



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre I
2022



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre I
2022**

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
	Requerimientos de garantía, tensiones de liquidez y medidas anticíclicas en el marco del EMIR: recomendaciones del ESRB y reformas en marcha Laura del Campo	79
	Integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial de la CNMV María José Gómez Yubero	101
III	Anexo legislativo	139
IV	Anexo estadístico	149

Siglas y acrónimos

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

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

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

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

Índice

1	Resumen ejecutivo	15
2	Entorno macroeconómico	18
	2.1 Evolución económica	18
	2.2 Perspectivas	30
3	La evolución de los mercados nacionales	31
	3.1 Los mercados bursátiles	33
	3.2 Los mercados de renta fija	45
4	Los agentes de los mercados	56
	4.1 Vehículos de inversión	56
	4.2 Prestación de servicios de inversión	62
	4.3 Sociedades gestoras de IIC	72
	4.4 Otros intermediarios: capital riesgo y plataformas de financiación participativa (PFP)	74

Índice de recuadros

Recuadro 1:	El impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre las infraestructuras de compensación en Europa	22
Recuadro 2:	La CNMV publica el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras	27
Recuadro 3:	Estudio sobre la práctica de <i>payment for order flow</i> (PFOF)	43
Recuadro 4:	Nueva circular de la CNMV de publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión	71

1 Resumen ejecutivo

- **El ejercicio 2022 comenzó en un marco de consolidación de la recuperación del crecimiento tras la crisis del COVID-19 en 2020, pero en el que ya se percibían una serie de incertidumbres, de diferente naturaleza, algunas de las cuales se fueron intensificando conforme avanzaba el año.** En primer lugar, se mantenía la inquietud en torno a la evolución de la pandemia, pues, a pesar de que el proceso de vacunación fue importante en numerosos países, continuaba la aparición de nuevas variantes, una de las cuales (*ómicron*) dio lugar a nuevas restricciones a finales de 2021. A esta incertidumbre se añadieron otras dos muy importantes: i) la percepción de que el giro de la política monetaria iba a ser más intenso y anterior en el tiempo a lo previsto, a la vista de las elevadas tasas de inflación registradas en la mayor parte de las economías, y ii) la posibilidad de que Rusia invadiera Ucrania y esto derivara en un conflicto bélico que comenzó, efectivamente, a finales de febrero.
- **Estos elementos dieron lugar a importantes turbulencias en los mercados financieros, en especial en los de materias primas y energía, acentuando la tendencia alcista de la inflación y haciendo más complejas las decisiones de política monetaria.** Esta complejidad se deriva de la necesidad de hacer frente al crecimiento de los precios, cuyas tasas anuales están en muchos países cerca del 10 % —es decir, en máximos de décadas—, y de no perjudicar la senda de crecimiento que, con diferente intensidad, ya se va a ver afectada por los efectos de la invasión rusa a Ucrania y las tensiones económicas que aún persisten de la pandemia, entre otros. En este contexto, países como el Reino Unido o EE. UU. se encuentran en un momento más adelantado de este giro en la política monetaria, pues ya han iniciado el proceso de subidas de tipos de interés. En la zona euro, por el momento, se ha decidido finalizar el programa de compras de activos puesto en marcha con la pandemia y reducir progresivamente el importe de las compras de los demás programas.
- **El repunte de la inflación y la guerra entre Rusia y Ucrania suponen una desaceleración de la senda de crecimiento de las economías.** Esta desaceleración dependerá de la exposición directa a la zona del conflicto y la repercusión de las sanciones adoptadas, que afecta especialmente a economías como Alemania e Italia, que presentan un alto grado de importaciones de energía de Rusia. También estará supeditada a la intensidad del repunte de la inflación experimentado por cada país, que supone una fuerte pérdida de poder adquisitivo para los agentes, y de los cuellos de botella y problemas en las cadenas de suministro producidos, así como de los efectos sobre las decisiones de gasto e inversión de los agentes, que en contextos de elevada incertidumbre tienden a aplazarse. De acuerdo con las últimas previsiones realizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento del PIB mundial de este año será

del 3,6 %, 0,8 puntos inferior al previsto hace unos meses. Se espera que el crecimiento de las economías avanzadas sea del 3,3 % (3,9 % en enero) y el de las emergentes de un 3,8 % (4,8 % en enero). Destaca la rebaja en el crecimiento previsto de Alemania e Italia, de 1,7 puntos porcentuales (p.p.) y 1,5 p.p., hasta el 2,1 % y el 2,3 %, respectivamente. En el caso de la economía española, las previsiones oscilan entre el 4,5 % (Banco de España) y el 4,8 % (FMI), tras rebajas en los pronósticos de 1 punto porcentual.

- **Los principales mercados internacionales, que habían finalizado 2021 con importantes revalorizaciones, comenzaron 2022¹ con retrocesos y repuntes de la volatilidad como consecuencia del contexto descrito.** En EE. UU. los índices bursátiles presentaron caídas que oscilaron entre el 4,6 % del Dow Jones y el 9,1 % del tecnológico Nasdaq (4,9 % en el S&P 500), mientras que en la zona euro los retrocesos fluctuaron entre el 3,1 % del Ibex 35 y el 9,3 % del Dax alemán. Los índices japoneses Nikkei 225 y Topix retrocedieron un 3,4 % y un 2,3 %, respectivamente. Los índices de las economías emergentes presentaron una evolución heterogénea por el distinto impacto de la guerra, observándose, en términos generales, avances en los índices latinoamericanos y descensos en los asiáticos.
- **El Ibex 35, con la caída del 3,1 % comentada, enlazó 3 trimestres seguidos de descensos, pero presentó el mejor comportamiento relativo de entre los grandes índices europeos junto con el británico FTSE 100 (este último se revalorizó).** La evolución del índice reflejó, en cierta medida, la menor exposición de la economía española a las zonas del conflicto y la repercusión positiva que el aumento de los precios de la energía y de los tipos de interés tuvo en sectores concretos (por ejemplo, en los bancos). Los mayores descensos de las cotizaciones se observaron en los sectores de bienes de consumo, industria e ingeniería. La volatilidad del mercado repuntó hasta niveles algo inferiores al 40 % y las condiciones de liquidez se deterioraron muy levemente. La contratación de acciones españolas presentó, en cambio, un aumento considerable, al situarse en 222.262 millones de euros, su importe más elevado desde el primer trimestre de 2020. La proporción de la negociación de estos valores en mercados y centros de negociación competidores de BME continuó al alza en este trimestre.
- **En los mercados de renta fija las rentabilidades siguieron una tendencia alcista en el primer trimestre de 2021 como consecuencia de las perspectivas de aumento en los tipos de interés oficiales.** Además, la incertidumbre y la repercusión de la guerra entre Rusia y Ucrania dio lugar a un cierto incremento de las primas de riesgo, sobre todo en el ámbito de la deuda privada. En EE. UU. el incremento de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años fue de 83 puntos básicos (p.b.), hasta el 2,33 % en el primer trimestre del año. En los países de la zona euro, el aumento de la rentabilidad del bono soberano también fue intenso, oscilando entre 73 p.b. y 136 p.b. en Alemania y Grecia, respectivamente, y llevó todas las rentabilidades a terreno positivo.
- **Los tipos de la deuda soberana española a medio y largo plazo también presentaron alzas notables en el trimestre.** Estas se extendieron a todos los

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

plazos de la curva, que pasó a contar con valores positivos a partir del plazo de 2 años. El rendimiento del bono soberano a 10 años finalizó el trimestre en el 1,45 % (0,60 % a finales de 2021). Las primas de riesgo de crédito de los emisores del sector público y privado también se incrementaron, pero hasta niveles muy inferiores a los de otros periodos de crisis. Finalmente, en los mercados primarios se observó un fuerte dinamismo en el primer trimestre del año: las emisiones de renta fija registradas en la CNMV se situaron en 42.858 millones de euros, un 81 % más que hace 1 año, lo que se explica por las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales y de titulizaciones.

- **En este contexto, el indicador de estrés de los mercados financieros españoles se sitúa actualmente en niveles medio de riesgo**, si bien mostró un aumento sustancial y progresivo desde enero hasta principios de marzo, cuando llegó a 0,46, cerca del umbral que separa el riesgo medio del alto (0,49). El aumento de los indicadores de volatilidad, como consecuencia de las incertidumbres derivadas de la invasión rusa, fueron los principales determinantes.
- **El patrimonio de los fondos de inversión, que interrumpió su crecimiento en 2020 como consecuencia de la pandemia, volvió a aumentar con fuerza en 2021, hasta situarse en 324.701 millones de euros a finales de año, un 16,1 % más que en 2021.** El 60 % de este incremento se explica por las suscripciones netas y el resto, por la revalorización de la cartera, particularmente de los activos de renta variable. Al igual que en los dos años anteriores, las inversiones más cuantiosas se dirigieron a fondos más arriesgados (35 % en fondos globales y de renta variable) y a otras fórmulas más conservadoras, como los fondos de renta fija (38 %). En paralelo también se produjo una expansión considerable de las IIC extranjeras comercializadas en España, cuyo patrimonio finalizó 2021 en 276.000 millones de euros, un 43,5 % del patrimonio total comercializado. En el ámbito específico de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), cabe señalar que, como consecuencia de un cambio normativo que exige participaciones mínimas de 2.500 euros a los accionistas para poder disfrutar de su régimen de tributación, el 77 % de las SICAV han notificado su intención de darse de baja.
- **En 2021 se mantuvo el liderazgo de las entidades de crédito en el negocio de la prestación de servicios de inversión y la progresión del modelo de negocio de las empresas de servicios de inversión (ESI) hacia servicios que van más allá de la negociación en los mercados.** Los ingresos percibidos por las entidades de crédito por distintos tipos de servicios de inversión representaron más del 85 % del total. Estas comisiones, que registraron un avance del 22,1 % en 2021, son cada vez más importantes para este tipo de entidades, en un contexto de varios años de tipos de interés reducidos, que ha erosionado otras partidas de su cuenta de resultados. Por su parte, las sociedades y agencias de valores experimentaron un aumento de sus beneficios antes de impuestos del 3,1 % en 2021, con un comportamiento divergente entre las sociedades, cuyo beneficio disminuyó un 14 %, y las agencias, cuyo beneficio se cuadruplicó. En general sigue observándose una tendencia en la que, aunque la actividad de tramitación y ejecución de órdenes continúa reportando las comisiones más significativas, otros servicios cobran más importancia en los modelos de

negocio de las ESI. Entre ellos destacan la colocación y el aseguramiento de emisiones, la gestión de carteras, el asesoramiento en materia de inversión y la comercialización de instituciones de inversión colectiva (IIC).

- El presente informe contiene cuatro recuadros monográficos:
 - El primero describe los efectos más importantes de la crisis rusa sobre los mercados financieros y, en particular, sobre los mercados de materias primas y energía.
 - El segundo alude al primer informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras publicado de forma separada por la CNMV.
 - El tercer recuadro resume los resultados más importantes de un estudio que ha realizado la CNMV en torno a la práctica conocida como PFOF (*payment for order flow*), que suscita una cierta preocupación desde el punto de vista de la protección del inversor.
 - Finalmente se comenta la nueva circular de la CNMV relacionada con la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

2 Entorno macroeconómico

2.1 Evolución económica

El ejercicio 2021 se caracterizó por una intensa recuperación económica tras la contracción experimentada en 2020 como consecuencia de la crisis del COVID-19. Así, el crecimiento del PIB mundial fue de un 5,9 %², frente a una caída del 3,1 % en 2020. No obstante, la recuperación económica fue heterogénea entre regiones, tanto por el grado en que la crisis afectó a cada economía y las diferencias en los avances del proceso de vacunación, como por la aparición de otros hechos e incertidumbres, entre los que destacaron los problemas en algunas cadenas de suministro, el encarecimiento de los precios de las materias primas y la intensificación de los riesgos geopolíticos. En EE. UU., el crecimiento del PIB en 2021 fue del 5,7 %, frente a la contracción del 3,4 % en 2020. En la zona euro, el avance se situó en el 5,3 % (-6,5 % en 2020) con cierta heterogeneidad entre las distintas economías. En Francia, Italia y España se observó una mayor intensidad en el crecimiento (7,0 %, 6,6 % y 5,1 %, respectivamente) que en Alemania (2,9 %), al recuperarse de caídas también más intensas en 2020 (entre el 8 % y el 10,8 %). El Reino Unido mostró el mayor aumento de las economías avanzadas, al pasar de una contracción del 9,3 % en 2020 a un crecimiento del 7,4 % en 2021.

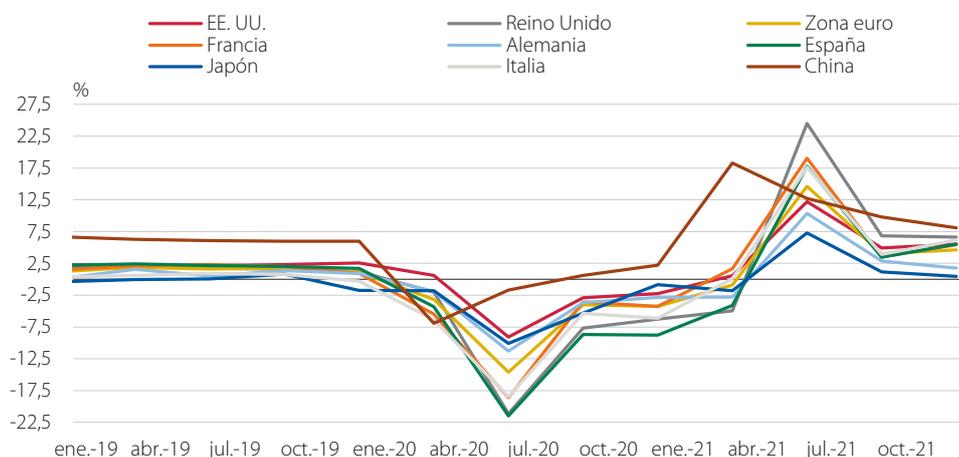
En España, la recuperación del crecimiento en 2021 tras la crisis del COVID-19 fue intensa, con un avance del 5,1 % (-10,8 % en 2020), pero algo inferior a la

2 *World Economic Outlook*, publicado por el FMI en enero de 2022.

esperada al comienzo de aquel ejercicio. El mayor incremento se registró en el segundo trimestre del año (17,8 % en tasa interanual, frente a una caída del 21,5 % el mismo trimestre de 2020) y, posteriormente, el crecimiento del PIB fue menos intenso de lo que se preveía (del 3,5 % y 5,5 % en los últimos trimestres del ejercicio) debido al impacto de distintas circunstancias indicadas anteriormente.

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 demanda nacional contribuyó en 4,7 p.p. al incremento del 5,1 % del PIB en 2021, mientras que el sector exterior lo hizo en 0,5 p.p. Se observó un comportamiento mejor de todos los componentes de la demanda interna, sobre todo en el consumo privado y la formación bruta de capital fijo, con avances del 4,7 % y el 4,3 %, respectivamente, frente a fuertes retrocesos del 12,2 % y del 9,5 % en 2020. El consumo público experimentó una leve desaceleración hasta el 3,1 % (3,3 % en 2020), si bien los avances de los 2 últimos ejercicios son los más altos desde 2009. Por su parte, en el sector exterior se observó un intenso crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones con respecto a los datos del pasado año (las primeras un 14,7 % y las segundas un 13,9 %, frente a caídas del 20,1 % y del 15,2 % en 2020, respectivamente).

Desde el punto de vista de la oferta, se registraron incrementos en la mayoría de los sectores, siendo los más intensos los experimentados por el sector del comercio, transporte y hostelería. Este sector, que experimentó el mayor retroceso en 2020 (25,7 %) a raíz de la crisis del COVID-19 y la consiguiente imposición de restricciones a la movilidad, creció un 14,2 % en 2021 ante la mejora de la situación sanitaria y el levantamiento de gran parte de estas limitaciones. Otros sectores que mostraron un comportamiento significativamente mejor que en el pasado ejercicio fueron el industrial (5,2 %), el de información y comunicaciones (5,1 %), el de Administración pública, sanidad y educación (3,1 %), el de actividades profesionales (4,7 %) y el de actividades artísticas y recreativas (0,4 %).

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,3	2,1	-10,8	5,1
Consumo privado	1,8	0,9	-12,2	4,7
Consumo público	2,3	2,0	3,3	3,1
Formación bruta de capital fijo, de la que:	6,3	4,5	-9,5	4,3
Construcción	9,5	7,1	-9,6	-2,8
Bienes de equipo y otros	4,7	3,2	-12,9	16,0
Exportaciones	1,7	2,5	-20,1	14,7
Importaciones	3,9	1,2	-15,2	13,9
Sector exterior (contribución al crecimiento, p.p.)	-0,6	0,5	-2,2	0,5
Empleo¹	2,2	2,6	-7,6	6,6
Tasa de paro	15,3	14,1	15,5	14,8
Índice de precios de consumo	1,7	0,7	-0,3	3,1
Saldo de la balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,1	0,8	0,9
Saldo de las AA. PP. (% PIB)	-2,6	-3,1	-10,3	-6,9
Deuda pública (% PIB)	97,5	95,5	120,0	118,4
Posición de inversión internacional neta (% PIB)	62,5	60,0	60,8	48,9

Fuente: Refinitiv Datastream, Banco de España e INE.

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

La invasión rusa sobre Ucrania tiene consecuencias negativas para el crecimiento de las diferentes economías, si bien existe una alta incertidumbre sobre la magnitud de su impacto en las sendas de recuperación. Esta invasión ha dado lugar a un fuerte encarecimiento (y volatilidad) de los precios de las materias primas y de la energía (véase recuadro 1), que ha acentuado la tendencia alcista de las tasas de inflación. Al margen de las consecuencias sobre la política monetaria que se comentan a continuación, el contexto que se presenta es de un crecimiento menos intenso, especialmente en aquellas economías más dependientes de las materias primas y de la energía, en aquellas más dependientes de las importaciones (energéticas) rusas y en aquellas que sufran un repunte más intenso de la inflación (véase epígrafe «Perspectivas»).

