTER	100	68,48	898.866.154	5,878	3.618.006.435	5.283.535.253	46,00
ARCELOR MITTAL	20	14,18	852.809.772	26,315	3.181.782.688	4.488.337.830	41,10
ENAGÁS	100	79,26	261.990.074	16,135	3.350.528.794	4.227.209.844	26,20
MERLIN PROPERTIES	100	67,56	469.770.750	8,47	2.688.144.406	3.978.958.253	48,00
MAPFRE	60	32,28	3.079.553.273	1,891	1.879.630.192	3.494.061.144	85,90
FLUIDRA	80	42,62	192.129.070	20,12	1.647.418.473	3.092.509.511	87,70
LOGISTA	80	41,74	132.750.000	25,32	1.403.111.851	2.688.984.000	91,60
COLONIAL	80	41,69	539.615.637	5,87	1.320.549.006	2.534.035.031	91,90
ACERINOX	100	73,00	259.724.345	9,572	1.814.814.583	2.486.081.430	37,00
INDRA	100	55,95	176.654.402	13,22	1.306.710.244	2.335.371.194	78,70
UNICAJA	80	45,51	2.654.833.479	1,06	1.280.707.599	2.251.298.790	75,80
SACYR	100	60,26	683.083.887	3,108	1.279.271.006	2.123.024.721	66,00
ACCIONA RENOVABLES	20	17,37	329.250.589	28,62	1.636.613.015	1.884.630.371	15,20
SOLARIA	80	49,62	124.950.876	14,225	881.976.660	1.421.940.969	61,20
ROVI	60	39,75	54.016.157	43,66	937.489.469	1.415.007.249	50,90
MELIÁ HOTELES	80	42,13	220.400.000	6,68	620.282.916	1.177.817.600	89,90

Fuente: BME, Reuters y elaboración propia.

Anexo 2 Análisis comparado de las metodologías utilizadas para el cálculo de los índices

Nombre del índice	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Definición	Índice compuesto por los 35 valores cotizados más líquidos del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) de las 4 bolsas españolas.	Índice compuesto por las 40 principales empresas cotizadas en el Regulated Market of Frankfurt Stock Exchanges en términos de capitalización y rentabilidad.	Conformado por las 40 compañías más prominentes en términos de capitalización y liquidez, seleccionadas de entre las que cotizan en Euronext Paris, o que, aunque no tengan a Euronext Paris como su mercado principal, cumplen con criterios específicos, como una presencia significativa en Francia o volúmenes destacados de negociación de derivados en París.	Índice de los 40 principales valores, en términos de capitalización y liquidez, seleccionados entre los valores que cotizan en la bolsa italiana.	El índice incluye las 18 empresas más grandes cotizadas en Euronext Lisboa, más 2 posibles empresas adicionales.	Índice de las 100 mayores empresas británicas en términos de capitalización cotizadas en London Stock Exchange.	El índice comprende las 500 mayores empresas capitalizadas de EE. UU. que cotizan en alguno de los siguientes mercados: NYSE, NYSE Arca, NYSE American, Nasdaq Global Select Market, Nasdaq Select Market, Nasdaq Capital Market, Cboe BZX, Cboe BYX, Cboe EDGA o Cboe EDG.
Tipo de índice	Ponderado por capitalización.	Ponderado por capitalización.	Ponderado por capitalización.	Ponderado por capitalización.	Ponderado por capitalización.	Ponderado por capitalización.	Ponderado por capitalización.
Discrecionalidad del Comité Independiente	Con poder de decisión.	No toma decisiones vinculantes.	Toda decisión relativa a completar, modificar, revisar o retirar las normas del índice requiere su aprobación.	Puede contar, bajo circunstancias, con cierto grado de discrecionalidad para modificar la composición del índice. Sin embargo, el término <i>circunstancias excepcionales</i> no se define expresamente.	Toda decisión relativa a completar, modificar, revisar o retirar las normas del índice requiere su aprobación.	No toma decisiones.	Con poder de decisión.

Nombre del índice	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Composición del Comité Independiente	Compuesto por un mínimo de cinco y un máximo de nueve miembros. Todos ellos son independientes.	Compuesto por cuatro miembros pertenecientes a Deutsche Börse Group y 5 miembros representando a Stoxx Ltd. (de los cuales 2 no tienen derecho a voto).	Compuesto por un mínimo de 5 y un máximo de 12 miembros. Para su selección se valora la independencia de estos.	Entre sus miembros se encuentra el jefe de Cumplimiento Normativo y Riesgos y el Departamento Legal de FTSE.	Compuesto por cuatro personas pertenecientes a Euronext (jefe de Riesgo y Cumplimiento, y otros tres miembros preferiblemente pertenecientes a los departamentos de Regulación/Asuntos Gubernamentales, Cumplimiento y Finanzas).	Entre sus miembros se encuentra el jefe de Cumplimiento Normativo y Riesgos y el Departamento Legal de FTSE.	Todos los miembros del comité son empleados a tiempo completo y profesionales de S&P Dow Jones Indices.
Criterios de acceso al índice	<ul style="list-style-type: none"> - La capitalización media del valor deberá ser superior al 0,30 % de la capitalización media del índice durante el periodo de control. - Calidad de la liquidez valorada a través del volumen negociado, las características y la cuantía de las operaciones realizadas, las estadísticas asociadas a los volúmenes y a la contratación, la calidad de las horquillas, las rotaciones y demás medidas de liquidez. 	<p>Se seleccionan empresas negociadas en la plataforma alemana Xetra que cumplan los siguientes criterios:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La compañía debe contar con un mínimo del 10 % de capital flotante. - El valor debe haber estado listado al menos durante 30 días de cotización. 	<p>Elaboración de un <i>ranking</i> con las empresas negociadas en la plataforma Euronext Paris (cabe la posibilidad de que se negocie en otras plataformas) en función de los siguientes criterios:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Capitalización en el momento de la revisión. - Volumen de negociación durante los últimos 12 meses. - La rotación de los valores debe ser superior al 20 % o al 30 % en función de la revisión y, en caso de compañías que ya forman parte del índice, este debe ser del 10 % como mínimo. 	<p>La selección de valores se llevará a cabo a través de la elaboración de un <i>ranking</i> conforme a los siguientes parámetros:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Capitalización de la compañía en la fecha de revisión. Existe la obligación de tener un capital flotante superior al 5 %. - Derechos de voto en manos de accionistas considerados como capital flotante. - Liquidez valorada en función del volumen negociado de la acción durante los últimos 6 meses y el número de días cotizados durante el periodo de revisión. 	<p>Serán susceptibles de ser elegidas las empresas que tengan un volumen de negociación de al menos el 15 % de su capital flotante, aunque puede reducirse al 10 % en determinados casos. De las compañías que cumplan con este requisito, se elaborará un <i>ranking</i> en función de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La capitalización de las empresas el día de la revisión. 	<p>Para formar parte del índice se deberán cumplir las siguientes condiciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> - El precio de la acción debe ser exacto y fiable. - Al menos el 5 % de los derechos de voto deben corresponder a accionistas no permanentes. - La compañía debe contar con un capital flotante, en el caso de empresas del Reino Unido, de al menos el 10 % y del 25 % si la empresa es extranjera. No será elegible ninguna empresa con capital flotante igual o inferior al 5 %. 	<p>Se seleccionarán los valores del índice en función de los siguientes parámetros:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Capitalización. No se define una capitalización mínima de acceso. - Liquidez valorada en función del precio de cierre del valor por el volumen negociado dividido por la capitalización de la empresa. Este parámetro debe superar determinados umbrales. No obstante, la composición del índice está sujeta a la discreción del Comité, el cual tendrá en cuenta también factores como la diversidad sectorial.

Nombre del índice	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Criterios de acceso al índice		<ul style="list-style-type: none"> - Criterio mínimo de liquidez: si una empresa no está incluida en el índice, su volumen de negociación debe superar los 1.000 millones de euros o tener un índice de rotación de al menos el 20 %. En el caso de empresas que ya forman parte del índice, este volumen debe ser superior a 800 millones de euros en los últimos 12 meses o demostrar un índice de rotación del 10 %. - Deben publicar de forma periódica determinada información financiera. - Para aquellas empresas que todavía no forman parte del Dax, se requiere un EBITDA positivo para los dos años fiscales más recientes. 	<p>Cuando quede justificado por el interés del usuario, podrán formar parte del índice empresas que no sean susceptibles de incorporación de acuerdo con el <i>ranking</i> elaborado.</p>	<p>Se ha desarrollado un algoritmo para la elaboración de dicho <i>ranking</i>.</p>	<p>Se seleccionarán las 18 mayores empresas del <i>ranking</i> anterior, siempre que su capitalización sea superior a 100 millones de euros. Además, las 2 empresas con la clasificación más alta de entre las que ocupen los puestos 19 a 22 de dicho <i>ranking</i> serán seleccionadas, prefiriéndose empresas que ya formen parte del índice.</p> <p>En el caso de que haya menos de 20 empresas elegibles que cumplan con los criterios mínimos de liquidez y capitalización, el índice solo constará de 18 empresas.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Se debe tener una rotación de acciones mínima. De aquellas compañías que cumplan con los requisitos anteriores, se realizará un <i>ranking</i> en función de la capitalización. 	

Nombre del índice	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Criterios de acceso al índice		<p>De todas aquellas compañías que cumplen los criterios anteriores se elabora un <i>ranking</i> en función de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - La capitalización media durante los últimos 20 días de cotización (30 para el caso de nuevas compañías listadas en Frankfurt Stock Exchange). 					
Revisiones del índice	Trimestrales.	<p>Trimestrales.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Existe la posibilidad de realizar una revisión extraordinaria en el caso de que una empresa, debido a insolvencia, deje de cumplir con los criterios mínimos. 	Trimestrales.	Trimestrales.	Trimestrales.	Trimestrales.	Trimestrales.

Nombre del índice	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Entrada y salida rápida del índice	Sí, pero no definido expresamente en las normas técnicas.	Sí.	Sí.	Sí. En el caso de que una compañía haya abandonado el índice (adquisición, quiebra...), se podrá llevar a cabo su reemplazo fuera de las revisiones trimestrales. Durante dichas revisiones se crea una lista de valores reserva para estos casos. Adicionalmente, existe un procedimiento de entrada rápida en el índice, pero hay que esperar a las revisiones trimestrales. Excepcionalmente, se pueden celebrar revisiones extraordinarias para incorporar un valor.	Sí.	Sí.	Sí.
Capital cautivo	Se consideran capital cautivo: - Las participaciones directas superiores o iguales al 3 % del capital. - Las participaciones directas que posean los miembros del consejo de administración, independientemente de su cuantía.	Se considera capital cautivo todo aquel en manos de accionistas que cuenten con al menos el 5 % del capital, salvo si se trata de gestores de activos, fondos y fondos de pensiones u otras empresas de servicios de inversión.	Se considera capital cautivo todo aquel en manos de accionistas que cuenten con al menos el 5 % del capital, salvo que sean instituciones de inversión colectiva, en cuyo caso se considerará capital cautivo cuando mantengan el 5 % o más del capital y estén representados en el consejo de administración. Adicionalmente, se consideran capital cautivo:	Por regla general, no define umbrales a partir de los cuales una participación se considera capital cautivo, sino que se centra en el tipo tenedor de la acción y las características de su inversión. De acuerdo con ello, se excluyen del capital flotante aquellas inversiones que tienen un periodo mínimo de mantenimiento y las acciones mantenidas por empleados (incluidos familiares y relaciones directas) o por entidades públicas.	Se considerará capital cautivo, por regla general, aquella participación superior al 5 % del capital social, salvo que sean instituciones de inversión colectiva, en cuyo caso se considerará capital cautivo cuando mantengan el 5 % o más del capital y estén representados en el consejo de administración. Adicionalmente, se considerarán capital cautivo:	Por regla general, no define umbrales a partir de los cuales una participación se considera capital cautivo, sino que se centra en el tipo de tenedor de la acción y en las características de su inversión. De acuerdo con ello, se excluyen del capital flotante, entre otras, aquellas inversiones que tienen un periodo mínimo de mantenimiento y las acciones mantenidas por empleados o por entidades públicas.	Se considera participación cautiva aquella mantenida por cualquier persona física superior al 5 %. La metodología enumera a los sujetos que podrían ser considerados accionistas estratégicos, cuyas participaciones deberían ser excluidas, si bien esta lista no es limitada.