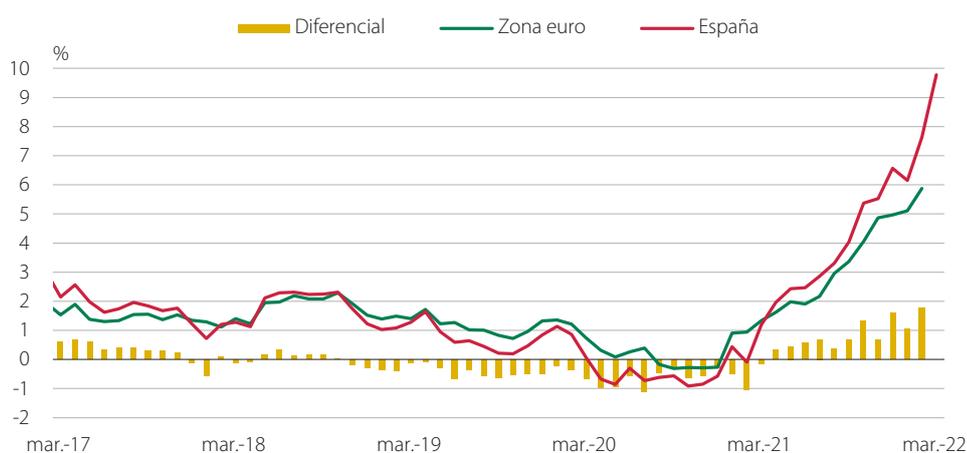
El aumento de la inflación en la mayor parte de las economías durante 2021 originó un cambio de tono en la política monetaria de muchas jurisdicciones, que está en fase más avanzada en el Reino Unido y en EE. UU. Durante la crisis del COVID-19, la mayoría de los bancos centrales puso en marcha numerosos estímulos monetarios para tratar de paliar sus efectos en la economía. El repunte de la inflación, originado en un primer momento por el encarecimiento de la energía, prosiguió en los primeros meses de 2022 al verse exacerbado por la invasión rusa sobre Ucrania, lo que ha dado lugar a una aceleración en el ritmo de retirada de estos estímulos.

La tasa de inflación en España también siguió una notable tendencia alcista durante 2021, sobre todo impulsada por el precio de la energía, que ha continuado en el primer trimestre de 2022. Así, la inflación creció desde el 0,5 % en enero de 2021 hasta el 6,6 % a finales de ese mismo año y el 9,8 % en marzo de 2022. La tasa

subyacente (IPSEBENE), que excluye los elementos más volátiles del índice como la energía y los alimentos no elaborados, también siguió una senda alcista en 2021, aunque de menor intensidad. El aumento de esta tasa, que se situó en marzo de este año en el 3,4 % (2,1 % en diciembre de 2021 y 0,1 % en 2020), refleja cómo el aumento de los precios, originalmente observado en los productos energéticos, se está extendiendo de forma progresiva a otros bienes y servicios de la cesta de consumo. Por su parte, la inflación en la zona euro fue inferior a la de España durante la mayor parte de 2021 (excepto en el primer trimestre), alcanzando el diferencial más alto en diciembre (1,3 p.p.). En 2022 esta diferencia volvió a ampliarse hasta 1,8 p.p. en febrero.

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.

El cambio en el tono de la política monetaria ya comentado dio lugar a una subida de tipos de interés en EE. UU. en marzo, de 25 p.b., hasta la horquilla del 0,25-0,50 %. Esta es la primera subida que se decide desde 2018 y su objeto principal es el de paliar el repunte de la inflación (8,6 % en marzo). Los propios miembros del Comité de Mercado Abierto vaticinan 6 subidas de tipos de interés más durante el año, hasta situarlo entre el 1,75 % y el 2,0 %. Además, la autoridad monetaria finalizó a principios de marzo su plan de compra de bonos y anunció que podría comenzar el proceso de reducción de su balance en sus próximas reuniones³.

En la misma línea, el Banco de Inglaterra también incrementó los tipos de interés oficiales. El banco central, que ya había subido sus tipos en diciembre del pasado ejercicio y en febrero del actual, volvió a hacerlo por tercera vez en su reunión de marzo, 25 p.b. hasta el 0,75 % (véase gráfico 2). Además, también acordó reducir el saldo de activos en balance de bonos del Gobierno y de bonos corporativos, dejando de reinvertir los activos que venzan.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) decidió acelerar la reducción de estímulos monetarios en 2022, pero no ha incrementado sus tipos de interés oficiales. En su última reunión de marzo no hizo cambios en ellos, manteniendo el de

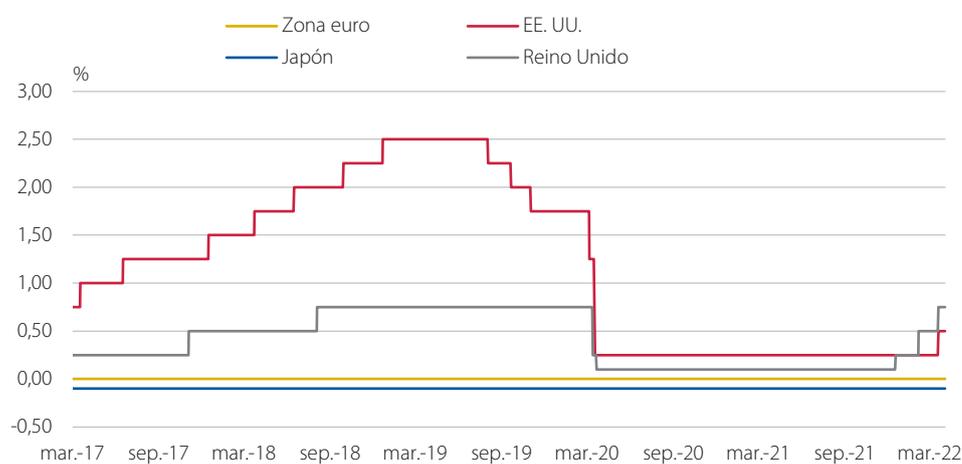
3 En marzo el balance de la Reserva Federal era de casi 9 billones de dólares.

las operaciones principales de refinanciación, de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad marginal de depósito en el 0 %, el 0,25 % y el -0,50 %, respectivamente. No obstante, su programa de compras de emergencia por la pandemia⁴ (PEPP, por sus siglas en inglés) finalizó en marzo y redujo su programa de compra de activos (APP, por sus siglas en inglés) en el segundo trimestre, de 120.000 millones a 90.000 millones de euros⁵.

El giro en la política monetaria de la mayoría de las regiones observadas dio lugar a incrementos generalizados en sus tipos de interés a corto plazo, más intensos en EE. UU. y en el Reino Unido. En estas economías, los tipos de interés a 3 meses aumentaron 76 p.b. y 77 p.b. en el primer trimestre de 2022, impulsados por las subidas de tipos en ambas regiones. Por su parte, la variación en los tipos de interés a corto plazo en la zona euro y Japón con respecto a finales de año fue más ligera, de 11 p.b. y 8 p.b., hasta el -0,46 % y el -0,0 %, respectivamente, a finales de marzo.

Tipos de interés oficiales

GRÁFICO 3



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

El impacto de la guerra entre Rusia y Ucrania sobre las infraestructuras de compensación en Europa

RECUADRO 1

Este recuadro aborda, de manera particular, las consecuencias del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania sobre los mercados de materias primas (energéticas y no energéticas) y, relacionado con ello, el impacto sobre las infraestructuras de compensación y liquidación de los mercados financieros, que son una pieza esencial para su buen funcionamiento.

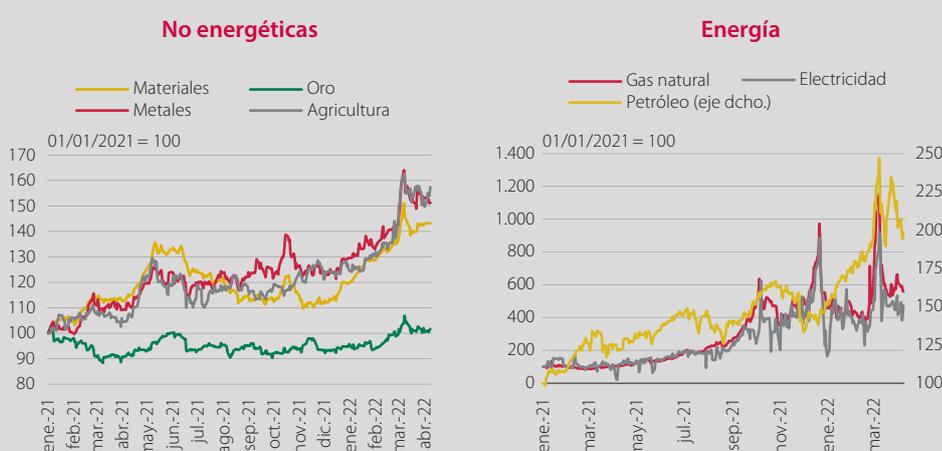
4 El PEPP está dotado con 1,85 billones de euros, tras la ampliación de este en la reunión del BCE de diciembre, con un plazo de finalización hasta marzo de 2022 y la reinversión del vencimiento de los bonos del programa hasta al menos el final de 2023.

5 Las compras netas mensuales en el marco del APP tendrán un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio.

El encarecimiento de las materias primas, particularmente energéticas, forma parte de un proceso que comenzó en 2021, a consecuencia de algunas rigideces desarrolladas en el contexto de la crisis del COVID-19. Como se observa en los paneles del gráfico R1.1, la intensificación de las tensiones entre Rusia y Ucrania en las primeras semanas de este año y el inicio del conflicto no hicieron más que acentuar esta tendencia, que llevó los precios de estos productos a máximos históricos en la semana del 7 de marzo. En esa semana, los precios de las materias primas eran entre 2,5 veces (petróleo) y 11 veces (gas natural) más altos que los registrados a principios de 2021. Desde entonces, los precios han evolucionado a la baja, si bien continúan muy por encima de los niveles de meses anteriores, siendo esta evolución determinante en el notable incremento de la volatilidad.

Precio de las materias primas

GRÁFICO R1.1



Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

El repunte de los precios y de la volatilidad en los mercados de materias primas, junto con otros elementos derivados de la guerra, como la implementación del régimen de sanciones y el aumento de la probabilidad de ciberataques, han incrementado los riesgos de mercado, de crédito y operacional de las entidades de contrapartida central (ECC) que operan con productos de energía tanto en la Unión Europea como en el Reino Unido. Las cámaras de compensación han adaptado sus sistemas de gestión de riesgos incrementando su monitorización de la actividad en el mercado y los denominados *margin calls*, cuyo tamaño y frecuencia ha aumentado como consecuencia directa de la alta volatilidad en el mercado. También se han recalibrado al alza los parámetros de los que depende la garantía de posición o margen inicial.

Los resultados de esta monitorización han puesto de manifiesto que los miembros de las cámaras han podido gestionar de forma satisfactoria el aumento de los márgenes requeridos. Sin embargo, se han identificado problemas de liquidez por parte de algunos clientes no financieros de los miembros de las cámaras (básicamente, intermediarios de energía), que han tenido que recurrir a fuentes alternativas de financiación. Por otra parte, el impacto de la exclusión de algunos bancos rusos del sistema SWIFT ha sido despreciable en las cámaras. Finalmente, se ha observado que la exposición a clientes o activos rusos es muy limitada, de manera que la ejecución de las sanciones no ha tenido un impacto relevante en las cámaras. La

incidencia más reseñable en este ámbito se ha producido en el Reino Unido, donde una ECC tuvo que suspender la compensación de los derivados relacionados con el níquel en paralelo con la suspensión de la negociación de estos productos (en LME).

La cámara de contrapartida española (BME Clearing) ha mostrado patrones similares a los observados en el resto de las ECC de la Unión Europea. La cámara, que había adoptado medidas especiales de control de riesgos en el segmento de la energía desde finales de 2021, activó mecanismos de control adicionales tras la escalada de tensión entre Rusia y Ucrania. Entre las medidas más importantes adoptadas destacan:

- El significativo aumento del tamaño del fondo de garantía frente a incumplimientos en el segmento de la energía.
- La celebración de reuniones extraordinarias del Comité de Riesgos para la actualización de los parámetros de garantía.
- La elaboración de pruebas de sensibilidad en el segmento de la energía testando escenarios hipotéticos, más adversos que los actuales.

Con el fin de mitigar el riesgo de cobertura del *default fund*, la cámara ha realizado peticiones de garantía intradiarias a partir del cálculo del riesgo en estrés. Las garantías intradiarias exigidas a los miembros activos en el segmento de la energía han tenido importes significativos, pero se han atendido sin incidencias. La CNMV, dentro de su labor de supervisión, mantiene un seguimiento estrecho de la actividad de la cámara y valora positivamente sus iniciativas, sobre las que ha realizado algunas recomendaciones adicionales ya incorporadas, por ejemplo, en lo que respecta al diseño de los escenarios hipotéticos en las pruebas de sensibilidad, para las que se recomienda una calibración más ajustada.

La evolución de diferentes indicadores del mercado laboral español daba cuenta de la intensidad de la recuperación de la economía en 2021. Así, por ejemplo, el empleo creció un 7,2 % en 2021, en línea con el incremento de la actividad económica y tras la fuerte caída experimentada en 2020 (7,6 %). De igual forma, la tasa de paro se redujo del 16,1 % a finales de 2020 al 13,3 % en diciembre de 2021 (14,8 % de media anual frente a un 15,5 % en el ejercicio anterior⁶).

El déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situó en el 6,87 % del PIB en el ejercicio de 2021 (10,27 % del PIB en 2020⁷). Esta disminución superior a 3 p.p. de PIB, la más elevada desde 2013, se explica por un incremento de los ingresos públicos (13,2 %) superior al menor incremento de los gastos. La Administración

6 Los datos de los primeros meses de 2022 señalan que esta tendencia continuó: en el mes de marzo el paro registrado en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) descendió en 840.877 personas respecto al mismo mes de 2021, hasta situarse en 3.108.763. Además, el número total de contratos registrados durante marzo se incrementó un 19,1 % con respecto a marzo del pasado año. El 30,7 % de esa contratación fue indefinida, la mayor cifra registrada.

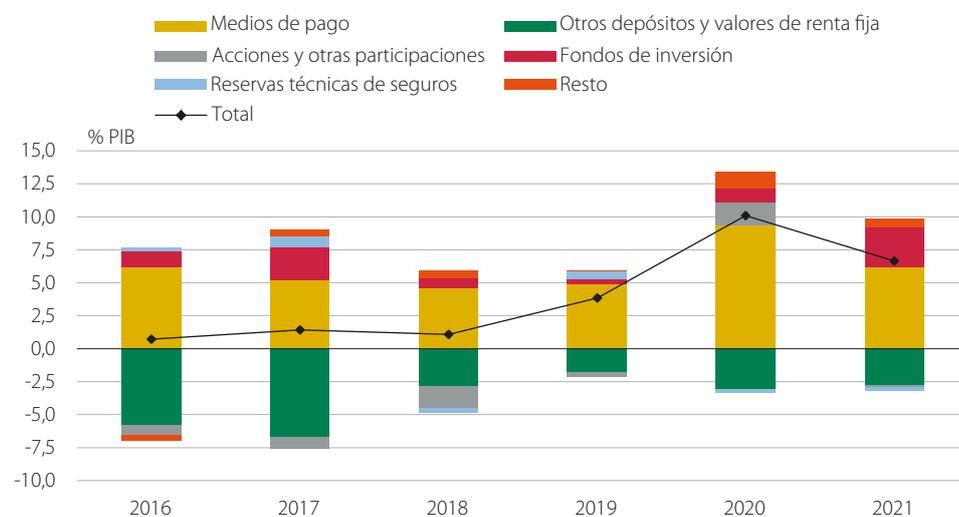
7 Estos datos incluyen la ayuda financiera. Excluyendo esta ayuda, el déficit del conjunto de las Administraciones públicas se situaría en el 6,76 % del PIB en 2021, frente al 10,08 % registrado en 2020.

central, que sigue asumiendo la mayor parte del coste de la crisis, continúa presentando un déficit elevado, aunque este disminuyó del 7,7 % del PIB en 2020 al 6,09 % en 2021⁸. Por su parte, las comunidades autónomas también mejoraron sus cifras con respecto a 2020, sobre todo gracias a las transferencias recibidas del Estado, registrando un déficit del 0,03 % del PIB (0,22 % en el anterior ejercicio), así como la seguridad social, que, como consecuencia del aumento de las cotizaciones sociales, lo redujo un 58 %, hasta el 1,02 %. Mientras, la Administración local presentó un superávit del 0,27 % del PIB en 2021 (0,26 % en 2020). En paralelo con la disminución del déficit, el nivel de deuda pública se redujo con respecto a las cifras de finales de 2020, desde el 120 % del PIB al 118,4 % en 2021.

A diferencia de lo ocurrido en 2020, la reactivación económica experimentada en 2021 y la apertura de actividades para los hogares dieron lugar a una disminución de la tasa de ahorro de estos hasta el 11,4 % de su renta disponible (14,9 % en 2020). La tasa de ahorro media de los hogares de la zona euro también disminuyó en 2021 pero siguió en niveles más altos que la de los hogares españoles, pues en el tercer trimestre de 2021 se situaba en el 18,5 % de la renta bruta disponible (RBD). Por su parte, la ratio de endeudamiento de los hogares se redujo ligeramente tras el aumento experimentado en 2020 hasta el 102,4 % sobre su RBD, situándose a finales de 2021 en el 101,6 %. La riqueza de los hogares se incrementó del 985 % de la RBD en 2020 al 1.033 % en 2021 debido al aumento tanto de la riqueza en activos financieros como en inmobiliarios.

Hogares: adquisiciones netas de activos financieros

GRÁFICO 4



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

Las adquisiciones netas de activos financieros de los hogares disminuyeron durante 2021, en línea con la moderación de su ahorro. Así, se situaron en diciembre de 2021 en el 6,6 % del PIB, frente al 10,1 % que representaron en 2020. Por clase de activo, la inversión en medios de pago continuó siendo la más cuantiosa, aunque su

8 El déficit de la Administración central excluyendo la ayuda financiera se sitúa en 2021 en el 5,99 % del PIB (7,51 % en 2020).

importe se redujo respecto a 2020 (6,2 % del PIB frente al 9,4 % en 2020). Se observó una ligera desinversión en acciones (0,2 % del PIB), que contrasta con la inversión observada en estos activos en 2020, en el contexto de la pandemia (1,7 % del PIB). De la misma forma, se apreció también una desinversión en depósitos a plazo y en valores de renta fija, que fue similar a la del ejercicio anterior (2,8 % del PIB frente al 3,0 % en 2020). Finalmente, los hogares aumentaron su participación en fondos de inversión en un 3,0 % del PIB (1,0 % en 2020), siguiendo la tendencia iniciada en 2012⁹.

La recuperación de la actividad económica en 2021 se tradujo en un fuerte aumento de los resultados de las empresas cotizadas españolas no financieras. Estos resultados pasaron de mostrar pérdidas de 100 millones de euros en conjunto en 2020, derivadas de la crisis asociada a la pandemia, a unos beneficios superiores a 31.280 millones en 2021 (véase cuadro 2). En términos absolutos, los mayores incrementos se produjeron en el sector del comercio y los servicios, cuyas compañías pasaron de experimentar unas pérdidas de 6.777 millones de euros en 2020 a unos beneficios de 7.818 millones en 2021. También destacó el avance de los beneficios de las compañías energéticas, que quedaron cerca de 11.469 millones de euros, un 37 % de los beneficios totales. Los beneficios de las compañías del sector de la construcción e inmobiliario se situaron cerca de 7.000 millones de euros, 5,4 veces más que en 2020, y los de las compañías industriales quedaron ligeramente por encima de 5.000 millones, 2,6 veces más que en 2020. Se observó una mejora generalizada de los resultados, pues cerca del 80 % de las compañías obtuvo un resultado mejor que el año previo, en algunos casos de un importe muy elevado¹⁰. A pesar de esta significativa mejora de la cuenta de resultados de las entidades, cabe destacar que casi el 25 % de las compañías presentaba un resultado del ejercicio negativo en el conjunto de 2021.

Evolución de los resultados por sectores: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 2

Millones de euros

	Resultado de explotación		Resultado antes de impuestos		Resultado (consolidado) del ejercicio	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Energía	7.629	17.595	5.301	16.397	3.406	11.469
Industria	3.271	7.572	2.672	6.800	1.972	5.041
Comercio y servicios	-4.037	11.986	-7.438	8.853	-6.777	7.818
Construcción e inmobiliario	3.352	5.854	1.603	3.935	1.296	6.955
Total agregado	10.216	43.007	2.138	35.984	-101	31.284

Fuente: CNMV.

El nivel de deudas de las sociedades cotizadas no financieras se situó en 264.834 millones de euros en 2021, un 6,2 % más que en 2020. El mayor incremento de las deudas, tanto en términos absolutos como relativos, se observó en las empresas de

9 Para un mayor detalle sobre la composición de los flujos de inversión en fondos de inversión, véase el epígrafe 4.1.

10 Las siguientes compañías presentaron una mejora del resultado del ejercicio superior a 1.000 millones de euros: Telefónica, Repsol, IAG, Inditex y Naturgy.

la energía, con un avance del 8,4 %, hasta 95.887 millones (el 36 % del total). En el resto de los sectores el incremento de las deudas osciló entre el 4,6 % (comercio y servicios) y el 6,6 % (industria). A pesar del aumento en el nivel de las deudas, el indicador de apalancamiento —medido como el cociente entre las deudas y el patrimonio— presentó descensos de distinta intensidad entre sectores, pues el patrimonio de las compañías se incrementó en una proporción mayor. Para el conjunto de las compañías cotizadas no financieras el indicador de apalancamiento se situó en 1,0 en 2021, por debajo del 1,11 en 2020. También mejoraron de forma ostensible los indicadores de cobertura de la deuda como consecuencia de la notable mejora de los márgenes de las compañías (véase cuadro 3).

Endeudamiento: empresas cotizadas no financieras

CUADRO 3

Millones de euros

	Deudas		Deudas sobre patrimonio neto		Deudas sobre resultado de explotación	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Energía	88.495,1	95.887,4	0,91	0,90	11,60	5,45
Industria	23.499,9	25.043,9	0,55	0,54	7,18	3,31
Comercio y servicios	91.291,9	95.497,6	1,83	1,41	-	7,97
Construcción e inmobiliario	46.160,8	48.405,5	1,32	1,09	13,77	8,27
Total agregado	249.447,6	264.834,4	1,11	1,00	24,42	6,16

Fuente: CNMV.

La CNMV publica el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras

RECUADRO 2

La CNMV publicó el pasado 28 de febrero el informe anual de supervisión de la información no financiera de las empresas emisoras, que por primera vez se publica de forma separada y que se puede consultar en el siguiente enlace: http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/EINF_2020.pdf.

El documento describe la labor de supervisión realizada por el organismo en relación con los estados de información no financiera (en adelante EINF), del ejercicio 2020, publicados por los emisores de valores negociados en mercados regulados de la Unión Europea, señala buenas y malas prácticas que pueden ser útiles para mejorar la calidad de los EINF e incluye determinadas áreas prioritarias a efectos de la supervisión que la CNMV llevará a cabo sobre los EINF del ejercicio 2021.

En cuanto al número de EINF recibidos, cabe indicar que, de los 145 emisores, 43 tenían que incluir el EINF en su informe de gestión individual, y 96 en el consolidado (30 % y 66 % del total, respectivamente).

Respecto del informe de verificación del EINF, se puede señalar que ningún emisor ha tenido salvedades en dicha verificación (dos en 2019), siendo la primera vez que esto sucede desde la entrada en vigor de la obligatoriedad de este

informe a través de la Ley 11/2018, de 28 de diciembre. Sin embargo, gran parte de los verificadores limitaron exclusivamente la verificación a la información exigida por la Ley 11/2018. La CNMV resalta en este ámbito la importancia de que la información verificada, así como la no verificada, se encuentren perfectamente identificadas y considera recomendable que la verificación se extienda a la totalidad del contenido del EINF.

La labor supervisora de la CNMV sobre el EINF sigue un enfoque similar al de la información financiera: formal, acerca del cumplimiento de los requisitos de presentación y otros aspectos concretos (10 empresas), y sustantiva, sobre un número específico de sociedades, centrada principalmente en las prioridades de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la CNMV, así como en aquellos otros aspectos materiales de cada entidad (10 empresas).

En relación con la revisión formal, se enviaron distintas recomendaciones a 14 emisores y se requirió a 3 entidades por: la localización del EINF, los marcos utilizados y las tablas de contenidos.

Respecto de la revisión sustantiva, se hicieron recomendaciones a 16 emisores y se requirió a 14 entidades, fundamentalmente en relación con los siguientes aspectos: i) la consideración de la doble materialidad; ii) el desglose de su definición de creación de valor, y cómo el modelo de negocio impacta y es impactado por las cuestiones no financieras; iii) la metodología y los conceptos considerados para el cálculo de la brecha salarial, la explicación de los datos, la evolución y las medidas implantadas; iv) los impactos del COVID-19; v) la descripción de los principales riesgos relativos a cuestiones medioambientales y el cambio climático, las metas de reducción de gases de efecto invernadero (GEI) y el cálculo de indicadores clave de rendimiento (KPI), y vi) las exclusiones del perímetro considerado.

En la mayoría de los casos, las explicaciones aportadas por el emisor, en respuesta al requerimiento de la CNMV, completaban adecuadamente los desgloses requeridos por la ley, o los recomendados por ESMA y la CNMV en sus prioridades para el EINF del ejercicio 2020. No obstante, se considera que existe margen de mejora en algunos aspectos, como los siguientes:

- *Modelo de negocio y creación de valor:* La CNMV considera que se trata de un tema relevante para contextualizar el resto del EINF. Las entidades deben seguir mejorando sus desgloses, que han de ser más claros y concretos: se trata de indicar qué hace una entidad para crear valor, cómo lo hace y por qué, y el rol que tienen las distintas partes interesadas (*stakeholders*) en dicho proceso de creación de valor.
- *Doble materialidad:* Se ha observado que los desgloses están más enfocados en la perspectiva de *dentro afuera*, o materialidad social y medioambiental, y que algunas entidades indican que su objetivo principal es facilitar información a sus principales grupos de interés para que puedan comprender el impacto de su actividad respecto a las cuestiones no financieras. Se recuerda a los emisores que se deben ampliar también los desgloses a la perspectiva

de *fuera adentro*, o materialidad financiera, para efectuar y publicar un análisis completo de la materialidad; por ejemplo, el impacto de los precios del carbono y las políticas asociadas al cambio climático para las empresas pertenecientes a sectores intensivos en carbono.

- *Riesgos relacionados con el cambio climático y otras cuestiones medioambientales*: La práctica totalidad de las sociedades sujetas a revisión sustantiva facilita al menos el alcance 1 de las emisiones de GEI, un 90 % facilita las de alcance 2 y un 55 % las de alcance 3. Sin embargo, de las que facilitan las de alcance 3, menos de la mitad indica que dicho alcance incluye las emisiones indirectas por el uso de los bienes y servicios de la entidad por parte de sus clientes. Se considera necesario, en función de su materialidad, dar más detalles del alcance y de la metodología y los *inputs* utilizados, segmentando además las emisiones por áreas geográficas y líneas de actividad.
- *Cuestiones sociales y relativas al personal*: En este punto sería deseable una mayor segmentación de la brecha salarial, y que se facilite, al menos, por categoría profesional y país, ya que, si se desglosa de forma agregada por compañía o grupo, en ocasiones podría inducir a interpretaciones erróneas o no cumplir con el objetivo de promover la diversidad y eliminar el sesgo de género. La CNMV resalta la importancia de que se faciliten datos comparativos, una explicación de la evolución de la brecha salarial y, cuando sea relevante, una descripción de los planes y medidas para reducirla.
- *Características y presentación del EINF*: Se considera una buena práctica incluir un apartado con las bases de preparación del EINF, indicando el marco aplicado, el perímetro, las novedades respecto a periodos anteriores y otras observaciones que ayuden a comprender mejor el informe. En relación con las políticas, los emisores deberían dar más detalle, indicando si están formalizadas y los órganos involucrados en su aprobación, incluido el consejo y las comisiones especializadas.
- *Indicadores clave de rendimiento (KPI)*: A pesar de las recomendaciones realizadas en los últimos años, la información de los KPI continúa siendo un área que debería mejorar. En algunos casos sigue sin aportarse información comparativa sobre los KPI. Esto debería limitarse a casos muy particulares y deberían explicarse los motivos. También sigue siendo habitual que falten explicaciones cualitativas que acompañen los KPI relativos a las diversas cuestiones.

Plan de supervisión de los EINF de 2021: ESMA publicó, en octubre de 2021, las prioridades comunes de supervisión para los EINF del ejercicio 2021, las cuales se refieren a: los impactos derivados del COVID-19, cuestiones relacionadas con el cambio climático y desgloses relativos a la taxonomía europea sobre actividades económicas sostenibles. Adicionalmente, la CNMV ha decidido incluir como prioridades en su revisión del EINF: i) un análisis más detallado de los desgloses relativos a la huella de carbono, ii) un análisis del perímetro del EINF, iii) una evaluación de los desgloses relativos a la participación de la entidad y sus partes interesadas en la cadena de valor y iv) un análisis de la coherencia entre los estados financieros y el EINF.

2.2 Perspectivas

Las últimas previsiones publicadas en abril por el FMI¹¹ han rebajado las expectativas de crecimiento mundial cerca de 1 p.p. como consecuencia de la intensificación del repunte de la inflación en la mayor parte de las economías y de las consecuencias derivadas de la guerra entre Rusia y Ucrania. Así, la institución prevé que el PIB mundial avance este año un 3,6 %, frente al 4,4 % estimado en enero. El avance esperado para las economías avanzadas es del 3,3 % (3,9 % en enero) y para las emergentes es del 3,8 % (4,8 % en enero). En EE. UU. la rebaja estaría asociada más bien al repunte de la inflación, que es más severo y generalizado que en Europa, mientras que en esta última región la ralentización se explica en mayor medida por la exposición al conflicto entre Rusia y Ucrania y la aplicación del régimen de sanciones adoptado. Destacan las rebajas del crecimiento esperado en Alemania e Italia (de 1,7 p.p. y 1,5 p.p. respectivamente), que son los países más dependientes de las importaciones energéticas rusas.

Producto interior bruto

CUADRO 4

% var. anual

	2018	2019	2020	2021	FMI ¹	
					2022	2023
Mundial	3,6	2,8	-3,1	6,1	3,6 (-0,8)	3,6 (-0,2)
EE. UU.	2,9	2,2	-3,4	5,7	3,7 (-0,3)	2,3 (-0,3)
Zona euro	1,9	1,3	-6,4	5,3	2,8 (-1,1)	2,3 (-0,2)
Alemania	1,5	0,6	-4,6	2,8	2,1 (-1,7)	2,7 (0,2)
Francia	1,8	1,5	-8,0	7,0	2,9 (-0,6)	1,4 (-0,4)
Italia	0,8	0,3	-9,0	6,6	2,3 (-1,5)	1,7 (-0,5)
España	2,4	2,0	-10,8	5,1	4,8 (-1,0)	3,3 (-0,5)
Reino Unido	1,3	1,4	-9,3	7,4	3,7 (-1,0)	1,2 (-1,1)
Japón	0,3	0,7	-4,5	1,6	2,4 (-0,9)	2,3 (0,5)
Emergentes	4,5	3,7	-2,0	6,8	3,8 (-1,0)	4,4 (-0,3)

Fuente: FMI.

1 Entre paréntesis, la variación respecto a la última previsión publicada (FMI, previsiones publicadas en abril de 2022 respecto a enero de 2022).

En España, el crecimiento del PIB podría situarse este año entre el 4,5 % (Banco de España¹²) y el 4,8 % (FMI), estimaciones que son, en ambos casos, 1 punto inferiores a las previas. De acuerdo con las previsiones del Banco de España, aproximadamente un tercio de la rebaja del crecimiento respondería a la energía y la dinámica de la inflación, otro tercio a factores relacionados con la confianza y la incertidumbre de los agentes, y un último tercio a factores financieros y a otros elementos. La tasa de inflación se situaría en el 7,5 %, según el Banco de España —casi

11 <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>

12 https://www.bde.es/bde/es/secciones/prensa/notas/Briefing_notas/proyecciones-macroeconomicas-de-la-economia-espanola--2022-2024-.html

el doble del pronóstico previo— y un 5,3 % según el FMI, y la tasa de paro se reduciría hasta el 13,5 %, frente al 14,2 %, según el Banco de España. El crecimiento del PIB de los años posteriores seguiría desacelerándose hacia tasas cercanas al 2,5 % en 2024, con una moderación progresiva de la inflación, que el FMI estima hasta el 1,3 % en 2023.

El grado de incertidumbre que rodea estos pronósticos es muy elevado, debido, sobre todo, a la intensidad y duración del repunte de los precios, que de momento ha ido mucho más allá de lo que se esperaba hace unos meses, y de la duración de la guerra entre Rusia y Ucrania. El calendario que marquen los bancos centrales en relación con el giro de la política monetaria será otro factor decisivo en la evolución de la actividad durante los próximos meses. En el plano nacional, existen factores positivos, como la recuperación del turismo y sus servicios asociados en un contexto de retirada de restricciones relacionadas con la pandemia, pero siguen existiendo elementos de vulnerabilidad, como aquellos asociados a la necesidad de consolidar las finanzas del sector público, en particular, del nivel de endeudamiento.

3 La evolución de los mercados de valores

Si bien el indicador de estrés de los mercados financieros españoles¹³ se encuentra actualmente en niveles moderados, este mostró un aumento sustancial y progresivo desde enero hasta principios de marzo, situándose en 0,46, cerca del umbral que separa el riesgo medio del alto (0,49). De esta forma, el indicador pasó de 0,23 a 0,46 en poco más de 2 meses como consecuencia de las incertidumbres existentes a nivel global, especialmente las relacionadas con las elevadas tasas de inflación y, sobre todo, las derivadas de la invasión rusa sobre Ucrania. Estos elementos provocaron un incremento generalizado de los indicadores de volatilidad, que tuvo su reflejo en el nivel de estrés del sistema financiero. El hecho de no haber alcanzado un nivel de riesgo alto, como en otras crisis anteriores, estaría relacionado no solo con los valores más bajos registrados por los indicadores de cada segmento del sistema, sino también con su correlación, que se ha mantenido durante este episodio en valores medio-altos, situándose notablemente por debajo de la observada en otros episodios de turbulencias. A partir de mediados de marzo, el descenso de los indicadores de volatilidad, especialmente en los mercados de renta variable, dio

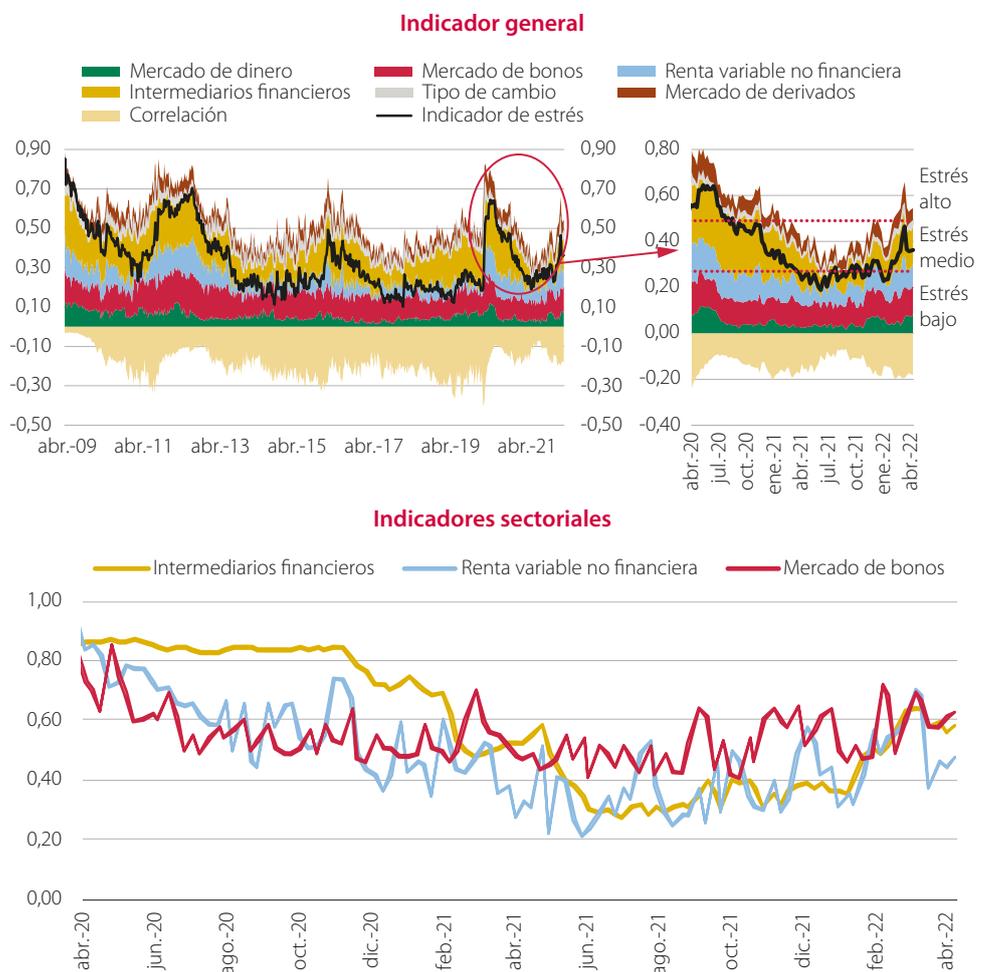
13 El indicador de estrés calculado por la CNMV proporciona una medida en tiempo real del riesgo sistémico en el sistema financiero español que oscila entre cero y uno. Para ello evalúa el estrés en seis segmentos del sistema financiero y lo agrega, con lo que se obtiene una única cifra que tiene en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

lugar a una bajada del indicador de estrés, que se ha mantenido estable alrededor de 0,36 hasta la fecha de cierre de este informe¹⁴ (véase gráfico 5).