Nombre del índice	Ibex 35	Dax 40	Cac 40	Mib 40	PSI 20	FTSE 100	S&P 500
Capital cautivo			<ul style="list-style-type: none"> - Las partes que actúen de forma concertada y que posean colectivamente al menos el 5 % de las acciones de una compañía. - Planes de participación accionarial de los empleados y planes de pensiones de los empleados, empleados individuales, directivos o miembros del consejo de administración de la empresa en cuestión cuando su participación acumulada sea del 5 %. - Las acciones en poder de la empresa cuando representen al menos el 5 %. 		<ul style="list-style-type: none"> - Las partes que actúen de forma concertada y que posean colectivamente al menos el 5 % de las acciones de una compañía. - Planes de participación accionarial de los empleados y planes de pensiones de los empleados, empleados individuales, directivos o miembros del consejo de administración de la empresa en cuestión cuando su participación acumulada sea del 5 %. - Las acciones en poder de la empresa cuando representen al menos el 5 %. 		
Ponderación	Un valor no podrá suponer más del 20 % de la capitalización del índice.	Ningún valor podrá suponer más del 10 % de la capitalización del índice.	Ningún valor podrá suponer más del 15 % de la capitalización del índice.	Ningún valor podrá suponer más del 15 % de la capitalización del índice.	Ningún valor podrá suponer más del 12 % de la capitalización del índice.	No se observa límite a la exposición de una compañía en el índice.	No se observa límite a la exposición de una compañía en el índice.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al segundo semestre de 2023 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre**, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.

Las motivaciones que inspiran el presente real decreto y que emanan de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, son los siguientes: la modernización de los mercados financieros para adaptarlos a las nuevas necesidades; el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores (se establece en el real decreto un amplio catálogo de normas al que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión); la adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar que, en general, su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan y, por último, garantizar una igualdad en las condiciones de competencia en la Unión Europea.

Se deroga el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre; y el Real Decreto 816/2023, de 8 de noviembre, por el que se modifica el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

- **Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre**, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.

En este real decreto, por una parte, con el objeto de aportar mayor simplicidad, se ha procedido a resumir y reordenar las disposiciones anteriormente vigentes en lo que respecta al marco regulador aplicable al registro de instrumentos financieros y valores negociables, la admisión a negociación de valores negociables en mercados regulados, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, así como el correspondiente a los centros de negociación y a las infraestructuras de mercado de poscontratación, manteniendo en el texto de la Ley 6/2023 el régimen básico y trasladando al presente real decreto el desarrollo de estas. La distribución de materias entre la Ley 6/2023 y este real decreto mejora así el conocimiento y la comprensión de la norma por parte de sus destinatarios, facilitando su interpretación y aplicación.

Por otra parte, con el objeto de reducir el número de normas aplicables y asegurar la adecuada identificación por parte de los obligados a su cumplimiento,

se aglutinan en el presente real decreto todas las disposiciones reglamentarias que regulan el régimen aplicable al registro de valores negociables, a los centros de negociación y a los sistemas de compensación, liquidación y registro. En consecuencia, se derogan los reales decretos vigentes incorporándolos en el presente texto.

Quedan derogadas las siguientes normas:

- i) El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos.
- ii) El Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores.
- iii) El Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.
- iv) El Real Decreto 1464/2018, de 21 de diciembre, por el que se desarrollan el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre y el Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de mercado de valores, y por el que se modifican parcialmente el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifican parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y otros reales decretos en materia del mercado de valores.
- v) La Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y cuantas normas de igual o inferior rango se opondan a lo dispuesto en el presente real decreto.
- **Real Decreto 815/2023, de 8 de noviembre**, por el que se desarrolla la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en relación con los registros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la cooperación con otras autoridades y la supervisión de empresas de servicios de inversión.

El contenido de este real decreto se corresponde fundamentalmente con el desarrollo de las potestades y facultades administrativas de supervisión que la ley atribuye a la CNMV para el cumplimiento de sus fines.

Este real decreto incluye el detalle de los registros oficiales que la CNMV deberá establecer y mantener, y que constituyen una pieza esencial de la transparencia que debe guiar el funcionamiento de los mercados de valores. La Ley 6/2023, de 17 de marzo, hace referencia a numerosos registros en diversas materias (folletos, entidades encomendadas para llevar el registro contable, empresas de asesoramiento financiero nacional...) que se especifican en el artículo 2 de este real decreto. Se presenta, por tanto, un listado exhaustivo de los registros públicos oficiales que mantendrá la CNMV.

Un aspecto importante regulado en este real decreto es el relativo a las disposiciones específicas sobre supervisión de empresas de servicios de inversión y es donde se contiene principalmente la trasposición parcial de la Directiva 2019/2034. Las empresas de servicios de inversión constituyen una de las categorías de intermediarios financieros de los mercados de valores más relevantes en cuanto a su número e importancia. Por ello, la normativa prevé algunas especialidades en cuanto al ejercicio de potestades y facultades de supervisión sobre ellas. En buena medida, estas facultades tienen su origen en el derecho de la Unión Europea y, muy especialmente, en 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, y por la que se modifican las Directivas 2002/87/CE, 2009/65/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/59/UE y 2014/65/UE.

- **Real Decreto 816/2023, de 8 de noviembre**, por el que se modifica el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

Como consecuencia de las modificaciones introducidas a través de la Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, y a través de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, y en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, se incorporan por medio de este real decreto modificaciones en el citado reglamento.

Estas modificaciones pretenden introducir mejoras en el régimen jurídico de la inversión colectiva española para impulsar su competitividad y mejorar su funcionamiento y para realizar ajustes con el fin de adaptar la normativa española al derecho de la Unión Europea. Dado que las modificaciones afectaron a las normas con rango de ley, se llevan a cabo las correspondientes adaptaciones a nivel reglamentario en el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003.

Además, se trasponen cambios normativos establecidos en la Directiva Delegada (UE) 2021/1270 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, por la que se modifica la Directiva 2010/43/UE en lo que atañe a los riesgos de sostenibilidad y los factores de sostenibilidad que deben tenerse en cuenta en relación con los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

- **Real Decreto 1180/2023, de 27 de diciembre**, por el que se modifican el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores, y el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.

Se modifica el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores. La Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, y el Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, incorporan al derecho español los aspectos principales 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, siendo una de las novedades del nuevo régimen prudencial de las empresas de servicios de inversión la modificación de los requisitos de capital inicial. La Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, no ofrece margen para conceder flexibilidad a estas empresas; se ha establecido un régimen nacional, sin pasaporte europeo y sin ser de aplicación el régimen de terceros Estados, que permita a las empresas de asesoramiento financiero (EAF) seguir funcionando con el seguro.

De acuerdo con lo previsto en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, en el Real Decreto 813/2023, de 8 de noviembre, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, se desarrolla el régimen de adhesión al Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) de todas las EAF, con independencia de que estén sujetas o no al régimen nacional sin pasaporte europeo.

Se dispone un régimen transitorio de adaptación al nuevo régimen legal de aportaciones al FOGAIN.

El real decreto introduce mejoras adicionales en el régimen jurídico de las instituciones de inversión colectiva (IIC) buscando impulsar y mejorar la inversión colectiva, un sector cuyo correcto funcionamiento beneficia al conjunto de la actividad económica, que tiene que ir necesariamente unido a la protección del inversor y, en concreto, del inversor particular. En este sentido, se introducen modificaciones en los artículos 5, 6, 73 y 74 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, para adaptar el régimen de la comisión de éxito a las recientes guías de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

Se modifica el artículo 35 para explicitar que en los casos de disolución y liquidación de un fondo de inversión es posible, manteniendo la suspensión del derecho del partícipe a solicitar el reembolso, articular los pagos a cuenta mediante el reembolso de participaciones.

Se modifica el artículo 51 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, eliminando los

límites cuantitativos que se imponen a las IIC para invertir en instrumentos financieros que incorporen derechos de voto sobre un emisor.

En el artículo 53 se elimina la exigencia de un coeficiente de liquidez del 1 % para las IIC, dado que la normativa ya prevé suficientes mecanismos para la gestión de la liquidez y, además, es una exigencia que no está recogida en el derecho de la Unión Europea. Se modifican algunas disposiciones aplicables a las IIC de inversión libre y a las IIC de inversión libre, reguladas respectivamente en los artículos 73 y 74; y también se modifica la regulación de los compartimentos de propósito especial, regulados en los artículos 75 y 78.7, para abordar algunos ajustes técnicos encaminados a mejorar su funcionamiento. Igualmente, se modifica el artículo 78.3 para dar mayor flexibilidad al cálculo del valor liquidativo, manteniendo que las suscripciones y reembolsos se puedan atender al menos quincenalmente, así como en el apartado 6, para permitir que en los reglamentos de gestión de los fondos se prevean periodos de preaviso ajustados al plazo máximo para atender las solicitudes de suscripción y reembolso, con el fin de facilitar la gestión de los fondos con estrategias centradas en activos menos líquidos.

Además, en el artículo 104 se refuerzan los límites a la diversificación de riesgos de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) para incluir dentro del límite del 25 % de concentración en una misma entidad o entidades pertenecientes al mismo grupo no solo valores emitidos, sino todo tipo de instrumentos financieros y también efectivo. Por último, se realizan ajustes en relación con la política de ejercicio de derechos de voto, para adaptar la regulación española a la normativa europea de segundo nivel.

- **Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre**, por el que se adoptan medidas para afrontar las consecuencias económicas y sociales derivadas de los conflictos en Ucrania y Oriente Próximo, así como para paliar los efectos de la sequía.

El título I está dedicado a las medidas en materia económica: actuaciones urgentes en el régimen de compensaciones y comisiones de reembolso anticipado de operaciones hipotecarias a tipo de interés variable y de conversión a tipo de interés fijo; el título y el apartado 1 del artículo 35 del Real Decreto-ley 19/2018, de 23 de noviembre, de servicios de pago y otras medidas urgentes en materia financiera, en relación con los gastos y las comisiones por servicios de pago percibidas por los proveedores de servicios de pago. Para conseguir el objetivo de evitar incidencias en el sistema, se aplican a los operadores de sistemas de pago, a los operadores de esquemas de pago, a los operadores de acuerdos de pago electrónico, a los procesadores de pagos y a otros proveedores de servicios tecnológicos o técnicos determinadas obligaciones y requerimientos del Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero (Reglamento DORA); se crea el Fondo de Coinversión, F.C.P.J. («FOCO» o «Fondo») —fondo carente de personalidad jurídica, adscrito al Ministerio de Economía, Comercio y Empresa a través de la Secretaría del Estado de Comercio— con el objetivo de atraer la inversión exterior e impulsar la

modernización productiva, y se regulan las aportaciones al Fondo de Resiliencia Autonómica y al instrumento financiero InvestEU.

El título II está dividido en dos capítulos dedicados, respectivamente, a las medidas fiscales y relativas a la financiación local. El título III está dedicado a la energía. El título IV incorpora las medidas de apoyo para paliar la sequía. El título V incorpora las ayudas al transporte de viajeros. El título VI está dedicado a las medidas de carácter social.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Acuerdo de 20 de diciembre de 2023**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre iniciación del procedimiento de renovación del Comité Consultivo.
- **Resolución de 1 de marzo de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Acuerdo de la Mesa encargada de la supervisión y control del procedimiento de renovación del Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se publica la lista provisional de candidatos designados.
- **Resolución de 18 de marzo de 2024**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con AFI Escuela, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares de Máster.

Otros

- **Circular 3/2023, de 31 de octubre**, del Banco de España, por la que se modifican la Circular 2/2016, de 2 de febrero, a las entidades de crédito, sobre supervisión y solvencia, que completa la adaptación del ordenamiento jurídico español a la Directiva 2013/36/UE y al Reglamento (UE) n.º 575/2013, y la Circular 1/2022, de 24 de enero, a los establecimientos financieros de crédito, sobre liquidez, normas prudenciales y obligaciones de información.

La Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas, modificó el apartado 4 del artículo 13 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, para incluir la prohibición de captar depósitos u otros fondos reembolsables del público en el régimen de prestación de servicios sin sucursal en España por parte de entidades de crédito con sede en Estados no miembros de la Unión Europea.