A principios de abril, los niveles de estrés más altos se registraban en los segmentos de renta fija e intermediarios financieros, seguidos por el mercado de derivados. Así, el estrés en el mercado de renta fija se situaba por encima de 0,60, condicionado, sobre todo, por la tendencia alcista de los tipos de interés del bono soberano. En el caso del mercado de intermediarios financieros, la elevada volatilidad de las cotizaciones dio lugar a niveles de estrés en este segmento algo inferiores a 0,60 y en el mercado de derivados (0,51), el mayor nivel de estrés se originaba por la volatilidad del precio del petróleo. Cabe mencionar que este último segmento fue el que registró los mayores niveles de estrés durante el trimestre, llegando a alcanzar una cifra de 0,88 a principios de marzo. El mercado de renta variable, por su parte, se situaba a principios de abril en un nivel de estrés medio-alto (0,48).

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

14 Este indicador tiene una frecuencia semanal. El último dato que se presenta en este informe corresponde al 8 de abril.

3.1 Los mercados bursátiles

Los principales mercados internacionales, que habían finalizado 2021 con importantes revalorizaciones y habían dejado atrás los efectos de la pandemia, comenzaron 2022 con retrocesos destacados ante la perspectiva de un cambio de ciclo de los tipos de interés, a la que se unieron los efectos del estallido de la guerra en Ucrania. Aun así, las caídas se fueron moderando en la última parte del mes de marzo por las perspectivas de que se pueda alcanzar algún tipo de acuerdo que consiga encauzar el conflicto bélico y que el alza de los precios de la energía se pueda moderar¹⁵. En este escenario, los mercados siguen muy atentos a la evolución de la guerra y al coste de la energía y de las materias primas, lo que reducirá las expectativas de crecimiento para el ejercicio, en paralelo con recortes de los beneficios empresariales en los próximos meses.

Precios y rentabilidades

Por jurisdicciones, casi todos los índices de los grandes mercados internacionales presentaron caídas durante el primer trimestre, con la excepción del FTSE 100 británico y algunos índices latinoamericanos como el brasileño Bovespa, que además vinieron acompañadas de incrementos en los niveles de volatilidad.

Aunque en un primer momento los retrocesos en los índices estadounidenses fueron mayores que en los europeos, el estallido de la guerra invirtió esta tendencia. La mayor caída de los índices estadounidenses en las primeras semanas del año se explica por la perspectiva de que el proceso de endurecimiento de la política monetaria iba a ser más rápido en EE. UU. que en Europa, como ya ha demostrado la primera subida de tipos de la Reserva Federal. Sin embargo, el estallido de la guerra de Ucrania invirtió esta tendencia, puesto que el impacto económico de los efectos derivados de este conflicto se espera más intenso en Europa, al contar con menores recursos energéticos y ser más dependiente de las importaciones de energía de Rusia. En EE. UU. los índices bursátiles presentaron caídas que oscilaron entre el 4,6 % del Dow Jones y el 9,1 % del tecnológico Nasdaq¹⁶ (4,9 % en el S&P 500), mientras que en la zona euro los retrocesos oscilaron entre el 9,3 % del Dax alemán (9,2 % en el Eurostoxx 50) y el 3,1 % del Ibex 35¹⁷. El índice británico FTSE 100 se revalorizó un 1,8 %, mientras que los japoneses Nikkei 225 y Topix retrocedieron un 3,4 % y 2,3 %, respectivamente.

15 El Gobierno de EE. UU. ordenó a finales de marzo liberar 1 millón de barriles de petróleo diarios de sus reservas estratégicas durante los próximos 6 meses para frenar su subida de precios.

16 El índice tecnológico Nasdaq es más sensible en sus valoraciones a las perspectivas de endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, así como a las proyecciones de crecimiento de los negocios, que se han moderado una vez que la situación provocada por la pandemia se ha normalizado.

17 A nivel europeo destacó el comportamiento positivo del índice portugués PSI 20, que acumuló una revalorización del 8,3 %.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 5

%	2018	2019	2020	2021	II 21	III 21	IV 21	I 22
Mundo								
MSCI World	-10,4	25,2	14,1	20,1	7,3	-0,4	7,5	-5,5
Zona euro								
Eurostoxx 50	-14,3	24,8	-5,1	21,0	3,7	-0,4	6,2	-9,2
Euronext 100	-11,2	24,9	-3,6	23,4	5,8	0,9	6,7	-6,7
Dax 30	-18,3	25,5	3,5	15,8	3,5	-1,7	4,1	-9,3
Cac 40	-11,0	26,4	-7,1	28,9	7,3	0,2	9,7	-6,9
Mib 30	-16,1	28,3	-5,4	23,0	1,8	2,3	6,5	-8,5
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	7,9	2,8	-0,3	-0,9	-3,1
Reino Unido								
FTSE 100	-12,5	12,1	-14,3	14,3	4,8	0,7	4,2	1,8
EE. UU.								
Dow Jones	-5,6	22,3	7,2	18,7	4,6	-1,9	7,4	-4,6
S&P 500	-6,2	28,9	16,3	26,9	8,2	0,2	10,6	-4,9
Nasdaq-Composite	-3,9	35,2	43,6	21,4	9,5	-0,4	8,3	-9,1
Japón								
Nikkei 225	-12,1	18,2	16,0	4,9	-1,3	2,3	-2,2	-3,4
Topix	-17,8	15,2	4,8	10,4	-0,5	4,5	-1,9	-2,3

Fuente: Refinitiv Datastream.

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

Entre los índices bursátiles de las economías emergentes, el comportamiento fue más heterogéneo. Destacó la revalorización de los principales índices de las economías latinoamericanas¹⁸ y las caídas de gran parte de los de las economías asiáticas¹⁹, con un retroceso del 10,6 % del índice chino Shanghai Composite. En Rusia, la bolsa permaneció cerrada casi 1 mes debido a la inestabilidad económica provocada por la guerra y su principal índice se desplomó un 36 % en el primer trimestre.

Los mercados de renta variable españoles, que habían finalizado la última parte del año 2021 con leves retrocesos en las cotizaciones, iniciaron el ejercicio con nuevos descensos, siguiendo la estela de los principales mercados internacionales. Aun así, el balance trimestral fue menos desfavorable que en otros índices, pues las caídas se fueron reduciendo a lo largo del mes de marzo por la menor exposición de las empresas y entidades financieras españolas al área del conflicto y la menor dependencia de la economía española de las importaciones energéticas procedentes de Rusia.

En España, el Ibex 35, que se había revalorizado un 7,9 % en 2021, finalizó el primer trimestre de este año con una caída del 3,1 %, lo que supone encadenar 3 trimestres de retrocesos, pero también presentar el mejor comportamiento de los

18 Las alzas oscilaron entre el 6,1 % y el 18,2 % de los índices de México y de Perú. Únicamente retrocedió un 12,3 % el IBC de Venezuela.

19 Los principales índices de los mercados de Corea del Sur, Hong Kong y Taiwán retrocedieron un 7,4 %, un 6 % y un 2,9 %, respectivamente, mientras que el de Singapur avanzó un 9,1 %.

grandes índices europeos junto con el británico FTSE 100²⁰. El Ibex 35 se situó en 8.445 puntos al cierre de marzo, niveles todavía inferiores a los existentes antes del estallido de la pandemia. El comportamiento del índice fue mejor que el de las compañías de mediana capitalización, que presentaron caídas mayores (-5,9 %), pero notablemente peor que el de las compañías más pequeñas, que consiguieron mostrar un comportamiento positivo (3,1 %) gracias a la revalorización de las empresas de energías renovables. Asimismo, los índices representativos de valores latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, experimentaron importantes revalorizaciones (32,7 % y 26,2 %, respectivamente) gracias al avance de los principales mercados de valores²¹ y divisas latinoamericanas²², que se ven favorecidos por el alza de precios de las materias primas.

La mayor parte de los sectores finalizó el trimestre con pérdidas, con la excepción de algunos que se ven favorecidos por el escenario de tipos de interés y precios de la energía al alza. La intensidad de los retrocesos fue muy heterogénea entre las compañías y los sectores en función del impacto de las incertidumbres en cada uno de ellos (véase cuadro 6).

Los retrocesos más significativos correspondieron a las compañías del sector de los bienes de consumo, así como a las del sector de la industria, la ingeniería y las materias primas, afectadas por la caída de la actividad industrial²³ y el alza de las materias primas. En el caso del sector de los bienes de consumo, cabe señalar el descenso de la cotización de la compañía Inditex, que tenía una importante presencia en Rusia²⁴. Además, también destacaron las caídas de las cotizaciones de las compañías del sector de la energía, que volvieron a acusar el alza del coste de la energía y las dudas de carácter regulatorio, y las de las empresas del sector turístico, que, aunque se han visto favorecidas por la retirada de las restricciones de tipo sanitario, se vieron perjudicadas por las incertidumbres provocadas por el conflicto bélico. Asimismo, también fueron reseñables las caídas de las compañías de alimentación y las aseguradoras, mientras que el sector de las telecomunicaciones y la tecnología apenas presentó cambios.

En el terreno de las ganancias, el mejor comportamiento correspondió a las compañías petrolíferas (Repsol), favorecidas por la fuerte alza de los precios del petróleo²⁵, así como a los bancos y las inmobiliarias. Estos últimos se ven beneficiados por la perspectiva de subidas de los tipos de interés —lo que permitirá incrementar sus márgenes de intereses— y de los precios de los activos inmobiliarios. Asimismo, las empresas de transporte y distribución presentaron ligeras alzas gracias a la desaparición de las restricciones a la movilidad aérea.

20 Véase cuadro 5 de este informe para un mayor detalle. El índice británico FTSE 100 fue el único de los grandes índices internacionales que presentó una evolución positiva en el trimestre, si bien a nivel europeo destacó el comportamiento positivo del PSI portugués, que acumuló un alza del 8,3 %.

21 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, avanzó un 14,5 % en el primer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano BMV IPC lo hizo un 6,1 %.

22 En el primer trimestre del año el real brasileño se apreció un 20,8 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 5,9 %.

23 La actividad industrial se ha visto también afectada durante el mes de marzo por la huelga del sector del transporte, al producirse interrupciones en las cadenas de suministro.

24 La compañía suspendió su actividad en Rusia a raíz del conflicto bélico.

25 El precio del petróleo acumuló un alza del 38,7 % en el primer trimestre, hasta situarse en torno a 107,9 dólares, su nivel más alto de la última década.

Índices	2019	2020	2021	I 21 ¹	II 21 ¹	III 21 ¹	IV 21 ¹	I 22 ¹
Ibex 35	11,8	-15,5	7,9	6,3	2,8	-0,3	-0,9	-3,1
Madrid	10,2	-15,4	7,1	6,2	2,3	0,9	-0,6	2,3
Ibex Medium Cap	8,4	-9,7	8,6	8,3	0,4	-2,6	2,6	-5,9
Ibex Small Cap	11,9	18,9	1,8	9,3	-0,4	-6,4	-0,1	3,1
FTSE Latibex All-Share	16,3	-22,0	5,8	-2,1	24,1	-15,4	2,9	32,7
FTSE Latibex Top	15,3	-19,1	13,5	1,3	22,1	-7,4	-0,9	26,2
Sectores²								
Servicios financieros e inmobiliarios	-2,6	-26,4	20,3	14,8	10,0	3,0	-7,5	6,3
Banca	-3,4	-27,5	20,7	15,0	10,5	3,1	-7,8	6,8
Seguros	-0,5	-23,6	7,3	13,6	-1,6	0,7	-4,7	-2,7
Inmobiliarias y otros	-11,0	-16,0	7,4	4,6	2,8	4,3	-4,1	5,1
Petróleo y energía	14,4	5,0	-1,6	-1,5	-4,1	-8,7	14,1	-1,1
Petróleo	-1,1	-40,8	26,5	28,0	0,1	7,0	-7,6	14,3
Electricidad y gas	18,4	14,2	-4,2	-4,5	-4,7	-11,4	18,8	-4,1
Mat. básicos, industria y construcción	24,9	-2,5	9,3	5,0	-1,3	-0,7	6,2	-10,2
Construcción	29,1	-16,3	15,2	3,8	-2,1	3,9	9,1	-5,8
Fabricación y montaje de bienes de equipo	21,1	50,7	-20,4	-0,1	-9,0	-14,0	1,8	-19,4
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	4,4	-0,1	28,7	17,9	0,7	-1,2	9,7	-10,6
Ingeniería y otros	19,1	-6,1	29,2	11,2	15,8	-0,1	0,1	-19,2
Tecnología y telecomunicaciones	4,5	-21,9	9,0	6,5	4,3	-0,5	-1,3	-0,5
Telecomunicaciones y otros	-4,5	-25,8	15,7	10,3	8,7	0,8	-4,3	-0,8
Electrónica y <i>software</i>	19,8	-18,8	1,2	1,7	-1,8	-3,1	4,6	-0,1
Bienes de consumo	34,8	-15,3	0,9	5,6	4,0	2,3	-10,1	-21,3
Textil, vestido y calzado	40,6	-17,3	9,5	7,9	5,7	7,1	-10,4	-30,6
Alimentación y bebidas	1,8	10,6	-1,6	1,0	0,9	-4,5	1,1	-5,4
Productos farmacéuticos y biotecnología	38,0	-18,3	-17,9	1,5	1,2	-7,0	-14,0	1,1
Servicios de consumo	8,6	-36,7	-1,9	10,5	-4,8	3,8	-10,2	3,3
Ocio, turismo y hostelería	6,9	-27,8	27,5	11,3	4,0	6,0	4,0	-3,6
Transporte y distribución	12,5	-38,8	-2,6	10,3	-5,8	5,6	-11,3	4,2

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

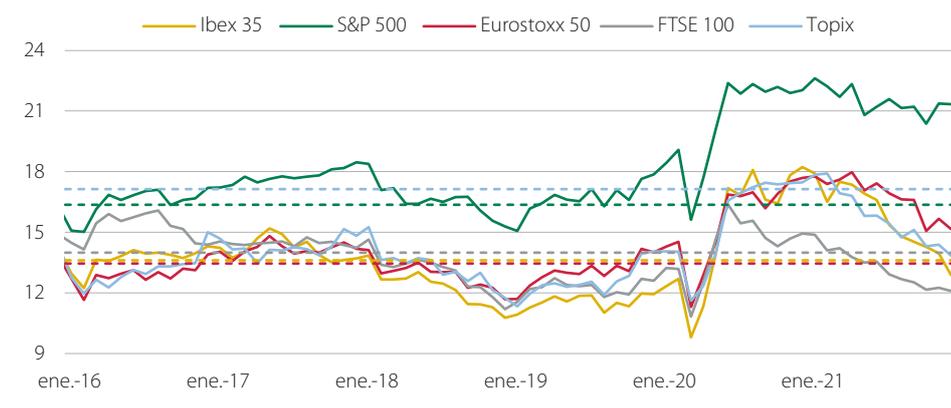
2 Sectores pertenecientes al IGBM. Dentro de cada sector, se muestra la información correspondiente a los subsectores más representativos.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable experimentó caídas en el primer trimestre con respecto a mediados de diciembre de 2021 (véase gráfico 13). El retroceso de las cotizaciones en el trimestre, junto con el mantenimiento o leve deterioro de los beneficios esperados para los próximos meses, permitió que la ratio PER disminuyese

en la mayoría de los índices hasta los valores más bajos alcanzados tras el estallido de la pandemia e incluso cotas inferiores. El valor de esta ratio en el caso del Ibex 35 retrocedió desde 12,9 a mediados de diciembre, su valor mínimo de 2021, hasta 11,3 en marzo, ligeramente por debajo del valor alcanzado por la ratio del índice europeo Eurostoxx 50. Como muestra el gráfico 6, las ratios PER de los índices bursátiles internacionales más relevantes experimentaron una evolución similar en el trimestre, situándose por debajo de sus valores medios alcanzados durante la última década (excepto en el caso del índice estadounidense S&P 500).

Ratio precio-beneficios¹ (PER)

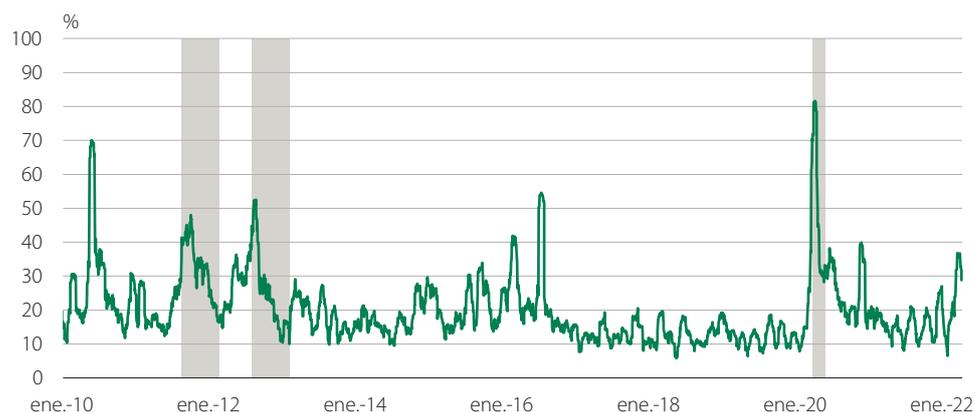
GRÁFICO 6



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 incrementado en el último trimestre de 2021, siguió al alza en los 3 primeros meses de este año, superando el 30 % en marzo tras el estallido del conflicto bélico. Estos valores elevan el promedio trimestral (22,15 %) por encima de los valores promedios alcanzados en el trimestre anterior (18,05 %) y en todo el ejercicio 2021 (15,9 %). De extenderse el conflicto en el tiempo, es probable que el valor de este indicador se mantenga en niveles elevados, tal y como ocurrió en marzo. Este comportamiento alcista de la volatilidad también se observó en otros índices internacionales como el estadounidense Dow Jones (15,81 % de media en el trimestre), pero fue más relevante en los índices europeos por su mayor exposición económica al área del conflicto. Así, la volatilidad del índice europeo Eurostoxx 50 se elevó casi 10 p.p. en el primer trimestre, hasta situarse en promedio por encima del 27 %, y alcanzó valores superiores al 40 % en marzo.



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 con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo de 2020), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

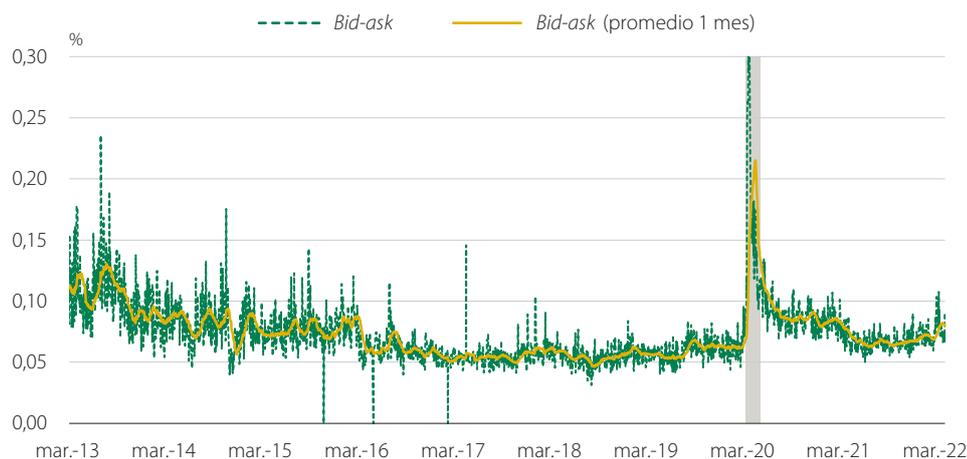
Actividad: contratación, emisiones y liquidez

Las condiciones de liquidez del Ibex 35 —estimadas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*)—, que habían empeorado ligeramente desde el segundo semestre de 2021, mantuvieron esta tendencia en los primeros meses de 2022, pese a lo cual permanecen en niveles satisfactorios. A pesar del incremento del volumen negociado, el alza de la volatilidad provocó que el *spread* experimentase un leve repunte en el trimestre, hasta situarse en promedio en el 0,074 %, por encima de la media de los 2 últimos trimestres (0,066 % y 0,068 % en el tercero y cuarto de 2021, respectivamente), aunque por debajo de la media histórica del indicador (0,09 %) (véase gráfico 8).

En este contexto de alza de la volatilidad y de retrocesos en las cotizaciones, la contratación de renta variable española creció en el primer trimestre del año hasta situarse en 222.262 millones de euros, su importe más elevado desde el primer trimestre de 2020. Este importe, que supone un aumento tanto respecto al trimestre anterior como al mismo periodo del ejercicio previo, interrumpe la tendencia a la baja de los volúmenes de negociación observados en la renta variable española durante 2021. Así, la contratación media diaria del mercado continuo entre enero y marzo de 2022 se situó en 1.701 millones de euros (16,1 % más en términos anuales), por encima del promedio del trimestre anterior (1.672 millones de euros) y del conjunto de 2021 (1.449 millones de euros).

Liquidez del Ibex 35. Bid-ask spread

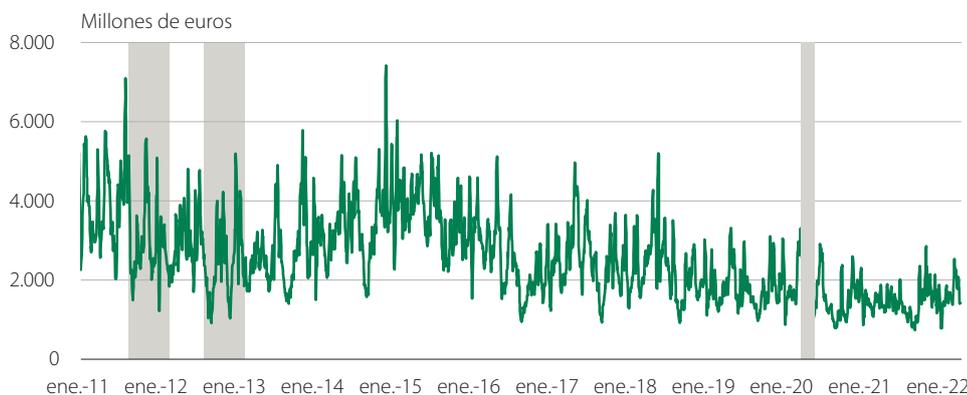
GRÁFICO 8



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 con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo de 2020), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

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 con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012 (sobre las entidades financieras), a la nueva instauración de restricciones del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a las 2 imposiciones de restricciones más recientes, la primera por 1 día, que afectó a 69 entidades (13 marzo de 2020), y la segunda, adoptada unos días después y finalizada el 18 de mayo de 2020, que afectó a todas las entidades.

El volumen de la contratación de los centros de negociación y mercados competidores superó por primera vez en la historia la del mercado regulado español, cuya cuota de mercado alcanzó un mínimo del 48,3 %²⁶. Este porcentaje se calcula

26 La cuota de mercado de BME alcanzó en el cuarto trimestre de 2021 el 55,5 % de la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales, mientras que en el conjunto del ejercicio se situó en el 53,3 %.

respecto a la contratación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales. La contratación de estos centros competidores alcanzó 115.700 millones de euros, mientras que la efectuada en BME fue de 106.560 millones de euros. Aunque la contratación total creció un 24,8 % en términos interanuales, el avance fue más intenso en los mercados y centros de competidores de BME (33,2 %), mientras que este último registró un incremento del 16,8 %. Estos datos parecen indicar que la tendencia a la deslocalización de la negociación de valores españoles, que se había detenido en la última parte de 2021, se ha reanudado en los primeros meses de 2022.

En cuanto a la composición de la negociación efectuada en los mercados y centros competidores, volvió a destacar en valor absoluto el mercado Cboe Global Markets (Cboe). Este mercado, que opera desde Ámsterdam, mejoró su posición de liderazgo claro al superar su contratación los 90.200 millones de euros en el trimestre, lo que representa el 78 % de la negociación en el exterior y casi el 85 % de lo contratado en BME. En el caso del resto de centros competidores, tanto Turquoise como los demás disminuyeron sus cuotas de mercado en beneficio de Cboe, hasta niveles de apenas el 5 % y el 17 %, respectivamente (véase cuadro 7).

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 7

Importes en millones de euros

	2018	2019	2020	2021	III 21	IV 21	I 22
Total	930.616,1	805.833,0	780.343,5	690.205,8	150.830,9	192.056,5	222.262,9
Admitida en SIBE	930.607,1	805.826,6	778.341,0	690.198,4	150.830,5	192.054,8	222.260,7
BME	579.810,4	460.267,4	418.512,6	365.170,2	77.726,6	105.892,4	106.560,5
Cboe Equities ²	278.361,0	256.772,5	275.682,4	238.466,3	54.457,9	66.305,7	90.240,6
Turquoise	42.833,4	30.550,6	23.242,2	23.101,3	5.549,7	5.476,8	5.685,3
Otros	29.552,2	58.236,1	62.903,8	63.460,6	13.096,3	14.379,9	19.774,3
Corros	8,2	6,2	2,5	7,4	0,4	1,6	2,3
Segundo mercado	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria							
Contratación en BME de RV extranjera	3.517,1	3.480,5	4.273,8	4.236,0	1.106,5	1.118,3	2.167,5
BME MTF Equity ³	4.216,3	4.007,7	3.929,0	3.536,5	639,8	1.110,4	933,0
Latibex	151,6	136,6	79,5	48,8	7,9	21,7	29,4
ETF	3.027,6	1.718,0	2.551,4	1.549,0	404,5	398,7	556,9
Total contratación BME	590.732,0	469.616,6	429.348,5	374.655,6	79.885,7	108.543,1	110.249,5
% RV española en BME respecto al total RV española	62,6	57,4	53,9	53,3	51,9	55,5	48,3
Internalizadores sistemáticos⁴	143.956,9	141.308,3	144.694,4	48.469,9	11.077,5	10.759,6	10.912,6

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

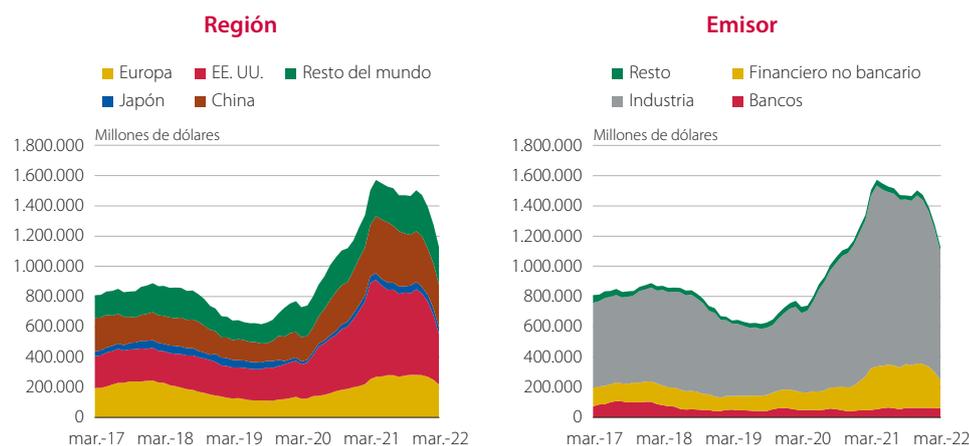
- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), 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 *brexít*.
- 3 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).
- 4 Datos estimados por la CNMV con información de *transaction reporting*.

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se situó por debajo del 5 % de la negociación total de los valores españoles. 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, representa su valor más bajo de los últimos años. Además, consolida la tendencia a la baja de esta modalidad de negociación observada en el último año y supone un avance significativo en el cumplimiento de uno de los objetivos de la regulación MiFID II, que era desplazar parte de la negociación de los valores de renta variable hacia centros de negociación en los que se opere conforme a reglas de mercado no discrecionales.

El volumen de emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales disminuyó de forma significativa durante el primer trimestre del año (en términos interanuales). Este importe fue cercano a los 133.000 millones de dólares en el trimestre, muy por debajo de los 475.000 millones de dólares de hace 1 año. Se observaron descensos en todas las regiones, destacando los de EE. UU. y Europa, donde el volumen emitido se situó cerca de 28.000 y 19.000 millones de dólares respectivamente (frente a 231.000 y 82.000 millones de dólares, respectivamente, en 2021). En el resto de áreas la caída también fue notable, situándose las emisiones de instrumentos de renta variable en torno a 3.900 millones en Japón y 37.700 millones en China (6.300 millones y 90.100 millones de dólares en el primer trimestre de 2021, respectivamente). Por sectores, las emisiones de las empresas del sector financiero no bancario disminuyeron sustancialmente (se dividieron por cinco con respecto a las del primer trimestre de 2021) al igual que las del sector industrial y las de las empresas de *utilities* (lo hicieron por más de tres). El descenso en el volumen de emisiones de renta variable en el sector bancario fue menos pronunciado (un 14,5 %). En términos absolutos cabe señalar el retroceso de las emisiones en el sector industrial y en el financiero no bancario (casi 231.000 y 105.000 millones de dólares menos, respectivamente).

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 se situaron en 1.368,9 millones de euros en el primer trimestre, menos de la mitad que hace 1 año. El 70 % de este importe correspondió a ampliaciones con captación de recursos (véase cuadro 8). Más de la mitad del importe de las ampliaciones de capital

se debió a sendas colocaciones aceleradas de Atrys Health y Edreams, mientras que el resto fueron, en su mayoría, operaciones bajo el formato de dividendo elección utilizado como forma de remuneración a los accionistas.

En el primer trimestre del año la compañía Atrys Health se incorporó al mercado continuo bajo el formato de *listing* procedente de BME Growth. No hubo ninguna oferta pública de venta de acciones (OPV). La única salida a bolsa anunciada, la de Ibercaja, fue pospuesta como consecuencia de la inestabilidad de los mercados. Así, aunque se esperaban varias operaciones de salida a bolsa en los próximos meses, es previsible que gran parte de ellas se retrasen o se cancelen mientras persista el escenario actual de incertidumbres. Por otra parte, se anunciaron dos ofertas públicas de adquisición (opas): la primera sobre Mediaset por parte de Mfe-Mediaforeurope N.V. y la segunda sobre Metrovacesa por parte de Fomento de Construcciones y Contratas, S. L.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 8

	2019	2020	2021	II 21	III 21	IV 21	I 22
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	33	38	44	10	16	8	9
Ampliaciones de capital	33	38	44	10	15	8	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	0	0	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	52	38	52	14	19	9	10
Ampliaciones de capital	52	38	51	14	18	9	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	0	1	0	1	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	8.240,6	8.903,1	13.673,0	8.752,8	2.567,4	156,2	946,1
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	7.032,8	6,3	21,2	0,0
Sin derecho de suscripción preferente	10,0	150,1	100,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Colocaciones aceleradas	500,0	750,0	0,0	0,0	0,0	0,0	741,0
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	2.034,2	233,0	3.525,3	56,0	1.390,1	0,0	17,4
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	68,0	41,4	0,0	0,0
Otras	611,8	770,3	2.878,1	1.496,0	1.129,6	135,0	187,7
Ampliaciones de capital liberadas⁴	1.565,4	1.949,0	1.264,9	195,8	131,1	165,5	422,8
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	195,8	131,1	144,2	422,8
Total ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	8.948,7	4.898,8	321,7	1.368,9
Ofertas públicas de venta	0,0	0,0	2.200,2	0,0	2.200,2	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en el MAB⁵							
Número de emisores	12	13	60	11	26	14	11
Número de emisiones	17	14	77	15	32	19	14
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,0	2.441,0	692,3	1.230,6	434,7	347,0
Ampliaciones de capital	298,3	238,0	2.441,0	692,3	1.230,6	434,7	347,0
De ellas, mediante OPS	229,4	173,0	1.654,0	405,5	869,6	379,1	216,5
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.

En julio de 2021, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) emitió un comunicado¹ advirtiendo de los riesgos que conlleva la práctica del *payment for order flow* (PFOF) para la protección al inversor y su posible incompatibilidad con la regulación MiFID II. La Comisión Europea, posteriormente, propuso la prohibición del PFOF durante la revisión de MiFID. Los acuerdos de PFOF consisten en pagos que recibe un intermediario financiero si envía las órdenes que recibe de sus clientes a un centro de negociación concreto.

Con la finalidad de contribuir a la toma de decisiones y aplicación de políticas adecuadas en este ámbito, la CNMV realizó un estudio, publicado en marzo de este año², en el que se hace una comparativa entre el precio de ejecución de órdenes enviadas por un intermediario financiero a un centro de negociación con el que existe un acuerdo de PFOF y el precio de transacciones comparables en otros centros de negociación.

La base de datos utilizada en el análisis contiene todas las transacciones de acciones españolas realizadas por un intermediario financiero en un centro de negociación con el que había concertado un acuerdo de PFOF durante el primer semestre de 2021. El precio de ejecución de cada transacción se compara después con el precio de transacciones sobre el mismo instrumento ejecutadas en el mismo segundo en cualquiera de los 10 centros de negociación más líquidos para acciones españolas.

En concreto, se incluyen 4.676 transacciones realizadas en el centro de negociación PFOF con 50 códigos ISIN únicos, identificándose un total de 48.773 transacciones comparables en los 10 centros de negociación más líquidos para acciones españolas.

La metodología aplicada para el análisis se basa en la propuesta por la autoridad para los mercados financieros de los Países Bajos (AFM³) y compara el precio de la transacción en el centro de negociación PFOF con el rango de precios observado en las transacciones comparables en los otros 10 centros de negociación. Las transacciones se clasifican como mejor, similar o peor ejecución siguiendo los siguientes criterios:

- Si se trata de una compra, se considera que el centro de negociación PFOF ofrece peor ejecución cuando el precio obtenido es más alto que el máximo registrado en cualquiera de las transacciones comparables realizadas en los otros 10 centros de negociación. Asimismo, se considera mejor ejecución si el precio es más bajo que el mínimo registrado para las transacciones comparables.
- Si se trata de una venta, se considera que el centro de negociación PFOF ofrece peor ejecución cuando el precio obtenido es más bajo que el mínimo registrado en cualquiera de las transacciones comparables realizadas en los otros 10 centros de negociación. Asimismo, se considera mejor ejecución si el precio es más alto que el máximo registrado para las transacciones comparables.