La circular modifica la Circular 2/2016, de 2 de febrero, sobre supervisión y solvencia, alineando su redacción con el contenido de la reforma de la Ley 10/2014 por la Ley 18/2022, en lo relativo a la actuación en España sin sucursal de las entidades extracomunitarias, e introduce algunos criterios de valoración en el proceso de autorización. Así, se incorporan los aspectos mínimos

que se analizarán en dicho proceso y la referencia a la aplicación del artículo 149 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, para las entidades que pretendan ofrecer servicios de inversión en España en régimen de prestación de servicios sin sucursal; asimismo, se elimina el contenido del formulario de la solicitud. Estas modificaciones afectan a la norma 4 de la Circular 2/2016, denominada «Sucursales y prestación de servicios sin sucursal en España de entidades de crédito con sede en Estados no miembros de la Unión Europea».

Por otro lado, esta circular revisa las obligaciones de información al Banco de España en materia de remuneraciones, tanto para las entidades de crédito como para los establecimientos financieros de crédito.

European Securities Markets Authority (ESMA)

- Directrices sobre los requisitos de gobernanza de productos en virtud de la MiFID II (03.08.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- Directrices por las que se modifican las Directrices EBA/GL/2022/01 sobre la mejora de la resolubilidad para entidades y autoridades de resolución con arreglo a los artículos 15 y 16 de la Directiva 2014/59/UE (Directrices sobre resolubilidad) para introducir una nueva sección sobre el testeo de la resolubilidad (13.06.2023). European Banking Authority (EBA).

Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- Reglamento (UE) 2023/2822 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2023, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2023/1803 en lo referente a la Norma Internacional de Contabilidad 1.

Publicado en el DOUE (L) n.º 2822 de 20/12/2023, pp. 1-6.

- Reglamento (UE) 2023/2859 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de diciembre de 2023, por el que se establece un punto de acceso único europeo que proporciona un acceso centralizado a la información disponible al público pertinente para los servicios financieros, los mercados de capitales y la sostenibilidad.

Publicado en el DOUE (L) n.º 2859 de 20/12/2023, pp. 1-22.

- Directiva (UE) 2023/2864 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de diciembre de 2023, por la que se modifican determinadas Directivas en lo que respecta al establecimiento y el funcionamiento del punto de acceso único europeo.

Publicada en el DOUE (L) n.º 2864 de 20/12/2023, pp. 1-27.

- **Reglamento (UE) 2023/2869 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 13 de diciembre de 2023, por el que se modifican determinados Reglamentos en lo que respecta al establecimiento y el funcionamiento del punto de acceso único europeo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 2869 de 20/12/2023, pp. 1-28.

- **Reglamento (UE) 2023/2845 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 13 de diciembre de 2023, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 909/2014 en lo que respecta a la disciplina de liquidación, la prestación transfronteriza de servicios, la cooperación en materia de supervisión, la prestación de servicios auxiliares de tipo bancario y los requisitos aplicables a los depositarios centrales de valores de terceros países y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 236/2012.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 2845 de 27/12/2023, pp. 1-38.

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/358 de la Comisión**, de 29 de septiembre de 2023, por el que se completa el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los requisitos sobre la puntuación crediticia de los proyectos de financiación participativa, la fijación del precio de las ofertas de financiación participativa y las políticas y procedimientos de gestión del riesgo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 358 de 22/01/2024, pp. 1-14.

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/363 de la Comisión**, de 11 de octubre de 2023, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2015/2205 en lo que respecta a la transición a los índices TONA y SOFR utilizados como referencia en determinados contratos de derivados extrabursátiles.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 363 de 22/01/2024, pp. 1-4.

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/595 de la Comisión**, de 9 de noviembre de 2023, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 1093/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la relevancia de las deficiencias, el tipo de información objeto de recopilación, la implementación práctica de la recopilación de información y el análisis y la difusión de la información que figure en la base de datos central de lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo a que se refiere el artículo 9 bis, apartado 2, de dicho Reglamento.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 595 de 16/02/2024, pp. 1-18.

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/818 de la Comisión**, de 28 de noviembre de 2023, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) n.º 153/2013 en lo que respecta a la prórroga de las medidas temporales de emergencia relativas a los requisitos de garantías reales de las ECC.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 818 de 06/03/2024, pp. 1-3.

- **Directiva (UE) 2024/790 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 28 de febrero de 2024, por la que se modifica la Directiva 2014/65/UE relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 790 de 08/03/2024, pp. 1-11.

- **Reglamento (UE) 2024/791 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 28 de febrero de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 600/2014 en lo que se refiere a la mejora de la transparencia de los datos, la eliminación de obstáculos al establecimiento de sistemas de información consolidada, la optimización de las obligaciones de negociación y la prohibición de recibir pagos por el flujo de órdenes.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 791 de 08/03/2024, pp. 1-46.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2024/796 de la Comisión**, de 4 de marzo de 2024, por el que se modifican las normas técnicas de ejecución establecidas en el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 650/2014 en lo que respecta a la información que deben publicar las autoridades competentes de conformidad con la Directiva 2013/36/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 796 de 08/03/2024, pp. 1-5.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2024/910 de la Comisión**, de 15 de diciembre de 2023, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la forma y el contenido de la información que debe notificarse en relación con las actividades transfronterizas de determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) y de las sociedades de gestión de OICVM y al intercambio de información entre autoridades competentes sobre los escritos de notificación de actividades transfronterizas, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 584/2010 de la Comisión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 910 de 25/03/2024, pp. 1-25.

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/911 de la Comisión**, de 15 de diciembre de 2023, por el que se completa la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que debe notificarse en relación con las actividades transfronterizas de las sociedades de gestión y de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM).

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 911 de 25/03/2024, pp. 1-4.

- **Reglamento Delegado (UE) 2024/912 de la Comisión**, de 15 de diciembre de 2023, por el que se completa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican la información que debe notificarse en relación con las actividades transfronterizas de los gestores de fondos de inversión alternativos (GFIA).

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 912 de 25/03/2024, pp. 1-4.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2024/913 de la Comisión**, de 15 de diciembre de 2023, por el que se establecen normas técnicas de ejecución para la aplicación de la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la forma y el contenido de la información que debe notificarse en relación con las actividades transfronterizas de los gestores de fondos de inversión alternativos y al intercambio de información entre autoridades competentes sobre los escritos de notificación de actividades transfronterizas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 913 de 25/03/2024, pp. 1-22.

- **Directiva (UE) 2024/927 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 13 de marzo de 2024, por la que se modifican las Directivas 2011/61/UE y 2009/65/CE en lo que respecta a los acuerdos de delegación, la gestión del riesgo de liquidez, la presentación de información a efectos de supervisión, la prestación de servicios de depositaría y custodia y la concesión de préstamos por fondos de inversión alternativos.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 927 de 26/03/2024, pp. 1-47.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emissiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	32	27	20	6	8	11	6	8
Ampliaciones de capital	31	27	20	6	8	11	6	8
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	14	12	11	3	3	7	2	3
De las cuales dividendo elección	10	11	10	3	3	7	1	3
Ampliaciones de capital por conversión	4	4	3	2	2	2	1	2
De contrapartida no monetaria	4	2	1	0	0	1	0	0
Con derecho de suscripción preferente	4	2	2	0	1	0	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	10	10	4	1	3	1	2	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	50	55	39	9	10	13	7	9
Ampliaciones de capital	49	55	39	9	10	13	7	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	0	0	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	20	16	15	3	3	7	2	3
De las cuales dividendo elección	16	15	14	3	3	7	1	3
Ampliaciones de capital por conversión	4	14	14	5	3	4	2	2
De contrapartida no monetaria	5	5	1	0	0	1	0	0
Con derecho de suscripción preferente	4	2	2	0	1	0	1	1
Sin negociación de derechos de suscripción	15	17	7	1	3	1	2	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	1	0	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	19.906,1	6.111,8	3.677,5	1.039,5	372,5	1.996,0	269,5	1.086,9
Ampliaciones de capital	17.705,8	6.111,8	3.677,5	1.039,5	372,5	1.996,0	269,5	1.086,9
Ofertas públicas de suscripción de valores	100,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	5.478,1	3.591,5	3.281,0	1.025,6	35,6	1.983,7	236,2	939,4
De las cuales dividendo elección	5.451,8	3.590,0	3.279,5	1.025,6	35,6	1.983,7	234,6	939,4
Ampliaciones de capital por conversión	109,5	81,6	51,5	13,9	28,3	7,1	2,3	12,2
De contrapartida no monetaria ²	3.525,3	1.381,2	5,2	0,0	0,0	5,2	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	7.060,4	254,2	181,1	0,0	150,1	0,0	31,0	39,8
Sin negociación de derechos de suscripción	1.432,6	603,3	158,5	0,0	158,5	0,0	0,0	95,4
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	4.967,2	529,6	277,3	85,8	36,5	133,9	21,1	78,9
Ampliaciones de capital	4.884,9	529,6	277,3	85,8	36,5	133,9	21,1	78,9
Ofertas públicas de suscripción de valores	5,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	796,2	334,4	208,8	77,6	2,1	127,5	1,6	68,2
De las cuales dividendo elección	770,0	332,9	207,3	77,6	2,1	127,5	0,1	68,2
Ampliaciones de capital por conversión	46,3	6,5	40,7	8,2	26,8	5,6	0,1	2,1
De contrapartida no monetaria	3.289,0	19,3	0,8	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	98,8	22,9	21,8	0,0	2,4	0,0	19,4	2,6
Sin negociación de derechos de suscripción	649,2	145,6	5,1	0,0	5,1	0,0	0,0	5,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	82,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	44	41	35	12	11	15	13	14
Número de emisiones	77	88	111	30	21	24	36	27
Importe efectivo (millones de euros)	2.440,8	2.329,5	1.517,9	102,9	567,9	496,6	350,6	79,4
Ampliaciones de capital	2.440,8	2.329,5	1.517,9	102,9	567,9	496,6	350,6	79,4
De ellas, mediante OPS	1.654,2	1.487,1	986,7	0,0	481,3	455,1	50,2	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos 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 cotización¹

CUADRO 1.2

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	123	121	120	120	120	120	120	120
Empresas extranjeras	6	6	8	6	8	8	8	8
Segundo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	0	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	0	0	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	10	9	8	9	8	8	8	8
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	6	5	6	5	5	5	5
Bilbao	2	2	0	2	2	0	0	0
Valencia	1	0	2	0	0	2	2	2
BME MTF Equity ³	2.432	1.349	655	819	716	677	655	655
Latibex	19	19	18	19	18	18	18	18

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	781.805,0	724.476,0	862.511,2	791.476,3	800.849,6	804.856,2	862.511,2	927.728,4
Empresas extranjeras ³	147.213,9	141.178,4	195.490,0	155.953,6	161.893,9	179.416,9	195.490,0	218.450,2
Ibex 35	475.870,0	438.222,8	520.388,7	488.225,9	500.608,7	489.171,6	520.388,7	569.051,0
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	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	1.319,3	1.227,9	1.366,5	1.305,4	1.136,4	1.242,2	1.366,5	1.417,4
Madrid	23,1	32,8	33,2	36,5	34,5	34,5	33,2	31,2
Barcelona	1.258,7	1.201,5	1.234,0	1.275,4	1.108,4	1.214,2	1.234,0	1.238,1
Bilbao	19,2	0,0	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7	14,7
Valencia	45,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	48.656,9	39.070,4	34.634,1	36.209,6	36.125,4	34.337,9	34.634,1	36.299,1
Latibex	196,1	228,5	305,9	239,3	258,8	283,6	305,9	302,5

1 Datos al final del periodo.

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

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

4 Antes MAB. Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las 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

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ¹	372.972,8	356.572,7	296.496,0	88.222,7	74.509,6	61.414,8	72.348,9	76.382,2
Empresas extranjeras	4.343,6	4.770,9	3.489,3	885,9	885,9	503,4	2.443,2	2.637,1
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	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	7,4	8,3	6,7	1,0	0,9	0,1	0,3	2,5
Madrid	0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	7,4	7,7	5,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	1,0	1,0	0,9	0,1	0,3	2,5
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	3.559,2	3.837,3	3.901,4	996,8	732,5	528,8	613,5	862,2
Latibex	48,9	93,4	93,0	28,9	18,2	11,4	7,2	35,5