- Si en el centro de negociación PFOF se obtiene un precio que se sitúa dentro del rango de precios registrados para transacciones comparables realizadas en los otros 10 centros de negociación, entonces se considera que la calidad de la ejecución es similar.

La metodología ofrece una clasificación de mejor/peor ejecución conservadora, ya que requiere, en esos casos, que el precio de ejecución del centro de negociación PFOF se sitúe fuera del rango de todos los precios observados en los otros 10 centros de negociación de transacciones comparables. En el documento publicado por la CNMV se detallan algunas de las limitaciones de esta metodología.

Los resultados del análisis se detallan en el cuadro R3.1. El 86,4 % de las transacciones realizadas en el centro de negociación PFOF se clasifica como peor ejecución, con un deterioro en el precio del 0,14 %. El 10,2 % se considera de ejecución similar y solo el 3,3 % entra dentro de la categoría de mejor ejecución. De media, una transacción ejecutada en el centro de negociación con acuerdo de PFOF conlleva una pérdida de 1,09 euros por cada 1.000 euros negociados, si se compara con el precio de ejecución más desfavorable observado en los 10 centros de negociación más líquidos para acciones españolas.

Precios de ejecución en el centro de negociación PFOF

CUADRO R3.1

	Porcentaje de transacciones (%)	Diferencia media en precios ¹ (%)	Diferencia en precios por 1.000 euros negociados ¹
Peor	86,4	-0,14	-1,41
Mejor	3,3	0,24	2,36
Similar	10,2	0,05	0,46
Total	100,0	-0,11	-1,09

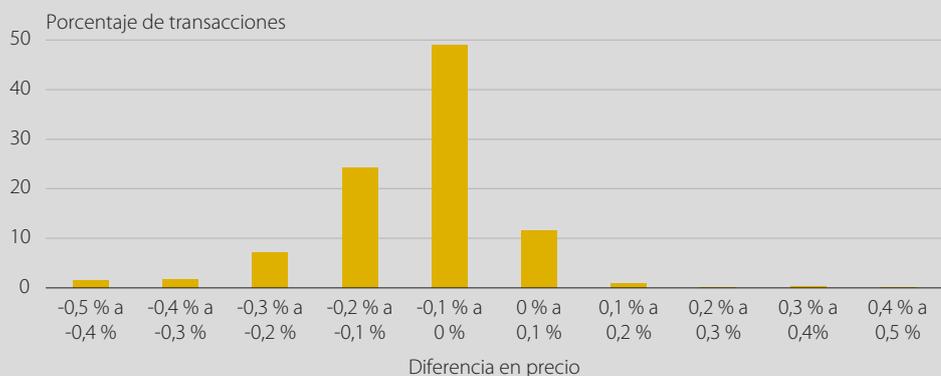
Fuente: CNMV.

1 Un número positivo indica una mejora de precio, mientras que un número negativo indica un deterioro en el precio.

El gráfico R3.1 muestra la distribución de las diferencias en los precios de ejecución.

Distribución de la diferencia en precios

GRÁFICO R3.1



Fuente: CNMV.

Lo anterior sugiere que esta práctica no suele operar en beneficio de los clientes finales, si bien para determinar cuál es el efecto total para los inversores de los acuerdos de PFOF (peores precios de ejecución, pero comisiones más bajas o inexistentes), se deberían incluir tanto los componentes implícitos (calidad de la ejecución) como explícitos (comisiones). En este análisis solo se han incluido los costes implícitos.

- 1 ESMA (2021). *ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow and from certain practices by "zero-commission brokers"*. Public Statement.
- 2 CNMV (2022). *Payment for order flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks*. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Analisis_PFOFen.pdf
- 3 AFM (2022). *Assessing the quality of executions on trading venues: The "comparative Pricing Model"*.

3.2 Los mercados de renta fija

En los mercados de renta fija, las rentabilidades siguieron una tendencia alcista en el primer trimestre de 2022, como consecuencia de las perspectivas de aumento en los tipos de interés oficiales. El final de la política monetaria expansiva de los bancos centrales de las principales economías, materializado en la reducción o eliminación de sus programas de compras y el incremento (o expectativa de incremento²⁷) de los tipos de interés oficiales, ha dado lugar a un aumento de los tipos de interés de la deuda pública. Todo esto, combinado con la incertidumbre y la repercusión de la guerra entre Rusia y Ucrania, han provocado un cierto incremento de las primas de riesgo públicas y privadas.

Tipos de interés

La rentabilidad del bono soberano a 10 años aumentó con fuerza en las principales economías avanzadas en un contexto de repunte de la inflación y endurecimiento del mensaje de los bancos centrales. En EE. UU. el incremento de los tipos de interés de la deuda pública fue de 83 p.b., hasta el 2,33 %, en el primer trimestre del año, impulsado por la subida de los tipos de interés oficiales de marzo y la expectativa de que se vayan a producir más durante el año. Conviene mencionar que se observa también un aplanamiento de la curva de tipos de los 2 años en adelante, lo cual ha sido indicativo de recesión en el pasado.

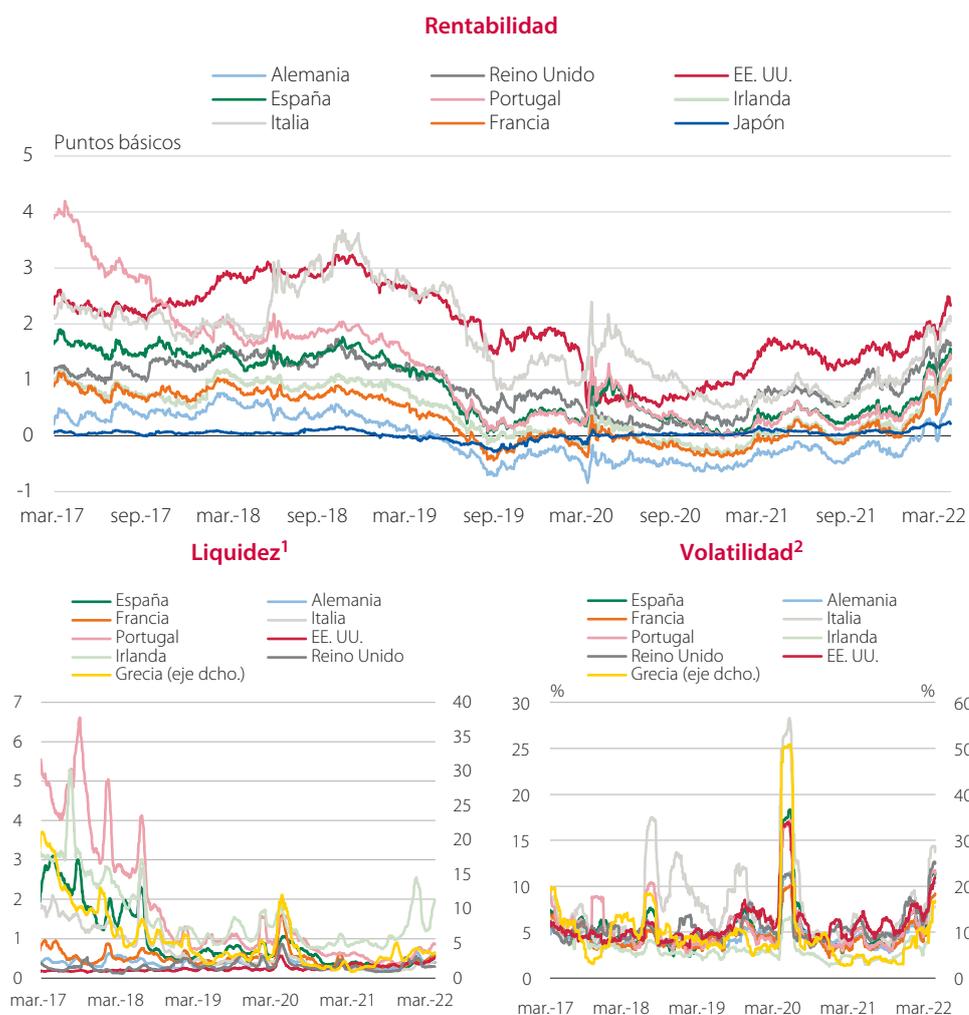
En los países de la zona euro, el aumento de la rentabilidad del bono soberano también fue intenso, oscilando entre los 73 p.b. y los 136 p.b. en Alemania y Grecia, respectivamente. La rentabilidad del bono soberano alemán, que estaba en terreno negativo desde mayo de 2019, pasó a terreno positivo en enero de 2022 y se situaba a finales de marzo en 0,55 % (la rentabilidad más cercana a 0 de la zona euro). Cerca del 1 % se encontraban las rentabilidades en Holanda (0,80 %), Finlandia (0,89 %), Austria (1,0 %), Francia (0,99 %), Irlanda (1,06 %) y Bélgica (1,03 %). En los países periféricos de la zona euro, los aumentos de la rentabilidad de la deuda

27 Este es el caso del BCE: la institución no ha anunciado subidas de tipos, pero el mercado ha llegado a descontar hasta dos subidas este año.

soberana a largo plazo fueron similares a los del resto de los países europeos, por lo que sus niveles siguieron siendo más elevados. Así, a finales de marzo estos rendimientos se situaban en el 2,67 % en Grecia, el 2,04 % en Italia, el 1,45 % en España y el 1,37 % en Portugal. En el Reino Unido, por su parte, el incremento en los tipos de interés del bono a 10 años fue de 64 p.b., situándose en marzo en el 1,61 %, mientras que en Japón se observó el aumento más leve, de 14 p.b., hasta el 0,21 % a finales del primer trimestre del año.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 11



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.

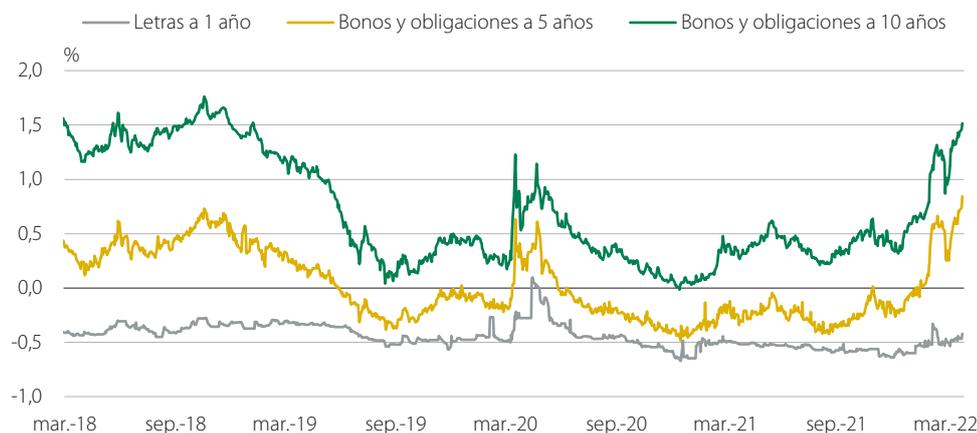
2 Desviación típica anualizada de las variaciones diarias de los precios de los bonos soberanos a 40 días.

En España, el rendimiento de la deuda a corto plazo presentó una evolución dispar entre la deuda pública y la renta fija privada en el primer trimestre, observándose ligeros aumentos en el caso de la primera y algunos retrocesos en el caso de la segunda. A pesar de la perspectiva de un endurecimiento próximo de la política monetaria del BCE, el rendimiento de la deuda pública a corto plazo continuó presentando valores negativos por séptimo año consecutivo al amparo de esta misma política monetaria de carácter netamente expansivo. A pesar de que la institución ha

anunciado una reducción del tamaño de sus programas de compras de deuda, sigue realizando compras de deuda pública por cuantías todavía elevadas y mantiene los tipos de interés oficiales aún sin cambios. Así, el rendimiento medio en el mercado secundario de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en el -0,66 %, el -0,58 % y el -0,48 %, respectivamente, lo que supone un aumento de entre 5 p.b. y 12 p.b. respecto de los valores de diciembre (véase cuadro 9).

Tipos de interés de la deuda pública española

GRÁFICO 12



Fuente: Refinitiv Datastream.

El rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo mostró un comportamiento divergente, con descensos en el primer trimestre del año. Esta evolución se explica por la composición de la muestra de compañías disponible para calcular los promedios. En trimestres anteriores, había una presencia elevada de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) por empresas de menor tamaño que, aunque se financian a un coste reducido, presentan tipos de interés superiores a los de las grandes sociedades y elevan los tipos de interés medios de la muestra. En este último trimestre, el importe de las emisiones de las empresas más pequeñas en el MARF se ha reducido, por lo que la muestra incorpora un mayor número de emisiones de grandes compañías que se benefician de menores costes de emisión y, en consecuencia, reducen los tipos medios de la muestra. Los datos para el mercado español reflejan que el rendimiento medio de los pagarés en el mercado primario alcanzó en marzo valores que se situaban entre el 0,21 % de la referencia a 3 meses y el 0,68 % de la referencia a 12 meses, niveles sustancialmente menores a los existentes a finales de 2021 (véase cuadro 9).

%	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22
Letras del Tesoro							
3 meses	-0,58	-0,70	-0,78	-0,58	-0,62	-0,78	-0,66
6 meses	-0,47	-0,59	-0,63	-0,57	-0,59	-0,63	-0,58
12 meses	-0,48	-0,63	-0,60	-0,54	-0,57	-0,60	-0,48
Pagarés de empresa²							
3 meses	0,20	0,49	0,38	0,00	0,24	0,38	0,21
6 meses	0,52	0,55	0,50	0,27	0,47	0,50	0,45
12 meses	0,71	1,44	0,81	0,67	0,56	0,81	0,68

Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipos de interés de emisión.

Los tipos de la deuda a medio y largo plazo presentaron fuertes alzas en el trimestre al incorporar, como ya se ha comentado, las expectativas de endurecimiento de la política monetaria. Los incrementos de tipos se extendieron a todos los plazos de la curva, que pasó a contar con valores positivos a partir del plazo de 2 años. Su evolución no solo dependió de estas expectativas, sino también del volumen de compras de la autoridad monetaria²⁸. La intensidad de los aumentos fue más elevada en los tramos medios y largos de la curva. Como se observa en el cuadro 10, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situó en marzo en el 0,20 %, el 0,56 % y el 1,27 %²⁹ (de media mensual), respectivamente, lo que supone entre 37 p.b. y 90 p.b. más que en diciembre.

El comportamiento de la renta fija privada fue similar, observándose importantes aumentos de los tipos en la mayoría de los plazos de la curva. Aunque gran parte de los grandes emisores de deuda corporativa se han beneficiado de los programas de compras de deuda del BCE³⁰, estas se verán sustancialmente reducidas a partir de ahora, lo que presiona al alza tanto las rentabilidades de estos emisores como las de aquellos cuyas emisiones no formen parte del rango de activos elegibles³¹. Al cierre

28 En la actualidad se encuentra vigente el PSPP (Public Sector Purchase Programme) en el marco del APP (Asset Purchase Programme), mientras que el PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) concluyó en marzo. En el marco del primero, el BCE había adquirido a finales de marzo deuda pública por importe neto de 2,53 billones de euros, de los cuales 307.664 millones correspondían a títulos españoles; y en el marco del programa PEPP había adquirido deuda pública por importe neto de 1,65 billones de euros, de los cuales 189.664 millones eran títulos españoles. Por tanto, el importe de la deuda pública española en manos del BCE superaba los 497.000 millones de euros (en torno al 45 % del saldo de deuda del Estado a largo plazo).

29 Los tipos a 10 años han llegado a superar durante el mes de marzo el 1,5 %, su nivel más alto desde finales de 2018.

30 El programa de compras de deuda corporativa (CSPP, Corporate Sector Purchase Programme) acumulaba hasta finales de marzo un volumen de compras por importe de 328.695 millones de euros, de los cuales casi el 23 % fue adquirido en el mercado primario. Asimismo, el BCE acumulaba hasta finales de marzo bonos corporativos por importe de 40.313 millones de euros y pagarés por valor de 5.862 millones de euros adquiridos en el marco del programa PEPP.

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

de marzo, las rentabilidades de los activos de deuda privada a 3, 5 y 10 años se situaban en valores de 0,49 %, 0,78 % y 1,46 %, respectivamente, entre 37 p.b. y 90 p.b. más que en diciembre. Además, implican una prima de riesgo de entre 19 p.b. y 29 p.b. respecto a los activos de deuda pública.

Rentabilidad de la renta fija a medio y largo plazo¹

CUADRO 10

%

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	jun.-21	sep.-21	dic.-21	mar.-22
Renta fija pública							
3 años	-0,29	-0,53	-0,46	-0,42	-0,51	-0,46	0,20
5 años	-0,06	-0,42	-0,18	-0,22	-0,32	-0,18	0,56
10 años	0,45	0,05	0,43	0,44	0,36	0,43	1,27
Renta fija privada							
3 años	0,20	-0,20	0,12	-0,16	-0,05	0,12	0,49
5 años	0,23	-0,13	0,13	-0,15	-0,02	0,13	0,78
10 años	0,79	0,41	0,56	0,58	0,44	0,56	1,46

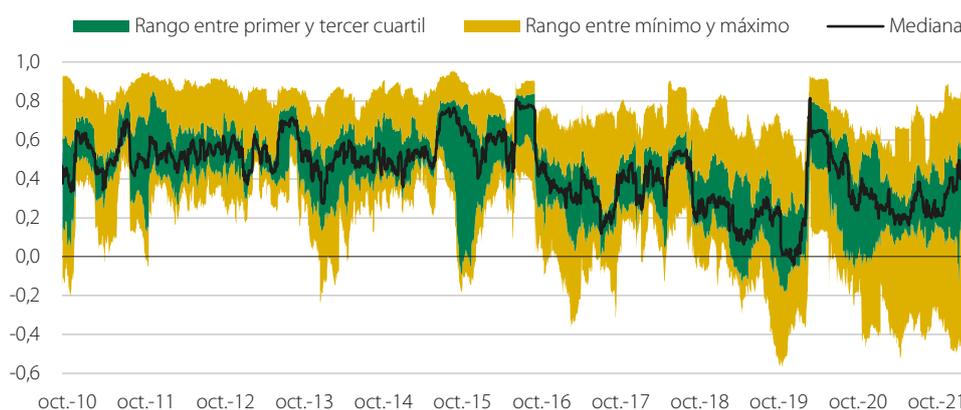
Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

1 Promedio mensual de datos diarios

El grado de correlación entre los precios de las diferentes clases de activos financieros continuó con la tendencia alcista observada en la segunda mitad de 2021. Este indicador alcanzó en febrero sus niveles más elevados desde finales del ejercicio 2020 (véase gráfico 13). Este incremento en el grado de correlación tiene su origen en la evolución similar de los precios de los activos de deuda y de crédito respecto al precio de las acciones, puesto que ambos corrigen sus valoraciones y caen conforme aumentan las expectativas de un incremento en los tipos de interés.