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

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
En sesión	355.841,2	342.364,3	290.657,5	86.581,5	72.936,5	60.310,7	70.828,8	73.431,2
Órdenes	237.430,5	247.439,8	209.439,7	65.236,4	47.567,6	44.760,7	51.875,1	58.210,2
Aplicaciones	40.006,0	35.058,8	27.822,5	8.951,4	7.114,3	5.441,9	6.314,9	7.946,7
Bloques	78.404,7	59.865,7	53.395,3	12.393,7	18.254,6	10.108,1	12.638,9	7.274,4
Fuera de hora	4.890,0	3.873,0	2.291,9	807,9	820,0	299,5	364,5	1.194,9
Autorizadas	1.213,3	867,1	387,0	84,6	65,7	183,9	52,9	51,4
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	5.306,1	5.125,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	994,5
OPV	1.723,2	467,5	72,4	0,0	72,4	0,0	0,0	0,0
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	2.787,7	2.458,4	2.175,3	442,1	423,5	461,2	848,5	412,9
Operaciones de cobertura	1.211,5	1.417,5	911,9	306,6	191,5	159,5	254,3	297,3

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas a largo plazo registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	30	27	28	16	12	8	3	7
Cédulas hipotecarias	7	8	9	6	5	0	0	4
Cédulas territoriales	3	3	1	1	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	10	7	9	4	6	4	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	3	2	3	1	2	0	0	2
Bonos de titulización	12	11	11	3	2	3	3	1
Otras emisiones de renta fija	1	0	2	2	0	0	0	0
Participaciones preferentes	3	0	3	2	0	1	0	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	156	127	109	40	33	26	10	10
Cédulas hipotecarias	16	21	18	7	11	0	0	5
Cédulas territoriales	3	4	1	1	0	0	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	81	45	29	11	12	6	0	0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	4	4	3	1	2	0	0	2
Bonos de titulización	48	53	52	15	8	19	10	2
Otras emisiones de renta fija	1	0	3	3	0	0	0	0
Participaciones preferentes	3	0	3	2	0	1	0	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	81.210,7	84.866,9	54.982,6	27.589,0	17.593,3	3.789,8	6.010,5	6.050,0
Cédulas hipotecarias	28.920,0	31.350,0	20.550,0	8.750,0	11.800,0	0,0	0,0	2.700,0
Cédulas territoriales	5.500,0	3.540,0	750,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	24.756,7	27.532,2	13.156,9	9.678,3	1.989,3	1.489,3	0,0	0,0
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	1.210,0	1.800,0	1.130,0	130,0	1.000,0	0,0	0,0	600,0
Bonos de titulización	18.375,7	20.644,7	14.665,5	3.800,5	2.804,0	2.050,5	6.010,5	2.000,0
Otras emisiones de renta fija	823,3	0,0	3.380,2	3.380,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.625,0	0,0	1.350,0	1.100,0	0,0	250,0	0,0	750,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	5.727,2	1.825,1	3.864,3	1.652,9	836,0	538,9	836,5	950,0
Emisiones aseguradas	30	27	28	16	12	8	3	7

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Total	78.865,8	98.766,9	75.208,8	30.064,6	21.875,5	11.519,0	11.749,6	12.170,3
Pagarés	20.157,0	39.524,5	25.705,6	10.446,9	4.744,9	8.114,1	2.399,6	2.450,8
Bonos y obligaciones	3.288,1	3.707,7	6.215,2	1.237,2	2.876,6	961,9	1.139,5	1.719,5
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	130,0	130,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	28.920,0	31.350,0	22.750,0	9.100,0	11.450,0	0,0	2.200,0	4.500,0
Bonos de titulización	5.500,0	3.540,0	750,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	18.375,7	20.644,7	14.808,0	3.800,5	2.804,0	2.193,0	6.010,5	2.000,0
Bonos matador	1.625,0	0,0	1.350,0	1.100,0	0,0	250,0	0,0	750,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Solo incluye renta fija privada.

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	292	272	265	270	270	264	265	259
Renta fija privada	255	236	231	234	234	229	231	225
Pagarés	7	6	9	7	9	10	9	9
Bonos y obligaciones	37	31	31	31	31	31	31	31
Cédulas hipotecarias	27	23	24	23	23	23	24	23
Cédulas territoriales	6	4	5	5	5	5	5	5
Bonos de titulación	198	187	178	183	182	176	178	174
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	5
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	38	36	34	36	36	35	34	34
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	15	14	12	15	15	13	12	12
Deuda pública extranjera	13	13	12	13	13	12	12	12
Otra deuda pública	11	9	9	9	9	9	9	9
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.451	2.353	2.221	2.332	2.297	2.258	2.221	2.163
Renta fija privada	1.453	1.370	1.228	1.338	1.303	1.245	1.228	1.199
Pagarés	54	121	146	126	141	134	146	140
Bonos y obligaciones	469	367	231	334	291	264	231	223
Cédulas hipotecarias	183	156	154	156	160	159	154	155
Cédulas territoriales	18	13	12	13	13	12	12	12
Bonos de titulación	715	699	671	693	683	661	671	654
Participaciones preferentes	11	11	11	13	12	12	11	12
Bonos matador	3	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	998	983	993	994	994	1.013	993	964
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	233	232	227	232	232	229	227	231
Deuda autonómica	171	155	148	158	156	158	148	151
Deuda pública extranjera	558	560	576	565	566	585	576	538
Otra deuda pública	24	24	30	27	28	29	30	32
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.261.394,3	6.036.311,1	10.012.218,8	9.452.238,5	9.639.230,5	9.996.668,2	10.012.218,8	9.862.073,3
Renta fija privada	432.063,7	384.144,5	376.059,6	383.888,8	387.351,1	382.671,8	376.059,6	370.395,4
Pagarés	5.747,3	8.715,2	7.353,6	8.363,9	6.814,4	6.694,0	7.353,6	6.742,4
Bonos y obligaciones	43.975,9	37.838,3	43.165,8	42.406,7	43.015,3	43.872,7	43.165,8	42.624,0
Cédulas hipotecarias	199.681,7	175.698,3	175.818,0	174.231,5	181.803,7	181.775,8	175.818,0	175.667,9
Cédulas territoriales	17.544,0	12.585,0	13.040,0	13.240,0	13.240,0	13.040,0	13.040,0	13.040,0
Bonos de titulación	156.695,2	140.888,0	128.512,5	136.127,1	133.307,9	129.088,7	128.512,5	124.006,4
Participaciones preferentes	8.225,0	8.225,0	7.975,0	9.325,0	8.975,0	8.006,0	7.975,0	8.120,0
Bonos matador	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.829.330,6	5.652.166,6	9.636.159,3	9.068.349,7	9.251.879,4	9.613.996,4	9.636.159,3	9.491.677,9
Letras del Tesoro	79.409,6	74.881,0	71.599,3	72.577,0	71.003,9	71.485,1	71.599,3	71.590,1
Bonos y obligaciones del Estado	1.094.574,1	1.184.497,3	1.273.792,3	1.221.927,2	1.254.525,0	1.268.136,6	1.273.792,3	1.319.220,7
Deuda autonómica	36.131,2	35.109,3	36.592,0	37.120,9	37.611,5	37.590,6	36.592,0	38.009,1
Deuda pública extranjera	4.592.786,5	4.339.951,8	8.214.367,3	7.698.245,0	7.849.887,4	8.197.432,5	8.214.367,3	8.021.446,0
Otra deuda pública	26.429,1	17.727,1	39.808,4	38.479,6	38.851,6	39.351,6	39.808,4	41.412,0

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	47.719,0	18.782,9	22.968,1	6.046,5	8.322,8	2.979,1	5.619,6	2.241,1
Renta fija privada	174,3	106,7	102,1	28,7	23,2	23,6	26,7	29,6
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	174,3	105,8	100,2	27,0	23,2	23,6	26,5	29,4
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,7	0,7	0,0	0,0	0,0	0,2
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,0	0,0	1,2	1,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	47.544,7	18.676,2	22.866,0	6.017,8	8.299,7	2.955,6	5.592,9	2.211,4
Letras del Tesoro	5.186,3	730,3	803,3	211,5	250,4	60,9	280,5	54,1
Bonos y obligaciones del Estado	21.997,4	5.623,7	9.337,8	1.977,4	2.263,4	1.808,4	3.288,7	1.213,0
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	20.361,0	12.322,3	12.724,9	3.828,9	5.785,9	1.086,3	2.023,7	944,4
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	47.719,0	18.782,9	22.968,1	6.046,5	8.322,8	2.979,1	5.619,6	2.241,1
Simple	47.719,0	18.782,9	22.968,1	6.046,5	8.322,8	2.979,1	5.619,6	2.241,1
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

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Total	47.564,1	18.771,9	22.952,9	6.035,5	8.322,1	2.978,2	5.617,0	2.240,7
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	47.564,1	18.771,9	22.952,9	6.035,5	8.322,1	2.978,2	5.617,0	2.240,7
Entidades de crédito	278,3	92,6	256,1	54,2	45,1	49,2	107,6	124,9
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	47.285,8	18.679,3	22.696,8	5.981,3	8.277,0	2.929,0	5.509,5	2.115,8
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hogares e ISFLSH ¹	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

¹ Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	10	8	7	8	8	8	7	7
Emisores privados	4	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	6	4	10	4	4	4	10	10
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	49	40	34	39	37	36	34	34
Emisores privados	11	11	10	11	11	10	10	10
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	11	11	10	11	11	10	10	10
Administraciones públicas ¹	38	29	24	28	26	26	24	24
Comunidades autónomas	26	24	22	24	23	23	22	22
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	8.399,3	7.717,5	7.076,0	7.685,8	7.217,9	7.213,6	7.076,0	7.067,1
Emisores privados	319,4	273,3	232,5	256,6	297,3	293,1	232,5	223,6
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	319,4	273,3	232,5	256,6	297,3	293,1	232,5	223,6
Administraciones públicas ¹	8.079,9	7.444,2	6.843,5	7.429,3	6.920,6	6.920,6	6.843,5	6.843,5
Comunidades autónomas	7.549,3	7.338,6	6.811,5	7.338,6	6.838,6	6.838,6	6.811,5	6.811,5

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Total	174.959,0	100.432,0	174.703,0	47.188,0	48.985,0	45.593,0	32.937,0	20.579,0
Simples	174.959,0	100.432,0	174.703,0	47.188,0	48.985,0	45.593,0	32.937,0	20.579,0
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

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	5.547.599	5.693.086	4.748.749	1.264.832	1.120.767	1.125.685	1.237.465	1.296.810
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.260.568	5.445.516	4.615.051	1.219.196	1.099.365	1.099.672	1.196.818	1.124.189
Futuro mini sobre Ibex 35	92.657	93.450	61.215	16.595	13.016	16.489	15.115	149.995
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	45.450	19.708	16.640	5.015	1.425	1.200	9.000	3.675
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	69.667	42.485	24.192	8.517	3.376	3.338	8.961	9.792
Opción <i>put</i> mini	79.257	91.927	31.651	15.509	3.584	4.986	7.571	9.160
Sobre acciones ⁴	25.434.719	25.333.109	24.111.351	9.785.272	3.923.006	5.344.556	5.058.517	6.060.113
Futuros	11.346.047	10.313.726	11.279.153	6.057.018	938.150	3.126.509	1.157.476	3.468.508
Futuros sobre dividendos de acciones	2.100	12.550	1.050	300	250	50	450	34.385
Futuros sobre dividendos de acciones plus	20.800	13.510	20.381	4.090	0	12.224	4.067	8.134
Opción <i>call</i>	6.131.488	7.900.379	5.832.613	1.842.611	1.232.244	817.032	1.940.726	1.071.580
Opción <i>put</i>	7.934.284	7.092.944	6.978.154	1.881.253	1.752.362	1.388.741	1.955.798	1.477.506

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 CNMV¹

CUADRO 1.14

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	2.142,7	5.233,0	4.482,7	2.166,9	1.371,3	944,5	0,0	0,0
Sobre acciones	792,8	1.595,9	752,4	344,5	187,7	220,3	0,0	0,0
Sobre índices	1.258,6	3.014,2	3.590,3	1.736,5	1.152,9	701,0	0,0	0,0
Sobre materias primas	87,1	493,6	124,6	77,6	24,9	22,0	0,0	0,0
Sobre divisas	4,2	18,2	14,9	8,4	5,8	0,7	0,0	0,0
Sobre derivados	0,0	111,1	0,5	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Número de emisiones	4.581	7.383	6.480	2.991	2.098	1.391	0	0
Número de emisores	3	2	2	2	2	2	0	0

1 Con la entrada en vigor de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, a partir de septiembre de 2023 no se registraron colocaciones de warrants en la CNMV.

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	289,2	599,6	381,1	112,6	71,3	109,0	88,3	29,7
Sobre acciones nacionales	123,3	86,0	53,4	20,0	12,9	11,1	9,4	6,1
Sobre acciones extranjeras	18,2	26,4	18,4	8,9	4,3	3,1	2,0	3,5
Sobre índices	143,4	436,8	293,5	81,1	47,8	92,6	72,1	18,7
Otros ¹	4,3	50,4	12,6	2,6	6,3	1,8	2,0	0,4
Número de emisiones ²	3.249	3.938	3.449	1.123	894	852	580	355
Número de emisores ²	4	2	3	2	3	2	3	2
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	1	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	1	0	0	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.549,0	1.604,8	1.297,3	374,5	234,9	361,2	326,7	298,4
Número de fondos	5	5	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	259,8	241,2	222,5	230,5	235,8	220,8	222,5	231,8

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

2 Emisiones o emisores que registraron contratación en cada periodo.

3 Solo incluye el patrimonio de los ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados) 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

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	33	34	39	35	37	38	39	40
Sucursales en España	13	15	16	15	16	16	16	18
Agentes operantes en España	1.359	1.222	1.306	1.229	1.263	1.273	1.306	1.332
Sucursales en el EEE ¹	4	5	5	5	5	5	5	5
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	20	23	25	23	23	25	25	25
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	161	204	262	204	254	255	262	254
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	58	61	60	61	61	62	60	61
Sucursales en España	21	20	25	20	23	20	25	33
Agentes operantes en España	729	1.246	1.333	1.222	1.297	1.312	1.333	1.351
Sucursales en el EEE ¹	4	6	3	6	4	4	3	3
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	30	32	34	32	32	34	34	35
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	200	211	234	211	229	227	234	1
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	0	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	140	143	143	141	144	144	143	92
Sucursales en España	21	21	16	21	21	21	16	8
Agentes operantes en España	17	26	24	28	26	24	24	23
Sucursales en el EEE ¹	1	0	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	26	23	22	23	23	23	22	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	49	46	46	46	47	47	46	47
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO NACIONAL³								
Entidades nacionales	-	-	-	-	-	-	-	47
Sucursales en España	-	-	-	-	-	-	-	0
Agentes operantes en España	-	-	-	-	-	-	-	0
ENTIDADES DE CRÉDITO⁴								
Entidades nacionales	108	108	108	108	109	109	108	108

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 La entrada en vigor de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ha supuesto la creación de un nuevo tipo de entidad, denominada empresa de asesoramiento financiero nacional (EAFN), según establece el artículo 128.5, letra a).

4 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I
Total	1.369	1.432	1.442	1.357	1.327	1.325	1.442	1.455
Empresas de servicios de inversión	952	974	873	897	868	868	873	887
Comunitarias	947	968	864	891	862	862	864	877
Con sucursal	41	43	47	45	47	46	47	49
En libre prestación de servicios	906	925	817	846	815	816	817	828
Extracomunitarias	5	6	9	6	6	6	9	10
Con sucursal	2	2	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	4	7	4	4	4	7	8
Entidades de crédito ¹	417	458	569	460	459	457	569	568
Comunitarias	412	452	563	454	453	451	563	562
Con sucursal	52	52	49	51	50	50	49	49
En libre prestación de servicios	360	400	514	403	403	401	514	513
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	5	6	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	3	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	3	3	3	3	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
RENDA FIJA								
Total	2.594.772,6	2.901.223,2	3.094.018,9	635.540,3	865.425,5	794.607,8	727.585,5	706.400,1
Sociedades de valores	2.585.400,6	2.890.878,3	3.083.705,8	632.703,3	863.169,5	792.421,3	723.262,9	704.852,1
Mercados organizados nacionales	1.191.945,3	662.074,8	487.314,3	109.796,8	121.280,2	123.710,8	123.584,2	118.739,1
Otros mercados nacionales	910.070,8	1.289.213,6	1.341.113,2	237.722,5	394.767,4	331.687,3	303.089,5	311.569,0
Mercados extranjeros	483.384,5	939.589,9	1.255.278,3	285.184,0	347.121,9	337.023,2	296.589,2	274.544,0
Agencias de valores	9.372,0	10.344,9	10.313,1	2.837,0	2.256,0	2.186,5	4.322,6	1.548,0
Mercados organizados nacionales	1.017,0	2.044,6	942,5	857,6	409,7	170,7	113,1	249,0
Otros mercados nacionales	66,4	454,6	402,9	207,9	84,8	33,9	114,3	169,9
Mercados extranjeros	8.288,6	7.845,7	8.967,7	1.771,5	1.761,5	1.981,9	4.095,2	1.129,1
RENDA VARIABLE								
Total	1.200.274,7	146.070,1	170.438,0	38.967,4	48.639,9	65.959,9	25.517,6	30.320,6
Sociedades de valores	1.180.119,1	130.376,3	144.950,8	34.925,3	37.960,2	61.526,6	21.311,3	24.152,7
Mercados organizados nacionales	76.177,3	38.170,8	43.121,6	9.009,5	15.218,5	14.931,2	5.829,9	7.142,0
Otros mercados nacionales	6.870,4	2.802,8	2.982,2	809,1	970,0	687,0	517,9	807,3
Mercados extranjeros	1.097.071,4	89.402,7	98.847,0	25.106,7	21.771,7	45.908,4	14.963,5	16.203,4
Agencias de valores	20.155,6	15.693,8	25.487,2	4.042,1	10.679,7	4.433,3	4.206,3	6.167,9
Mercados organizados nacionales	6.622,8	5.978,1	8.385,6	1.604,3	2.160,7	1.579,4	1.317,5	3.328,0
Otros mercados nacionales	1.486,3	864,8	7.448,4	169,9	6.927,7	248,3	151,1	121,3
Mercados extranjeros	12.046,5	8.850,9	9.653,2	2.267,9	1.591,3	2.605,6	2.737,7	2.718,6

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
Total	9.485.119,1	9.792.568,5	8.922.442,0	2.758.375,2	2.654.973,5	2.190.955,1	1.868.093,7	2.208.419,7
Sociedades de valores	9.350.998,3	8.817.459,1	7.889.992,0	2.436.358,5	2.274.128,3	1.883.370,6	1.706.226,7	2.026.266,4
Mercados organizados nacionales	4.273.458,5	4.192.650,3	3.344.015,7	1.123.297,4	948.680,0	767.313,4	779.725,4	848.296,9
Mercados organizados extranjeros	4.122.054,3	4.451.806,6	4.433.507,7	1.277.525,0	1.296.845,1	1.086.613,4	909.557,2	1.140.492,0
Mercados no organizados	955.485,5	173.002,2	112.468,6	35.536,1	28.603,2	29.443,8	16.944,1	37.477,5
Agencias de valores	134.120,8	975.109,4	1.032.450,0	322.016,7	380.845,2	307.584,5	161.867,0	182.153,3
Mercados organizados nacionales	6.858,9	9.075,1	6.064,8	2.605,3	1.974,7	1.093,8	797,3	2.199,0
Mercados organizados extranjeros	124.124,2	960.541,5	1.016.950,8	317.698,2	375.250,9	303.264,6	159.040,4	179.394,9
Mercados no organizados	3.137,7	5.492,8	9.434,4	1.713,2	3.619,6	3.226,1	2.029,3	559,4

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	89.646	103.905	113.597	103.905	107.445	109.790	112.876	113.597
Sociedades de valores. Total	19.317	21.914	19.503	21.914	21.780	21.362	20.838	19.503
IIC ³	38	29	24	29	27	24	23	24
Otras ⁴	19.279	21.885	19.479	21.885	21.753	21.338	20.815	19.479
Agencias de valores. Total	70.329	81.991	94.094	81.991	85.665	88.428	92.038	94.094
IIC ³	64	38	45	38	43	48	44	45
Otras ⁴	70.265	81.953	94.049	81.953	85.622	88.380	91.994	94.049
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	8.088.415	8.206.522	10.444.200	8.206.522	8.836.150	9.495.573	10.009.033	10.444.200
Sociedades de valores. Total	2.907.767	2.901.726	3.207.358	2.901.726	3.028.061	3.160.950	3.136.431	3.207.358
IIC ³	592.849	393.165	337.662	393.165	330.085	338.712	339.821	337.662
Otras ⁴	2.314.918	2.508.561	2.869.696	2.508.561	2.697.976	2.822.238	2.796.610	2.869.696
Agencias de valores. Total	5.180.648	5.304.796	7.236.842	5.304.796	5.808.089	6.334.623	6.872.602	7.236.842
IIC ³	1.125.208	1.276.836	2.227.407	1.276.836	1.433.316	1.572.117	2.146.842	2.227.407
Otras ⁴	4.055.440	4.027.960	5.009.435	4.027.960	4.374.773	4.762.506	4.725.760	5.009.435

1 Datos al final del periodo.

2 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 instituciones de inversión colectiva (IIC) no residentes.

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

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

CUADRO 2.6

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	34.006	48.139	65.516	48.139	42.336	59.425	47.738	65.516
Sociedades de valores. Total	9.727	20.133	26.066	20.133	21.168	22.293	23.869	26.066
Clientes minoristas	9.674	20.076	25.992	20.076	21.102	22.218	23.789	25.992
Clientes profesionales	48	43	57	43	52	58	63	57
Contrapartes elegibles	5	14	17	14	14	17	17	17
Agencias de valores. Total	24.279	28.006	39.450	28.006	21.168	37.132	23.869	39.450
Clientes minoristas	24.007	27.638	39.028	27.638	21.102	36.744	23.789	39.028
Clientes profesionales	235	327	385	327	52	349	63	385
Contrapartes elegibles	37	41	37	41	14	39	17	37
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ³	48.086	45.484	49.564	45.484	9.247	18.611	29.170	49.564
Sociedades de valores	7.944	7.937	11.624	7.937	2.133	4.150	7.384	11.624
Agencias de valores	40.142	37.547	37.940	37.547	7.114	14.461	21.786	37.940

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 información de sociedades y agencias de valores.

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

Miles de euros¹

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	41.565	66.519	80.476	5.563	37.714	56.155	80.476	6.748
II. Comisiones netas	265.790	191.789	213.216	55.830	104.273	151.861	213.216	39.961
Comisiones percibidas	481.945	293.594	315.902	82.098	155.637	227.512	315.902	57.199
Tramitación y ejecución de órdenes	164.293	105.849	117.833	34.364	62.903	88.817	117.833	22.427
Colocación y aseguramiento de emisiones	86.324	7.881	7.047	1.254	2.119	2.872	7.047	739
Depósito y anotación de valores	36.880	32.979	32.507	8.760	16.731	24.115	32.507	4.736
Gestión de carteras	15.860	14.096	17.588	3.555	7.362	11.187	17.588	2.965
Diseño y asesoramiento	20.316	19.162	21.142	4.882	9.140	13.829	21.142	3.875
Búsqueda y colocación de paquetes	5.306	1.010	921	14	16	753	921	218
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	64.608	63.402	67.896	17.047	33.879	50.775	67.896	12.056
Otras	88.356	49.215	50.967	12.222	23.486	35.165	50.967	10.183
Comisiones satisfechas	216.155	101.805	102.686	26.268	51.364	75.651	102.686	17.238
III. Resultado de inversiones financieras	32.733	57.558	41.037	14.147	25.730	30.874	41.037	7.550
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	35.370	1.372	6.726	1.170	2.715	4.728	6.726	1.718
V. Margen bruto	375.458	317.238	341.455	76.710	170.431	243.618	341.455	55.977
VI. Resultado de explotación	88.966	90.039	102.285	20.525	55.115	74.605	102.285	16.480
VII. Resultado de actividades continuadas	93.481	82.156	95.053	19.209	53.414	73.003	95.053	14.910
VIII. Resultado neto del ejercicio	90.708	82.156	95.053	19.209	53.414	73.003	95.053	14.910