Indicador de correlación entre clases de activos^{1, 2}

GRÁFICO 13



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

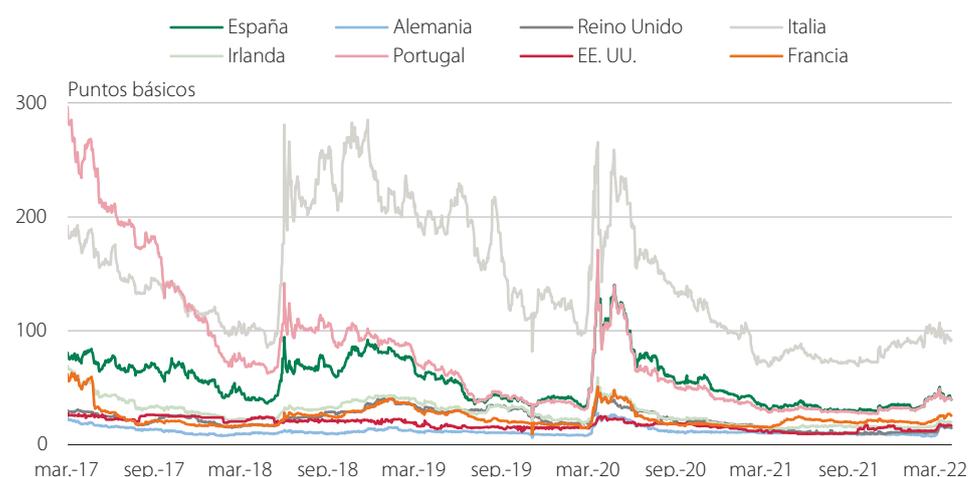
- 1 El indicador de correlación entre clases de activos recoge pares de correlaciones calculadas con datos diarios en ventanas de tres meses. Las clases de activos son: deuda soberana, renta fija privada de entidades financieras y no financieras, y valores del Ibex 35 de compañías financieras, de *utilities* y del resto de sectores.
- 2 A partir del 7 de junio de 2017, se excluye del cálculo de la rentabilidad de la clase de activos correspondientes a renta fija financiera el CDS de la deuda sénior a 5 años del Banco Popular.

Primas de riesgo

Las primas de riesgo de crédito soberano (evaluadas a través de los contratos CDS a 5 años) de las economías avanzadas se incrementaron ligeramente durante el primer trimestre de 2022. Esta tendencia deja atrás la senda bajista que se observó en 2021 tras los máximos registrados a consecuencia de la incertidumbre provocada por la crisis del COVID-19. Estos leves aumentos oscilaron entre 1 p.b. en Japón y 18 p.b. en Grecia. Las primas de riesgo más elevadas se observaron durante la primera semana de marzo, días después del comienzo de la guerra entre Rusia y Ucrania, y posteriormente disminuyeron. En la zona euro, si bien sería posible que la expectativa de aumento en los tipos de interés diera lugar a incrementos superiores en las primas de riesgo de las economías más endeudadas, esta circunstancia no se ha producido y los diferenciales se mantienen relativamente estables. En España el incremento de la prima de riesgo en el trimestre fue de 5 p.b. (hasta 40 p.b.) y en Francia y Alemania, de 6 p.b. (hasta 25 p.b. y 15 p.b., respectivamente). Por su parte, en EE. UU. y en el Reino Unido los repuntes hasta marzo de 2022 fueron ligeramente inferiores, de 3 p.b. y de 4 p.b. (hasta 17 p.b. y 15 p.b., respectivamente).

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

GRÁFICO 14



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 mostraron incrementos en todos los tramos de deuda y fueron algo más intensos que los observados para las primas de riesgo soberano. Estos aumentos fueron más significativos en la zona euro que en EE. UU. en los activos de peor calidad crediticia, mientras que sucedió lo contrario en la deuda AAA. En EE. UU., la prima de riesgo de la deuda *high yield* creció 46 p.b. en el primer trimestre del año (hasta 387 p.b.), al igual que la de la deuda BBB, que lo hizo 45 p.b. (hasta 162 p.b.) y la de la deuda AAA, que se incrementó 29 p.b. (hasta 65 p.b.). En la zona euro, el avance de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 64 p.b. en el segmento *high yield* (hasta 479 p.b.), de 47 p.b. en el BBB (hasta 164 p.b.) y más leve en el tramo AAA, de 12 p.b., hasta situarse en 54 p.b. a finales de marzo de 2022. Como se observa en el gráfico 15, y al igual que para las primas de riesgo de crédito soberano, el repunte más importante se

produjo durante las primeras semanas de marzo, probablemente influido por el comienzo de la guerra entre Ucrania y Rusia, y con posterioridad se observó una disminución. En el segmento *high yield* los niveles máximos de las primas de riesgo fueron de 566 p.b. en la zona euro y 436 p.b. en EE. UU., por debajo de los máximos registrados en la crisis del COVID-19.

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

GRÁFICO 15



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

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

En España, la prima de riesgo soberano, medida como el diferencial con el rendimiento de la deuda soberana alemana, cerró el trimestre en 89 p.b., aunque a lo largo del mismo llegó a superar los 100 p.b., su nivel más elevado desde el primer semestre de 2020. Este indicador, calculado como la diferencia entre el rendimiento de la deuda soberana española y alemana a 10 años, finalizó el trimestre por encima del valor de principios de año (77 p.b.). En otros países de la zona euro se observaron aumentos similares en las primas de riesgo (de entre 8 y 15 p.b. en la mayoría de los casos). La evolución de la prima de riesgo, que está condicionada a corto plazo por el apoyo del BCE a través de sus compras de deuda soberana, se verá afectada por el grado de reducción del tamaño de estas compras, el progreso de la situación económica y la evolución de las finanzas públicas, que ya cuentan con un elevado endeudamiento.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia.

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

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía también presentaron alzas, aunque la intensidad de estas fue mayor en el caso de las compañías no financieras respecto a los bancos. Si bien ambos tipos de sociedades acusan el descenso de las compras de deuda por parte del BCE, el efecto de la finalización del programa PEPP es más significativo en la deuda corporativa que en la deuda bancaria³². Asimismo, aunque ambos sectores están afectados por las perspectivas de ralentización del crecimiento económico, las entidades financieras siguen beneficiándose del mantenimiento de una financiación en condiciones ventajosas y del previsible impacto positivo del alza de los tipos de interés en sus márgenes, circunstancia que, en el caso de las empresas no financieras, supone un incremento de sus gastos financieros. Como recoge el gráfico 18, el promedio de las primas de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de marzo en 80 p.b., 16 p.b. más que a principios de año, y el de las entidades no financieras se situaba en 72 p.b., 19 p.b. más.

Emisiones

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales durante el primer trimestre del año (datos semestralizados) disminuyeron un 20,8 % en términos interanuales y se situaron en 6,7 billones de dólares³³. Esta caída se debió principalmente a la disminución de las emisiones del sector no financiero y del sector público, ambas cercanas al 25 %. Por regiones, se observaron descensos en las principales economías, siendo el más destacable el de EE. UU. (26,7 %, hasta 3,2 billones de dólares), seguido del de Europa (17,3 %, hasta 1,4 billones de dólares) y el de Japón (13,2 %, hasta 723.000 millones de dólares).

32 El programa de compras PEPP acumulaba a finales de marzo deuda corporativa y pagarés por importe de 40.313 y 5.862 millones de euros, respectivamente, frente a 6.067 millones de euros de *covered bonds* (cédulas hipotecarias) emitidos por entidades financieras.

33 La disminución de las emisiones netas de deuda a largo plazo fue más intensa (del 56,6 %, hasta 1,4 billones de dólares) y se debió tanto a la caída en las emisiones brutas como al ligero aumento de los vencimientos en su conjunto.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales. Los datos del primer semestre de 2022 son hasta el 31 de marzo, pero se muestran en su equivalencia semestral con fines comparativos.

Las emisiones brutas de deuda soberana retrocedieron en su conjunto un 24,5 % con respecto al primer semestre de 2021, hasta 4,1 billones de dólares. Esta disminución está relacionada con las menores necesidades de financiación de las Administraciones públicas en 2021 respecto a 2020, ejercicio en que la pandemia dio lugar a un aumento sustancial del gasto. Se observaron caídas en todas las regiones, las más intensas en Europa y en EE. UU., donde disminuyen un 30,7 % y un 27,5 %, hasta 647.000 millones de dólares y 2,2 billones de dólares, respectivamente. En Japón los descensos fueron más leves, del 9,5 %, hasta 616.000 millones de dólares.

Las emisiones brutas de deuda efectuadas por los sectores privados también disminuyeron con respecto al primer semestre de 2021, especialmente en el sector no financiero. Su caída fue del 26 %, hasta 983.000 millones de dólares, destacando sobre todo la reducción de las emisiones a largo plazo de este sector en Japón (41,8 %, hasta 54.000 millones de dólares). En EE. UU. y en Europa también se registraron retrocesos con respecto al mismo periodo de 2021, aunque menos intensos (del 34,3 %, hasta 275.000 millones de dólares y del 25,1 %, hasta 461.000 millones, respectivamente). Según se ha mencionado, las emisiones brutas en el ámbito financiero también experimentaron una caída, si bien esta fue más leve (del 4,4 %, hasta 1,6 billones de dólares) y con disparidad entre regiones. Mientras que en EE. UU. y

en Japón se observaron disminuciones del 24,4 % y del 10,8 %, hasta 528.000 y 53.000 millones de dólares, respectivamente, en Europa se registró un aumento de las emisiones brutas del sector financiero de un 8,5 %, hasta 508.000 millones de dólares (47,1 % en términos netos).

En relación con las emisiones de renta fija efectuadas por emisores españoles, el importe registrado de estas emisiones en la CNMV se situó en 42.858 millones de euros en el primer trimestre de 2022, un 81 % más que hace 1 año. Por el contrario, las emisiones realizadas en el exterior en los 2 primeros meses de este ejercicio alcanzaron 13.231 millones de euros, menos de la mitad que las registradas en el mismo periodo de 2021.

Se produjo un crecimiento significativo de las emisiones de cédulas hipotecarias y territoriales y de las titulaciones. Las emisiones de estos activos mostraron los mayores aumentos tanto en términos absolutos como relativos: su volumen emitido durante el primer trimestre multiplicó casi por cinco y tres, respectivamente, el de 2021. Asimismo, destacó el retroceso de las emisiones de bonos y obligaciones debido al descenso del importe emitido por la SAREB³⁴, que registró 2 emisiones por un importe agregado de 4.235 millones de euros frente a 9.470 millones en 2021. En el caso de las cédulas hipotecarias, se aprecia una intensificación de la actividad emisora observada durante 2021, mientras que el importante crecimiento de las emisiones de titulización podría estar asociado a su uso como colateral para obtener financiación en las próximas subastas de liquidez del BCE. Aunque la evidencia se corresponde solo con un trimestre de información y es prematuro aventurar una conclusión fuerte, parece que las medidas derivadas de la Ley 5/2021, que exime a los emisores de la obligación de elaboración de folleto para las emisiones de pagarés con un vencimiento inferior a los 365 días, y otras adoptadas por la CNMV para simplificar y agilizar los procesos de emisión están teniendo un impacto positivo.

Las emisiones efectuadas en el MARF alcanzaron 3.107 millones de euros en el primer trimestre, un 22,5 % más que en el mismo trimestre de 2021. La mayor parte de esta cifra correspondió a pagarés (97 %). El número de emisores se situó en 70, 17 más que en el ejercicio anterior, entre los que se encuentran sociedades como El Corte Inglés, MásMóvil o Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante los 2 primeros meses del año disminuyeron hasta 13.231 millones de euros. A falta de un mes de datos, este importe se sitúa por debajo del observado en el primer trimestre de 2021, originándose este descenso tanto por la deuda a corto plazo como por la deuda a largo plazo. De consolidarse esta tendencia, se podría deducir que los grandes emisores, especialmente las sociedades no financieras, cubrieron en 2021 gran parte de sus necesidades de financiación y que, en el actual contexto de subidas de tipos, menores compras de deuda del BCE y volatilidad en los mercados, han optado por reducir sus emisiones. Por otro lado, las emisiones de deuda de las filiales de las empresas españolas en el exterior se situaron en 13.610 millones de euros (datos hasta febrero), un 9 % menos que en 2021. De este importe, casi el 60 % correspondió a entidades financieras y el resto, a empresas no financieras.

34 Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria.

Emisiones brutas de renta fija registradas en la CNMV

CUADRO 11

	2018	2019	2020	2021	2021		2022
					III	IV	I ¹
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	101.296	90.161	132.111	101.171	25.485	27.320	42.858
Cédulas hipotecarias	26.575	22.933	22.960	28.700	9.450	6.750	14.300
Cédulas territoriales	2.800	1.300	9.150	5.500	0	2.000	3.040
Bonos y obligaciones no convertibles	35.836	29.602	33.412	25.257	807	13.274	4.372
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	300
Bonos de titulización	18.145	18.741	36.281	18.376	7.184	488	14.022
Pagarés de empresa ²	15.089	15.085	22.292	20.180	7.293	3.597	6.824
De titulización	240	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	14.849	15.085	22.292	20.180	7.293	3.597	6.824
Otras emisiones de renta fija	0	1.500	6.266	623	0	0	0
Participaciones preferentes	2.850	1.000	1.750	2.335	750	1.210	0
Pro memoria:							
Emisiones subordinadas	4.923	3.214	14.312	4.600	1.806	563	951
Emisiones aseguradas	0	0	0	0	0	0	0
						2020	2021
En el exterior por emisores españoles	2018	2019	2020	2021	III	IV	I³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	87.846	100.321	90.201	123.250	26.726	34.063	13.231
A largo plazo	36.913	53.234	46.122	60.644	11.001	16.535	6.968
Participaciones preferentes	2.000	3.070	1.850	3.820	1.000	750	0
Obligaciones subordinadas	2.250	1.755	0	1.350	0	750	0
Bonos y obligaciones	32.663	48.409	44.272	55.474	10.001	15.035	6.968
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	50.933	47.087	44.078	62.606	14.657	17.520	6.264
Pagarés de empresa	50.933	47.087	44.078	62.606	14.657	17.520	6.264
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							
	2018	2019	2020	2021	2021		2022
					III	IV	I³
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)	92.600	92.342	71.048	69.190	14.216	17.735	13.610
Instituciones financieras	43.549	57.449	42.120	40.204	8.922	10.914	8.127
Sociedades no financieras	49.051	34.893	28.928	28.986	5.294	6.821	5.483

Fuente: CNMV y Banco de España.

1 Datos hasta el 31 de marzo.

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

3 Datos hasta el 28 de febrero.

El importe de las emisiones de deuda ASG de los emisores españoles se situó en 3.740 millones de euros en el primer trimestre (3.821 millones en el mismo periodo del año anterior). Cabe destacar que, si bien el importe emitido fue relativamente parecido en ambos ejercicios, el número de emisiones realizadas este año fue de 5 (4 verdes y 1 social), por debajo de las 18 registradas en 2021. Todas ellas excepto una se realizaron en el exterior.

En el ámbito de la actividad registrada en los centros de negociación españoles, destaca la fuerte caída de la contratación en el mercado SEND y el avance en los sistemas organizados de contratación (SOC). La negociación en el SEND se situó en 5.178 millones de euros en el primer trimestre del año, cerca de la cuarta parte que en el mismo periodo de 2021. De este importe, casi el 60 % correspondió a

deuda pública extranjera y el resto, casi en su totalidad, a deuda pública española. Por el contrario, la negociación en los 3 SOC autorizados por la CNMV alcanzó 397.053 millones de euros en el primer trimestre, 2,5 veces más que en el mismo periodo del ejercicio anterior, de los que casi 132.000 millones de euros correspondieron a deuda pública española. Asimismo, cabe destacar que casi el 63 % del total negociado tuvo lugar en el SOC Tradition Financial Services España, que fue autorizado por la CNMV en julio de 2021.

4 Los agentes de los mercados

4.1 Vehículos de inversión

IIC de carácter financiero

Fondos de inversión (FI)

El patrimonio de los fondos de inversión registrados en España, que interrumpió su crecimiento en 2020 como consecuencia de la pandemia, volvió a aumentar con fuerza en 2021, situándose en 324.701 millones de euros a finales de año, un 16,1 % más que al cierre del ejercicio anterior. Este avance patrimonial se explica en más de un 60 % por las nuevas entradas de recursos, a lo que se sumó un rendimiento elevado de los activos en sus carteras gracias, fundamentalmente, al buen comportamiento de los mercados de renta variable a nivel mundial. Así, en el conjunto del ejercicio la rentabilidad media ponderada de los fondos se situó en el 6,3 % (1,8 % en el cuarto trimestre). Por lo que se refiere a las suscripciones netas, que también fueron positivas en todos los trimestres, las entradas de recursos acumuladas durante los 12 meses fueron de 27.620 millones de euros, una cifra que no se alcanzaba desde 2003. Cabe mencionar, no obstante, que después del segundo trimestre, aunque continuaron siendo cuantiosas, las suscripciones netas fueron descendiendo hasta los 3.640 millones de los últimos 3 meses del año³⁵.