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: febrero de 2024.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2021	2022	2023	2022	2023			
				IV	I	II	III	IV
TOTAL								
Total	108.249	122.542	128.333	122.542	21.103	66.321	91.900	128.333
Activos monetarios y deuda pública	3.039	-2.032	2.412	-2.032	-541	1.196	1.729	2.412
Otros valores de renta fija	19.224	47.796	38.044	47.796	14.269	24.075	28.869	38.044
Cartera interior	4.920	7.462	8.477	7.462	2.055	4.614	6.490	8.477
Cartera exterior	14.304	40.334	29.567	40.334	12.214	19.461	22.379	29.567
Renta variable	6.845	11.693	5.470	11.693	2.319	3.513	4.388	5.470
Cartera interior	5.281	7.200	2.705	7.200	1.435	1.902	2.321	2.705
Cartera exterior	1.564	4.493	2.765	4.493	884	1.611	2.067	2.765
Derivados	-21.138	2.064	-2.192	2.064	-1.153	-1.490	-2.252	-2.192
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.446	-21	2.048	-21	427	948	1.500	2.048
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	3.177	9.394	23.645	9.394	5.443	11.076	17.137	23.645
Diferencias de cambio netas	971	-273	-1.007	-273	-300	-294	231	-1.007
Otros productos y cargas de explotación	34.398	1.645	7.732	1.645	1.470	3.008	4.497	7.732
Otras operaciones	68.179	52.276	52.181	52.276	-831	24.289	35.801	52.181
MARGEN DE INTERESES								
Total	41.564	66.519	80.476	66.519	5.562	37.713	56.156	80.476
Activos monetarios y deuda pública	804	457	647	457	145	263	454	647
Otros valores de renta fija	732	209	862	209	151	366	606	862
Cartera interior	81	76	479	76	85	212	327	479
Cartera exterior	651	133	383	133	66	154	279	383
Renta variable	973	4.014	1.318	4.014	327	758	1.082	1.318
Cartera interior	539	630	627	630	98	303	550	627
Cartera exterior	434	3.384	691	3.384	229	455	532	691
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.446	-21	2.048	-21	427	948	1.500	2.048
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	3.177	9.394	23.645	9.394	5.443	11.076	17.137	23.645
Otras operaciones	42.324	52.466	51.956	52.466	-931	24.302	35.377	51.956
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	32.734	57.557	41.038	57.557	14.147	25.730	30.874	41.038
Activos monetarios y deuda pública	2.235	-2.489	1.765	-2.489	-686	933	1.275	1.765
Otros valores de renta fija	18.492	47.587	37.182	47.587	14.118	23.709	28.263	37.182
Cartera interior	4.839	7.386	7.998	7.386	1.970	4.402	6.163	7.998
Cartera exterior	13.653	40.201	29.184	40.201	12.148	19.307	22.100	29.184
Renta variable	5.872	7.679	4.152	7.679	1.992	2.755	3.306	4.152
Cartera interior	4.742	6.570	2.078	6.570	1.337	1.599	1.771	2.078
Cartera exterior	1.130	1.109	2.074	1.109	655	1.156	1.535	2.074
Derivados	-21.138	2.064	-2.192	2.064	-1.153	-1.490	-2.252	-2.192
Otras operaciones	27.273	2.716	131	2.716	-124	-177	282	131
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	33.951	-1.534	6.819	-1.534	1.394	2.878	4.870	6.819
Diferencias de cambio netas	971	-273	-1.007	-273	-300	-294	231	-1.007
Otros productos y cargas de explotación	34.398	1.645	7.732	1.645	1.470	3.008	4.497	7.732
Otras operaciones	-1.418	-2.906	94	-2.906	224	164	142	94

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.

Miles de euros¹

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	454	960	2.086	67	143	1.132	2.086	296
II. Comisiones netas	173.785	170.724	176.882	42.637	83.223	127.479	176.882	27.826
Comisiones percibidas	202.333	198.293	216.159	50.377	98.993	152.306	216.159	33.287
Tramitación y ejecución de órdenes	14.140	18.030	16.754	5.373	9.758	13.430	16.754	1.852
Colocación y aseguramiento de emisiones	1.481	1.187	829	369	450	450	829	2
Depósito y anotación de valores	425	286	281	66	138	207	281	48
Gestión de carteras	22.874	23.388	26.700	6.081	12.411	19.096	26.700	4.805
Diseño y asesoramiento	40.421	38.167	38.232	7.326	14.613	21.990	38.232	5.450
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	91.375	94.339	101.698	23.098	49.110	74.285	101.698	17.112
Otras	31.617	22.896	31.665	8.064	12.512	22.847	31.665	4.018
Comisiones satisfechas	28.548	27.569	39.277	7.740	15.770	24.827	39.277	5.461
III. Resultado de inversiones financieras	666	-1.479	1.771	319	583	755	1.771	269
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-776	588	-859	-489	-493	-834	-859	50
V. Margen bruto	174.129	170.793	179.880	42.534	83.454	128.532	179.880	28.441
VI. Resultado de explotación	26.155	10.018	16.991	7.154	7.344	12.079	16.991	4.258
VII. Resultado de actividades continuadas	22.802	10.364	16.373	7.055	7.791	12.800	16.373	4.480
VIII. Resultado neto del ejercicio	22.802	10.364	16.373	7.055	7.791	12.800	16.373	4.480

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: febrero de 2024.

Margen de solvencia de las sociedades y agencias de valores^{1, 2}

CUADRO 2.10

	2019	2020	2021	2022	2023
TOTAL³					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.165.522	1.026.770	612.842	449.135	1.189.629
% exceso ⁴	486,61	277,64	541,03	363,05	954,27
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	23	26	25	34	38
> 100-≤ 300 %	30	29	35	29	29
> 300-≤ 500 %	10	12	12	10	14
> 500 %	13	10	19	15	18
SOCIEDADES DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	1.118.273	960.720	506.721	372.541	1.095.598
% exceso ⁴	520,42	285,14	654,90	431,57	1.303,36
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	7	9	4	9	13
> 100-≤ 300 %	14	11	12	12	12
> 300-≤ 500 %	4	8	5	3	5
> 500 %	11	8	12	8	9
AGENCIAS DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	47.249	66.051	106.121	76.595	94.030
% exceso ⁴	191,77	200,79	295,60	204,86	231,58
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	16	17	21	25	25
> 100-≤ 300 %	16	18	23	17	17
> 300-≤ 500 %	6	4	7	7	9
> 500 %	2	2	7	7	9

1 Desde el 1 de enero de 2014 hasta el cierre de 2020 la normativa de aplicación es 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. Solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

2 A partir de II-2021 los datos tienen periodicidad anual 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 incluye información de sociedades y agencias de valores.

4 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL²								
Media ³ (%)	13,68	19,39	9,88	19,39	17,84	23,20	21,45	9,88
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	30	37	36	37	32	39	37	36
0-≤ 15 %	20	17	19	17	15	14	19	19
> 15-≤ 45 %	14	13	18	13	23	22	21	18
> 45-≤ 75 %	9	7	7	7	12	7	6	7
> 75 %	17	19	17	19	12	14	15	17
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	11,48	20,42	9,32	20,42	16,03	25,11	22,83	9,32
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	11	10	11	12	13	12	10
0-≤ 15 %	8	10	12	10	7	9	11	12
> 15-≤ 45 %	6	5	7	5	8	7	8	7
> 45-≤ 75 %	4	2	3	2	4	3	1	3
> 75 %	1	5	5	5	2	3	4	5
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	23,97	14,91	14,87	14,91	26,45	15,17	16,05	14,87
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	17	26	26	26	20	26	25	26
0-≤ 15 %	12	7	7	7	8	5	8	7
> 15-≤ 45 %	8	8	11	8	15	15	13	11
> 45-≤ 75 %	5	5	4	5	8	4	5	4
> 75 %	16	14	12	14	10	11	11	12

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 información de sociedades y agencias de valores.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros	2019	2020	2021	2022	2023
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	21.627.677	17.423.050	19.530.452	18.682.820	15.865.219
Clientes minoristas	8.313.608	6.907.284	9.125.730	10.136.837	8.290.899
Resto de clientes y entidades ³	13.314.069	10.515.766	10.404.722	8.545.983	7.574.320
INGRESOS POR COMISIONES⁴					
Total	56.963	45.782	56.823	57.090	52.153
Comisiones percibidas	56.029	45.153	56.430	56.446	51.751
Otros ingresos	934	629	393	644	402
PATRIMONIO NETO					
Total	32.089	30.177	33.334	34.378	34.247
Capital social	5.770	5.454	6.151	6.971	7.596
Reservas y remanentes	17.260	18.979	21.128	23.778	20.639
Resultado del ejercicio ⁴	8.172	4.837	6.517	2.561	4.727
Resto de fondos propios	888	907	-461	1.068	1.285

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las empresas de asesoramiento financiero (EAF) 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.

3 Incluye clientes profesionales y otros clientes. 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.

4 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	3.815	2.675	2.077	2.175	2.101	2.097	2.077	2.071
Fondos de inversión	1.452	1.484	1.496	1.498	1.502	1.506	1.496	1.492
Sociedades de inversión	2.280	1.091	450	565	479	467	450	446
IIC de IIC de inversión libre	10	8	7	8	7	7	7	7
IIC de inversión libre	73	92	124	104	113	117	124	126
Total IIC inmobiliarias	4	4	3	3	3	3	3	2
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	1
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	2	1	1	1	1	1	1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.074	1.095	1.115	1.103	1.104	1.115	1.115	1.123
Fondos extranjeros comercializados en España	416	426	442	433	432	439	442	451
Sociedades extranjeras comercializadas en España	658	669	673	670	672	676	673	672
SGIIC	123	123	117	121	121	120	117	117
Depositarias IIC	33	34	32	34	34	34	32	31

1 Datos disponibles: febrero de 2024.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero ²	16.160.034	16.247.654	16.111.716	16.427.321	16.391.042	16.325.343	16.111.716	16.056.163
Fondos de inversión	15.810.134	16.115.864	16.016.612	16.319.739	16.287.186	16.223.055	16.016.612	15.967.914
Sociedades de inversión	349.900	131.790	95.104	107.582	103.856	102.288	99.624	88.249
Total IIC inmobiliarias ^{2, 3}	691	593	583	590	589	588	583	583
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	6.073.537	6.412.067	6.951.170	6.595.130	6.352.744	6.953.809	6.951.170	–
Fondos extranjeros comercializados en España	776.206	830.870	880.152	874.350	875.602	854.362	880.152	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	5.297.331	5.581.197	6.071.018	5.720.780	5.477.142	6.099.447	6.071.018	–

1 Datos disponibles: octubre de 2022.

2 Los datos de partícipes/accionistas se indican a nivel de instituciones de inversión colectiva (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 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

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	353.203,3	327.330,7	367.570,9	342.746,9	351.541,5	353.128,4	367.570,9	371.964,6
Fondos de inversión ²	324.701,0	311.466,4	353.259,8	328.868,5	337.642,3	339.378,4	353.259,8	357.494,2
Sociedades de inversión	28.502,3	15.864,3	14.311,1	13.878,4	13.899,2	13.750,0	14.311,1	14.470,4
Total IIC inmobiliarias ³	1.224,3	1.279,0	1.319,2	1.300,9	1.308,1	1.337,6	1.319,2	1.317,4
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	276.231,9	201.058,7	251.304,7	210.956,0	221.827,9	215.609,4	251.304,7	-
Fondos extranjeros comercializados en España	36.662,6	27.630,3	35.677,7	29.406,2	32.430,7	28.958,1	35.677,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	239.569,4	173.428,3	215.627,0	181.549,9	189.397,2	186.651,3	215.627,0	-

1 Datos disponibles: enero de 2024.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en diciembre de 2023, del orden de 9.195,2 millones de euros.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

4 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

	2021	2022	2023	2022	2023			
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	324.701,0	311.466,4	353.259,8	311.466,4	328.868,5	337.642,3	339.378,4	353.259,8
Cartera de inversiones financieras	299.434,9	291.188,2	335.351,6	291.188,2	306.708,1	318.273,5	322.305,1	335.351,6
Cartera interior	54.716,7	58.740,0	79.509,6	58.740,0	67.379,7	73.446,8	77.263,0	79.509,6
Valores representativos de deuda	35.648,2	42.044,2	60.888,4	42.044,2	49.481,2	55.901,0	59.391,8	60.888,4
Instrumentos de patrimonio	6.828,5	6.113,0	6.586,3	6.113,0	6.593,5	6.562,7	6.403,0	6.586,3
Instituciones de inversión colectiva	11.396,8	9.927,7	10.152,3	9.927,7	10.063,4	9.753,6	9.998,5	10.152,3
Depósitos en EE. CC.	627,2	431,8	1.686,1	431,8	1.001,6	986,4	1.263,6	1.686,1
Derivados	168,9	159,5	134,3	159,5	174,2	180,4	143,4	134,3
Otros	47,1	63,8	62,3	63,8	65,8	62,7	62,7	62,3
Cartera exterior	244.714,6	232.444,2	255.835,0	232.444,2	239.322,2	244.818,5	245.033,8	255.835,0
Valores representativos de deuda	95.131,8	110.173,6	133.146,1	110.173,6	114.190,3	119.650,7	123.512,7	133.146,1
Instrumentos de patrimonio	46.254,6	41.321,4	46.093,4	41.321,4	43.666,7	45.265,4	44.561,0	46.093,4
Instituciones de inversión colectiva	103.089,6	80.592,6	76.255,3	80.592,6	81.221,1	79.629,7	76.563,5	76.255,3
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	196,7	0,0	0,0	40,1	120,5	196,7
Derivados	238,0	356,1	143,3	356,1	243,6	232,2	275,7	143,3
Otros	0,6	0,5	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4	0,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,5	4,0	6,9	4,0	6,3	8,2	8,3	6,9
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	23.950,8	18.515,0	16.466,7	18.515,0	20.142,6	17.023,6	14.997,8	16.466,7
Neto deudores/acreedores	1.315,3	1.763,2	1.441,6	1.763,2	2.017,8	2.345,1	2.075,5	1.441,6

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	28.502,3	15.864,3	14.311,1	15.864,3	13.878,4	13.899,2	13.750,0	14.311,1
Cartera de inversiones financieras	25.729,9	12.349,9	13.502,9	12.349,9	12.782,8	13.009,0	12.928,0	13.502,9
Cartera interior	3.525,2	2.583,6	2.231,1	2.583,6	2.403,8	2.233,2	2.304,2	2.231,1
Valores representativos de deuda	734,3	773,6	858,3	773,6	905,3	845,1	903,7	858,3
Instrumentos de patrimonio	1.633,7	819,9	870,4	819,9	855,9	847,7	854,6	870,4
Instituciones de inversión colectiva	1.067,4	950,2	457,0	950,2	597,4	495,6	495,9	457,0
Depósitos en EE. CC.	19,1	1,4	13,9	1,4	9,4	9,7	13,9	13,9
Derivados	-0,4	-0,8	0,0	-0,8	-0,7	-0,3	-0,2	0,0
Otros	71,1	39,3	31,6	39,3	36,5	35,4	36,4	31,6
Cartera exterior	22.202,8	9.763,6	11.271,0	9.763,6	10.376,4	10.772,6	10.622,0	11.271,0
Valores representativos de deuda	2.683,8	1.807,1	2.370,0	1.807,1	2.129,4	2.316,7	2.362,3	2.370,0
Instrumentos de patrimonio	7.157,9	3.605,4	4.396,9	3.605,4	3.871,6	4.059,2	4.049,2	4.396,9
Instituciones de inversión colectiva	12.335,3	4.325,7	4.478,0	4.325,7	4.364,6	4.377,9	4.174,6	4.478,0
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	10,2	0,0	0,0	10,1	10,1	10,2
Derivados	8,3	7,9	-0,9	7,9	-9,3	-10,4	7,0	-0,9
Otros	17,5	17,4	16,8	17,4	20,1	19,2	18,9	16,8
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	1,8	2,6	0,8	2,6	5,1	3,2	1,8	0,8
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	2.476,4	2.962,6	868,6	2.962,6	972,9	748,0	702,7	868,6
Neto deudores/acreedores	295,5	551,3	-60,9	551,3	122,2	141,7	118,8	-60,9

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.611	1.684	1.715	1.711	1.712	1.717	1.715	1.709
Renta fija ⁴	266	293	321	305	318	318	321	321
Renta fija mixta ⁵	181	171	167	172	169	170	167	167
Renta variable mixta ⁶	192	206	197	205	201	198	197	193
Renta variable euro	94	86	82	86	84	83	82	81
Renta variable internacional	307	339	346	346	344	347	346	347
Garantizado renta fija	43	49	58	54	55	57	58	57
Garantizado renta variable ⁷	114	102	98	102	100	100	98	93
Fondos globales	263	291	291	292	292	292	291	295
De gestión pasiva ⁸	88	93	107	99	100	103	107	107
Retorno absoluto	61	54	48	50	49	49	48	48
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	15.816.557	16.119.440	16.020.641	16.324.195	16.291.184	16.227.125	16.020.641	15.971.923
Renta fija ⁴	5.476.096	5.539.272	5.833.434	5.765.890	5.758.338	5.782.108	5.833.434	5.858.343
Renta fija mixta ⁵	1.459.004	1.216.179	1.048.597	1.189.189	1.134.835	1.110.288	1.048.597	1.027.310
Renta variable mixta ⁶	721.346	696.718	634.547	687.885	677.824	666.116	634.547	613.292
Renta variable euro	778.138	836.711	706.942	831.302	731.138	723.767	706.942	700.932
Renta variable internacional	3.882.184	4.156.864	4.082.653	4.120.024	4.192.805	4.165.723	4.082.653	4.051.149
Garantizado renta fija	77.430	141.717	178.170	163.890	174.478	179.372	178.170	178.637
Garantizado renta variable ⁷	265.043	209.188	180.665	201.886	196.580	195.378	180.665	171.699
Fondos globales	1.989.428	2.067.594	2.002.961	2.032.052	2.125.591	2.080.450	2.002.961	2.000.449
De gestión pasiva ⁸	505.514	596.475	720.965	682.907	644.831	669.633	720.965	744.239
Retorno absoluto	659.411	658.722	631.707	649.170	654.764	654.290	631.707	625.873
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	328.868,5	337.642,3	339.378,4	353.259,8	357.494,2
Renta fija ⁴	88.422,8	98.561,1	131.868,4	108.580,5	114.003,1	119.786,3	131.868,4	135.847,8
Renta fija mixta ⁵	50.869,7	37.846,0	34.252,8	37.402,7	36.139,8	35.081,6	34.252,8	33.061,4
Renta variable mixta ⁶	28.141,1	24.247,9	23.914,2	24.675,4	24.543,9	23.882,3	23.914,2	22.606,0
Renta variable euro	8.279,6	7.226,3	6.704,0	7.644,0	7.198,3	6.618,4	6.704,0	6.524,7
Renta variable internacional	51.222,2	45.588,9	51.099,7	47.883,6	50.285,8	49.796,5	51.099,7	51.468,1
Garantizado renta fija	2.346,7	5.454,9	7.564,6	6.596,7	7.309,3	7.459,3	7.564,6	7.541,6
Garantizado renta variable ⁷	8.094,9	6.306,7	5.602,1	6.164,9	6.035,4	6.001,7	5.602,1	5.330,2
Fondos globales	67.591,0	63.717,0	59.479,4	63.777,2	63.319,0	60.568,2	59.479,4	61.149,6
De gestión pasiva ⁸	12.500,4	15.935,0	26.518,6	20.064,8	22.661,8	23.910,5	26.518,6	27.656,5
Retorno absoluto	7.231,2	6.582,5	6.255,9	6.078,5	6.145,9	6.273,7	6.255,9	6.308,2

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

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

3 Datos disponibles: enero de 2024.

4 Incluye: fondos del mercado monetario (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 y renta fija internacional.

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 Incluye: instituciones de inversión colectiva (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

PARTÍCIPES	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	15.816.557	16.119.440	16.020.641	16.324.195	16.291.184	16.227.125	16.020.641	15.971.923
Personas físicas	15.541.300	15.839.201	15.739.140	16.039.876	16.003.999	15.941.681	15.739.140	15.691.457
Residentes	15.427.337	15.717.938	15.610.315	15.915.812	15.876.013	15.812.782	15.610.315	15.562.034
No residentes	113.963	121.263	128.825	124.064	127.986	128.899	128.825	129.423
Personas jurídicas	275.257	280.239	281.501	284.319	287.185	285.444	281.501	280.466
Entidades de crédito	746	883	931	893	935	956	931	927
Otros agentes residentes	273.421	278.246	279.329	282.230	285.050	283.239	279.329	278.292
Entidades no residentes	1.090	1.110	1.241	1.196	1.200	1.249	1.241	1.247
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	328.868,5	337.642,3	339.378,4	353.259,8	357.494,2
Personas físicas	264.075,7	257.253,5	295.592,2	273.071,9	281.796,1	283.055,6	295.592,2	299.239,5
Residentes	260.321,1	253.545,2	291.241,1	269.153,1	277.717,1	278.968,4	291.241,1	294.880,8
No residentes	3.754,6	3.708,3	4.351,1	3.918,8	4.079,0	4.087,2	4.351,1	4.358,6
Personas jurídicas	60.625,3	54.212,8	57.667,5	55.796,6	55.846,2	56.322,8	57.667,5	58.254,7
Entidades de crédito	472,5	351,8	430,3	340,6	378,8	385,8	430,3	416,4
Otros agentes residentes	59.288,6	53.052,7	55.858,1	54.380,1	54.267,1	54.576,3	55.858,1	56.372,6
Entidades no residentes	864,2	808,3	1.379,1	1.075,8	1.200,2	1.360,7	1.379,1	1.465,7

1 Datos disponibles: enero de 2024.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

SUSCRIPCIONES	2021	2022	2023	2022		2023		
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	149.397,2	162.843,5	135.431,3	53.228,4	40.646,6	33.728,1	25.553,3	35.503,2
Renta fija	58.255,2	89.725,6	87.913,2	36.804,9	25.279,7	21.046,4	16.964,0	24.623,1
Renta fija mixta	21.116,1	11.075,6	5.650,5	1.278,2	1.591,7	1.203,5	981,4	1.874,0
Renta variable mixta	11.113,2	6.933,1	3.877,8	1.655,8	1.158,9	930,6	654,3	1.133,9
Renta variable euro	3.005,8	2.989,1	1.533,9	380,4	502,0	352,4	292,6	386,8
Renta variable internacional	19.019,8	18.529,7	11.222,3	2.291,6	3.063,7	3.347,2	2.682,5	2.128,9
Garantizado renta fija	9,0	3.751,3	2.635,2	2.278,0	1.238,5	853,6	188,7	354,4
Garantizado renta variable	86,8	680,3	84,8	396,6	4,9	44,4	31,9	3,7
Fondos globales	30.193,0	17.969,3	7.789,4	3.029,1	2.630,0	2.091,1	1.325,2	1.743,2
De gestión pasiva	2.827,9	8.884,4	12.964,8	4.785,9	4.774,5	3.311,3	2.037,5	2.841,4
Retorno absoluto	3.770,3	2.305,0	1.759,3	327,9	402,7	547,6	395,1	414,0
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	121.859,1	145.802,6	117.376,8	44.652,8	31.104,8	29.125,6	22.888,9	34.257,6
Renta fija	49.850,1	74.352,0	58.939,1	31.647,5	16.257,3	15.197,0	11.662,4	15.822,4
Renta fija mixta	13.690,2	17.345,2	11.344,4	2.779,0	2.577,6	2.720,5	2.068,9	3.977,5
Renta variable mixta	14.639,8	7.440,1	6.112,0	1.589,8	1.409,0	1.467,1	1.040,8	2.194,9
Renta variable euro	2.979,1	3.205,0	3.290,6	693,5	750,9	1.052,1	747,2	740,3
Renta variable internacional	13.586,3	16.794,8	13.002,7	2.800,8	3.694,6	2.914,6	2.595,3	3.798,3
Garantizado renta fija	1.720,9	335,2	507,6	80,3	128,6	124,8	70,9	183,3
Garantizado renta variable	2.914,0	2.060,0	826,0	177,0	115,2	165,5	73,5	471,8
Fondos globales	15.234,6	17.670,9	16.688,0	3.761,0	3.836,9	3.890,9	3.571,9	5.388,3
De gestión pasiva	4.372,9	4.236,9	4.306,7	641,3	1.363,7	1.082,4	784,1	1.076,6
Retorno absoluto	2.871,1	2.362,2	2.359,8	482,6	971,0	510,7	273,9	604,2

1 Datos estimados.

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

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1,2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2021	2022	2023	2022	2023			
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	27.583,3	16.977,9	18.050,8	8.577,2	9.519,2	4.609,5	2.668,1	1.254,0
Renta fija	7.674,2	15.171,0	28.528,7	5.198,9	9.034,4	5.269,7	5.247,2	8.977,5
Renta fija mixta	6.537,6	-8.999,8	-5.545,0	-1.564,6	-1.023,5	-1.449,5	-974,5	-2.097,5
Renta variable mixta	-4.179,3	-686,9	-2.287,9	85,7	-281,7	-535,0	-410,2	-1.061,1
Renta variable euro	13,8	-335,9	-1.753,1	-321,3	-248,9	-696,2	-454,6	-353,4
Renta variable internacional	5.260,9	1.782,7	-1.766,8	-500,2	-616,5	429,7	91,0	-1.671,0
Garantizado renta fija	-1.787,1	3.355,8	1.905,1	2.197,7	1.098,5	728,8	117,8	-40,0
Garantizado renta variable	-2.949,3	-1.409,6	-938,7	219,6	-237,9	-134,9	-41,6	-524,4
Fondos globales	22.755,0	3.824,2	-8.376,0	-729,4	-1.171,0	-1.279,2	-2.281,7	-3.644,2
De gestión pasiva	-2.700,6	4.551,5	8.897,7	4.145,7	3.547,1	2.238,9	1.253,5	1.858,3
Retorno absoluto	-3.041,9	-274,9	-613,1	-154,7	-581,4	37,2	121,3	-190,2
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	17.471,5	-30.163,5	23.796,0	3.278,7	7.895,8	4.177,5	-920,2	12.642,9
Renta fija	-265,8	-5.031,3	4.781,0	81,4	985,6	153,0	537,1	3.105,3
Renta fija mixta	1.160,1	-3.997,8	1.970,7	274,1	586,5	190,5	-80,5	1.274,2
Renta variable mixta	1.890,4	-3.204,9	1.958,0	350,6	712,0	403,6	-251,4	1.093,8
Renta variable euro	1.176,4	-715,3	1.233,3	783,9	667,1	251,0	-124,5	439,7
Renta variable internacional	8.242,5	-7.412,1	7.281,7	1.439,9	2.911,6	1.974,0	-579,7	2.975,9
Garantizado renta fija	-43,3	-247,6	204,7	-66,2	43,3	-16,3	32,2	145,4
Garantizado renta variable	7,2	-378,6	234,1	4,5	96,1	5,3	7,9	124,7
Fondos globales	3.894,8	-7.693,1	4.148,1	47,8	1.231,1	825,0	-469,1	2.561,0
De gestión pasiva	1.192,9	-1.109,3	1.693,5	318,9	584,8	358,2	0,8	749,8
Retorno absoluto	216,5	-372,4	290,9	43,8	77,6	33,1	7,0	173,1

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Un cambio de vocación supone un reembolso en la vocación original y una suscripción en la vocación de destino. Por este motivo, y por ajustes debidos a las bajas producidas en el trimestre, el dato de suscripciones/reembolsos neto pudiera no coincidir con el del cuadro 3.8.

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2021	2022	2023	2022		2023		
				IV	I	II	III	IV
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	6,75	-8,81	8,05	1,29	2,68	1,49	-0,05	3,93
Renta fija	0,15	-5,03	4,69	0,19	1,07	0,26	0,62	2,61
Renta fija mixta	3,37	-8,65	6,50	1,02	1,80	0,78	0,00	4,05
Renta variable mixta	8,43	-11,32	9,32	1,75	3,19	1,97	-0,73	4,96
Renta variable euro	16,30	-8,09	18,89	11,21	9,10	3,79	-1,37	7,08
Renta variable internacional	19,78	-14,02	16,29	3,45	6,49	4,45	-0,85	6,40
Garantizado renta fija	-0,85	-7,98	3,51	-1,33	0,83	-0,10	0,60	2,16
Garantizado renta variable	0,59	-5,40	4,40	0,19	1,67	0,21	0,26	2,30
Fondos globales	7,92	-10,32	7,92	0,38	2,23	1,61	-0,44	4,66
De gestión pasiva	9,61	-8,63	8,28	2,31	3,36	1,83	0,16	3,12
Retorno absoluto	3,78	-4,81	5,34	0,79	1,37	0,70	0,29	2,99
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,86	0,81	0,80	0,20	0,20	0,20	0,21	0,20
Renta fija	0,40	0,37	0,43	0,09	0,10	0,11	0,11	0,12
Renta fija mixta	0,88	0,87	0,91	0,23	0,22	0,23	0,23	0,23
Renta variable mixta	1,28	1,14	1,14	0,29	0,28	0,28	0,29	0,29
Renta variable euro	1,30	1,22	1,26	0,31	0,30	0,31	0,30	0,33
Renta variable internacional	1,31	1,15	1,16	0,29	0,29	0,29	0,30	0,29
Garantizado renta fija	0,36	0,35	0,46	0,08	0,10	0,11	0,13	0,12
Garantizado renta variable	0,44	0,40	0,42	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11
Fondos globales	1,15	1,16	1,16	0,29	0,29	0,28	0,29	0,30
De gestión pasiva	0,37	0,34	0,44	0,08	0,10	0,11	0,13	0,12
Retorno absoluto	0,68	0,51	0,61	0,13	0,14	0,14	0,16	0,18
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,09	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,08	0,08	0,08	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	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,04	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,06	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

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

CUADRO 3.11

%

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	6,31	-8,95	7,55	2,60	1,28	-0,26	3,77	0,58
Renta fija	-0,31	-5,38	4,16	0,99	0,15	0,47	2,50	0,21
Renta fija mixta	2,49	-8,83	5,75	1,56	0,51	-0,24	3,85	0,45
Renta variable mixta	7,18	-11,37	8,51	2,96	1,66	-1,04	4,76	0,75
Renta variable euro	16,72	-8,39	18,57	9,22	3,44	-1,72	6,79	0,21
Renta variable internacional	21,14	-13,14	16,56	6,55	4,14	-1,10	6,21	1,63
Garantizado renta fija	-1,29	-8,43	3,02	0,85	-0,24	0,45	1,94	0,09
Garantizado renta variable	0,06	-5,44	4,03	1,58	0,09	0,14	2,18	0,25
Fondos globales	7,90	-10,53	7,05	1,97	1,31	-0,77	4,43	0,62
De gestión pasiva	9,82	-9,31	8,98	3,90	1,76	-0,01	3,07	0,71
Retorno absoluto	3,02	-4,95	4,77	1,24	0,51	0,12	2,83	0,47

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Datos disponibles: enero de 2024.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2021	2022	2023	2022	2023	II	III	IV
				IV	I			
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ¹	8.786	8.817	10.341	8.817	9.791	10.109	10.181	10.341
Patrimonio (millones de euros)	3.543,4	3.894,0	5.022,6	3.894,0	4.286,2	4.524,8	4.536,3	5.022,6
Suscripciones (millones de euros)	845,0	1.257,1	1.416,3	574,2	412,6	351,8	132,3	519,6
Reembolsos (millones de euros)	405,3	603,3	640,6	186,9	141,4	185,3	137,6	176,3
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	439,7	653,9	775,7	387,2	271,2	166,5	-5,3	343,4
Rendimientos netos (millones de euros)	193,1	-300,8	362,0	56,1	122,4	74,5	19,6	145,5
Rentabilidad (%)	6,47	-7,71	7,98	1,94	3,13	1,62	-0,12	3,16
Rendimientos de gestión ² (%)	7,39	-7,21	9,32	1,91	3,27	2,03	0,59	3,47
Gastos comisión de gestión ² (%)	1,47	0,85	0,82	0,20	0,20	0,20	0,20	0,21
Gastos de financiación ² (%)	0,14	0,28	0,29	0,11	0,07	0,06	0,10	0,06
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	5.385	5.347	5.283	5.347	5.240	5.247	5.279	5.283
Patrimonio (millones de euros)	834,0	741,3	794,8	741,3	754,3	769,7	818,1	794,8
Suscripciones (millones de euros)	237,8	110,1	77,3	27,0	12,7	17,9	38,4	8,3
Reembolsos (millones de euros)	121,8	225,1	25,1	1,5	3,2	4,1	3,6	14,2
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	116,0	-115,0	52,2	25,5	9,5	13,8	34,7	-5,9
Rendimientos netos (millones de euros)	65,2	22,2	1,3	-11,8	3,5	1,6	13,7	-17,5
Rentabilidad ³ (%)	9,35	3,04	0,37	-1,43	0,50	0,26	1,70	-2,04
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	11,46	4,67	1,63	-1,64	0,86	0,59	2,18	-1,84
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,41	1,32	1,33	-0,08	0,34	0,34	0,34	0,32
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,07	0,06	0,06	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Datos por compartimento.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Datos revisados y modificados en abril de 2024.

4 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.452	1.484	1.496	1.498	1.502	1.506	1.496	1.498
Sociedades de inversión	2.275	1.086	447	561	475	464	447	445
IIC de IIC de inversión libre	10	8	7	8	7	7	7	7
IIC de inversión libre	72	91	123	103	112	116	123	124
IIC inmobiliarias ³	4	4	3	3	3	3	3	3
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	324.701,0	311.466,4	353.259,8	328.868,5	337.642,3	339.378,4	353.259,8	357.494,2
Sociedades de inversión	28.049,3	15.468,1	13.878,1	13.478,3	13.491,7	13.340,7	13.878,1	14.030,6
IIC de IIC de inversión libre	831,0	741,3	821,7	754,3	769,7	818,1	821,7	-
IIC de inversión libre	3.543,4	3.431,8	4.387,0	4.108,7	4.330,5	4.327,1	4.387,0	-
IIC inmobiliarias ³	1.224,3	1.279,1	1.319,2	1.300,9	1.308,1	1.337,6	1.319,2	1.317,4

1 Datos disponibles: enero de 2024.

2 Información de registro de instituciones de inversión colectiva (IIC).

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2021	2022	2023	2022	2023			
				IV	I	II	III	IV
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	276.231,9	201.058,7	251.304,7	201.058,7	210.956,0	221.827,9	215.609,4	251.304,7
Fondos	36.662,6	27.630,3	35.677,7	27.630,3	29.406,2	32.430,7	28.958,1	35.677,7
Sociedades	239.569,4	173.428,3	215.627,0	173.428,3	181.549,9	189.397,2	186.651,3	215.627,0
N.º DE INVERSORES								
Total	6.073.537	6.412.067	6.951.170	6.412.067	6.595.130	6.352.744	6.953.809	6.951.170
Fondos	776.206	830.870	880.152	830.870	874.350	875.602	854.362	880.152
Sociedades	5.297.331	5.581.197	6.071.018	5.581.197	5.720.780	5.477.142	6.099.447	6.071.018
N.º DE INSTITUCIONES³								
Total	1.074	1.095	1.115	1.095	1.103	1.104	1.115	1.115
Fondos	416	426	442	426	433	432	442	442
Sociedades	658	669	673	669	670	672	673	673
ESTADO DE ORIGEN³								
Luxemburgo	501	498	504	498	505	505	504	504
Francia	222	222	230	222	226	223	230	230
Irlanda	231	248	247	248	245	246	247	247
Alemania	50	53	60	53	53	55	60	60
Reino Unido	0	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	33	34	33	34	34	34	33	33
Bélgica	5	3	3	3	3	3	3	3
Dinamarca	1	1	0	1	1	1	0	0
Finlandia	14	14	14	14	14	14	14	14
Liechtenstein	5	4	4	4	4	4	4	4
Portugal	0	6	7	6	6	6	7	7
Suecia	9	9	10	9	9	10	10	10

1 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

2 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.

3 UCITS (sociedades y fondos) registrados en la CNMV.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2021	2022	2023	2023				2024
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	4	3	2	3	3	3	2	2
Partícipes	691	593	583	590	589	588	583	583
Patrimonio (millones de euros)	1.224,2	1.279,1	1.319,2	1.300,9	1.308,1	1.337,6	1.319,2	1.317,4
Rentabilidad (%)	-0,04	2,94	2,85	0,60	0,56	0,37	1,29	-0,14

1 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: enero de 2024.