Como en los dos años anteriores, las inversiones más cuantiosas se decantaron por los fondos considerados más arriesgados en búsqueda de rentabilidad (35 % en fondos de renta variable y globales) y por las fórmulas más seguras, en principio, como la renta fija (38 %³⁶). Así, en el conjunto del ejercicio la categoría que atrajo un volumen mayor de suscripciones netas fue la de los fondos globales, con un total de 22.755 millones de euros, de los que más de 18.000 millones se concentraron en el segundo trimestre³⁷, seguida por la categoría de renta fija, con una cifra de 7.674 millones. También experimentaron suscripciones netas elevadas los fondos de renta fija mixta y renta variable internacional, con 6.575 y 5.261 millones de

35 De hecho, los datos provisionales correspondientes al mes de enero parecen indicar que las suscripciones netas podrían haber entrado en terreno negativo.

36 Estos porcentajes se han calculado en términos brutos y no se incluyen las suscripciones procedentes de un cambio de vocación.

37 De esta cifra, cabe mencionar que algo más de 5.600 millones de euros correspondían a fondos de inversión ya existentes que pertenecían, previamente, a otras vocaciones.

euros, respectivamente. En el lado opuesto, los mayores reembolsos (en términos netos) correspondieron a los fondos garantizados de renta variable, con una salida de recursos de 2.949 millones de euros³⁸, y a los fondos de retorno absoluto, con 3.042 millones (véase cuadro 12).

El rendimiento de la cartera de los fondos en 2021, como se ha mencionado, fue del 6,3 %, con rentabilidades positivas en los 4 trimestres del año. Estas oscilaron entre el 0,1 % del tercer trimestre y el 2,34 % del primero. Como se puede observar en el cuadro 13, casi todas las categorías obtuvieron un rendimiento positivo en el global del año, a excepción de los fondos de renta fija (-0,3 %) y los garantizados de renta fija (-1,3 %). Por el contrario, los fondos con mayores porcentajes de renta variable en sus carteras experimentaron las mayores revalorizaciones gracias al buen comportamiento de estos mercados a nivel global durante 2021. Así, los fondos de renta variable euro e internacional registraron un rendimiento del 16,7 % y el 21,1 %, respectivamente.

Suscripciones netas de los FI

CUADRO 12

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	2.467,5	660,3	27.620,3	7.009,8	10.633,7	6.337,3	3.639,6
Rta. fija ¹	10.732,6	2.062,6	7.674,2	1.324,9	1.237,0	2.632,1	2.480,2
Rta. fija mixta ²	-1.506,1	2.619,5	6.574,7	4.789,7	-705,8	761,9	1.728,9
Rta. vble. mixta ³	3.288,8	1.601,4	-4.179,3	1.375,3	-8.279,2	1.091,9	1.632,7
Rta. vble. euro ⁴	-3.588,2	-2.007,7	13,8	82,3	135,8	-88,8	-115,3
Rta. vble. internacional ⁵	4.113,8	2.633,1	5.260,9	2.082,0	1.257,6	600,9	1.320,5
Gar. rta. fija	-282,6	-707,4	-1.787,1	-226,2	-335,5	-228,7	-996,8
Gar. rta. vble. ⁶	-1.857,0	-2.254,2	-2.949,3	-299,6	-1.406,6	-943,3	-299,9
Fondos globales	-2.553,9	-1.501,2	22.755,0	1.075,3	18.527,0	4.878,0	-1.725,3
De gestión pasiva ⁷	-3.026,8	-23,8	-2.700,6	-862,2	-294,8	-500,6	-1.043,0
Retorno absoluto	-2.852,9	-1.761,9	-3.041,9	-2.331,7	498,4	-1.866,2	657,6

Fuente: CNMV.

- 1 Hasta I-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 3/2011 de la CNMV): renta fija euro, renta fija internacional, monetario y monetario a corto plazo. Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019 de la CNMV): 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 corto plazo.
- 2 Incluye: renta fija mixta euro y renta fija mixta internacional.
- 3 Incluye: renta variable mixta euro y renta variable mixta internacional.
- 4 Incluye: renta variable euro.
- 5 Incluye: renta variable internacional.
- 6 Incluye: GRV y garantía parcial.
- 7 Hasta I-2019 incluye IIC de gestión pasiva (Circular 3/2011 de la CNMV). Desde II-2019 incluye las siguientes vocaciones (Circular 1/2019): IIC de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

38 Esta categoría lleva 12 años experimentando continuas salidas de recursos, lo que ha hecho que en este periodo haya perdido más del 70 % del patrimonio que gestionaba, hasta situarse ligeramente por encima de los 8.000 millones de euros.

La oferta de fondos por parte de las sociedades gestoras continuó reduciéndose en 2021, con un descenso en el número de vehículos de 63, hasta situarse en 1.452³⁹. Se produjeron 76 altas y 139 bajas. Los mayores retrocesos, de forma similar a 2020, se produjeron en los fondos de gestión pasiva, con 30 fondos menos, y en los garantizados de renta variable, con una reducción de 19. En cambio, los fondos de renta variable internacional, cuyo número ya había aumentado los 2 años anteriores (40 fondos más en total), mostraron un nuevo crecimiento en 2021 con 30 instituciones. También se incrementó de manera notable la oferta de fondos globales, con 15 más que en 2020.

El número de IIC que a finales de año se habían acogido a los artículos 8 y 9 del Reglamento europeo sobre divulgación era de 183⁴⁰. Estos artículos 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). De ellas, 176 (170 fondos de inversión, 2 fondos de inversión libre y 4 SICAV) se habían acogido al artículo 8 y 7 (6 fondos de inversión y 1 fondo de inversión libre) al artículo 9. El número de partícipes de estas instituciones era de 5.057.460 y su patrimonio de 68.400 millones de euros.

El número de partícipes, por su parte, experimentó un incremento del 24,9 % a lo largo de 2021, con un aumento de más de 1 millón de inversores tan solo en el último trimestre, hasta cerrar el año con un total de 15,8 millones⁴¹. En línea con los datos de suscripciones netas, las categorías de fondos de renta fija y fondos globales fueron las que experimentaron los mayores avances a lo largo de 2021, con 1,3 millones más de partícipes los primeros y algo menos de 600.000 los segundos. Por el contrario, en los fondos garantizados de renta variable se produjo el mayor retroceso en el número de partícipes, con un descenso de más de 90.000 (-25,6 %).

Las condiciones de liquidez de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión continuaron siendo satisfactorias en 2021, con un ligero descenso del peso de los activos con liquidez reducida hasta el 3,8 % (4,2 % en 2020). Es importante destacar que este porcentaje ha ido disminuyendo paulatinamente, con algunos altibajos, desde los máximos alcanzados en 2010, cuando llegaron a representar más del 30 % de la cartera de renta fija privada. Así, a 31 de diciembre de 2021 el volumen total de activos considerados de liquidez reducida ascendía a 2.471 millones de euros, lo que suponía el 0,76 % del patrimonio total de los fondos. Como se observa en el cuadro 14, durante el año se produjo un aumento, en términos absolutos, de los activos menos líquidos en la cartera de renta fija no financiera, que se situaron en 1.294 millones de euros, 216 millones más que en 2020. En cambio, el peso de los activos menos líquidos en la cartera de titulizaciones se redujo en más de 7 p.p. durante 2021, hasta alcanzar el 49,7 % del total (353 millones de euros), tras haber llegado a representar más del 90 % en 2018. En términos generales, la mejora de la liquidez se produjo como consecuencia del elevado número de activos que pasaron a tener una vida residual inferior a 1 año.

39 Entre enero y febrero de este año, el número de fondos de inversión se ha mantenido constante.

40 Correspondientes a un total de 188 compartimentos.

41 Hay que tener en cuenta que un mismo partícipe se computa tantas veces como números de 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*

CUADRO 13

Número	2019	2020	2021	2021			
				I	II	III	IV
Total fondos de inversión	1.710	1.644	1.611	1.642	1.629	1.604	1.611
Rta. fija ¹	281	276	266	279	272	265	266
Rta. fija mixta ²	173	174	181	181	182	183	181
Rta. vble. mixta ³	185	186	192	188	186	187	192
Rta. vble. euro ⁴	113	104	94	100	98	96	94
Rta. vble. internacional ⁵	263	276	307	278	285	295	307
Gar. rta. fija	66	55	43	53	51	50	43
Gar. rta. vble. ⁶	155	133	114	130	125	117	114
Fondos globales	255	248	263	252	253	252	263
De gestión pasiva ⁷	133	118	88	114	110	93	88
Retorno absoluto	84	72	61	65	65	64	61
Patrimonio (millones de euros)							
Total fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0
Rta. fija ¹	78.583,2	81.015,9	88.422,8	82.209,7	83.503,3	86.173,0	88.422,8
Rta. fija mixta ²	40.819,9	43.200,4	50.869,7	48.373,9	48.143,1	48.904,9	50.869,7
Rta. vble. mixta ³	28.775,8	30.432,7	28.141,1	32.601,3	24.893,5	25.970,6	28.141,1
Rta. vble. euro ⁴	10.145,1	7.091,1	8.279,6	7.771,9	8.232,2	8.180,2	8.279,6
Rta. vble. internacional ⁵	34.078,9	37.722,5	51.222,2	42.746,1	46.464,6	47.217,0	51.222,2
Gar. rta. fija	4.809,3	4.177,0	2.346,7	3.929,5	3.585,6	3.356,7	2.346,7
Gar. rta. vble. ⁶	13.229,1	11.037,1	8.094,9	10.745,2	9.339,3	8.394,1	8.094,9
Fondos globales	43.041,9	40.944,5	67.591,0	43.120,7	62.913,0	67.783,8	67.591,0
De gestión pasiva ⁷	14.073,8	14.014,3	12.500,4	13.571,5	13.587,1	13.137,3	12.500,4
Retorno absoluto	11.818,3	10.057,4	7.231,2	7.793,7	8.383,9	6.513,4	7.231,2
Participes							
Total fondos de inversión	11.739.183	12.660.100	15.816.557	13.586.390	14.325.481	14.783.710	15.816.557
Rta. fija ¹	3.668.324	4.135.294	5.476.096	4.435.899	4.621.057	4.766.153	5.476.096
Rta. fija mixta ²	1.087.881	1.203.280	1.459.004	1.364.227	1.406.147	1.411.225	1.459.004
Rta. vble. mixta ³	707.159	745.112	721.346	806.042	648.612	681.278	721.346
Rta. vble. euro ⁴	598.901	530.107	778.138	705.654	737.047	774.026	778.138
Rta. vble. internacional ⁵	2.655.123	3.043.542	3.882.184	3.298.703	3.545.847	3.671.230	3.882.184
Gar. rta. fija	154.980	135.320	77.430	127.437	115.807	109.449	77.430
Gar. rta. vble. ⁶	428.470	356.439	265.043	348.061	308.880	273.878	265.043
Fondos globales	1.359.915	1.409.759	1.989.428	1.506.594	1.920.588	2.046.838	1.989.428
De gestión pasiva ⁷	429.428	511.251	505.514	513.333	530.215	522.529	505.514
Retorno absoluto	646.042	587.040	659.411	477.482	488.319	524.138	659.411
Rentabilidad⁸ (%)							
Total fondos inversión	7,12	0,78	6,31	2,34	1,93	0,10	1,81
Rta. fija ¹	1,38	0,62	-0,31	-0,16	0,07	0,05	-0,28
Rta. fija mixta ²	4,75	-0,03	2,49	0,85	1,04	0,02	0,56
Rta. vble. mixta ³	9,25	0,59	7,18	2,56	2,42	-0,03	2,05
Rta. vble. euro ⁴	14,27	-8,75	16,72	8,58	4,28	0,42	2,66
Rta. vble. internacional ⁵	22,18	2,83	21,14	7,87	5,74	0,42	5,77
Gar. rta. fija	3,98	1,68	-1,29	-0,52	-0,22	-0,02	-0,54
Gar. rta. vble. ⁶	3,62	0,70	0,06	0,08	0,00	-0,03	0,01
Fondos globales	8,45	-0,31	7,90	3,10	2,28	0,01	2,32
De gestión pasiva ⁷	7,45	0,44	9,82	3,28	2,36	0,40	3,48
Retorno absoluto	3,94	0,94	3,02	0,97	1,15	-0,07	0,95

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

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

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

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

4 Incluye: renta variable euro.

5 Incluye: renta variable internacional.

6 Incluye: GRV y garantía parcial.

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

8 Rentabilidad anual para 2019, 2020 y 2021. Rentabilidad trimestral no anualizada para los datos trimestrales.

Tipo de activo	Inversiones de liquidez reducida ¹					
	Millones de euros			% s/ volumen total del tipo de activo		
	dic.-20	jun.-21	dic.-21	dic.-20	jun.-21	dic.-21
Renta fija financiera de <i>rating</i> AAA/AA	8	5	6	1,0	0,7	0,8
Renta fija financiera de <i>rating</i> inferior a AA	986	852	817	3,3	2,8	2,7
Renta fija no financiera	1.078	1.204	1.294	3,9	3,9	4,0
Titulizaciones	398	365	353	56,8	50,8	49,7
Titulización AAA	128	107	91	86,3	92,0	91,5
Resto de titulizaciones	270	258	262	49,0	42,8	42,9
Total	2.470	2.426	2.471	4,2	3,8	3,8
% sobre patrimonio FI	0,88	0,79	0,76			

Fuente: CNMV.

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

Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

En línea con la tendencia de los últimos 6 años, el número de SICAV registradas en la CNMV se redujo de forma notable en 2021, ya que se produjeron 153 bajas y tan solo 6 altas, por lo que a finales del ejercicio había 2.280 vehículos registrados. Esta contracción tuvo su reflejo en el número de accionistas, que retrocedió un 2,9 %, hasta alcanzar los 351.617. En cambio, el patrimonio de estos vehículos se incrementó un 5,8 %, hasta los 28.502 millones de euros, como consecuencia únicamente de la revalorización de los activos de la cartera de estos vehículos, sobre todo de la de renta variable. Estas variaciones hicieron que el patrimonio medio por SICAV aumentara de forma sustancial, de 11,1 millones de euros a finales de 2020 a 12,5 millones 1 año después. Prácticamente todas las SICAV cotizaban en el BME MTF Equity (antiguo MAB).

Entre los meses de enero y febrero de este año, después del cambio legislativo que se ha producido para estas entidades, alrededor del 77 % de las que estaban operativas ha informado de su baja como SICAV. Este cambio normativo, articulado a través de 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, conjuntamente con el requisito ya existente de un mínimo de 100 partícipes, para que los accionistas puedan continuar acogidos al régimen impositivo previo, según el cual tributaban un 1 % en el Impuesto de Sociedades, de la misma forma que los fondos de inversión.

IIC de inversión libre

El patrimonio total de las IIC de inversión libre⁴² ha experimentado un avance significativo en los últimos años, que fue del 22,7 % en 2021, hasta alcanzar

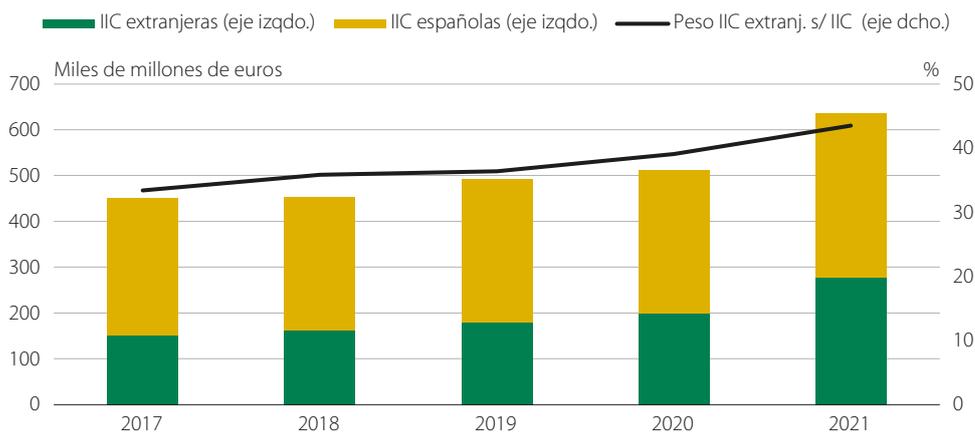
42 Las IIC de inversión libre están formadas por dos tipos de vehículos, según inviertan en activos de forma directa (IIC de inversión libre) o a través de otras IIC de inversión libre (IIC de IIC de inversión libre). Ambas figuras pueden constituirse en forma de fondos o sociedades.

4.374 millones de euros al cierre del ejercicio. Aun así, este segmento continúa teniendo un peso muy reducido dentro de la inversión colectiva en España, ya que representa menos del 1 % del patrimonio total. Del patrimonio conjunto de estas instituciones, un 81 % correspondía a IIC de inversión libre (81,7 % 1 año antes) y el 19 % restante a IIC de inversión libre. Por su parte, el número total de IIC de inversión libre registradas en la CNMV al cierre de 2021 ascendía a 83, 7 más que al final del año anterior. Como se puede observar en el cuadro 3.1 del anexo estadístico, el incremento se dio tanto en el segmento de las IIC de inversión libre, que cerró el ejercicio con 73 instituciones (10 altas y 6 bajas), como en el de IIC de inversión libre, cuyas 3 altas, después de 3 años sin movimientos, hicieron que hubiera 10 vehículos a finales de diciembre. En los dos primeros meses de este año no se han producido apenas movimientos, tan solo un alta y una baja en el registro de IIC de inversión libre.

La evolución de la rentabilidad de la cartera estuvo en línea con el comportamiento de los mercados, con un rendimiento positivo en todos los trimestres del año para ambos tipos de vehículos. Así, las IIC de inversión libre registraron una revalorización de su cartera de inversión del 5,9 % hasta diciembre, mientras que en las IIC de inversión libre esta fue del 9,3 %. Por su parte, el número total de partícipes y accionistas de estas instituciones mostró una tendencia similar a la experimentada por el patrimonio, con un avance del 31 %, por lo que a finales de diciembre había un total de 14.171. Este movimiento fue especialmente intenso en las IIC de inversión libre, ya que, gracias a las altas producidas durante el ejercicio, el número de partícipes aumentó un 88,4 %, hasta los 5.385. En el caso de las IIC de inversión libre el incremento fue del 10,4 %, hasta un total de 8.786 partícipes a final de año.

IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de las IIC extranjeras comercializadas en España ha aumentado de forma notable durante los últimos años, siendo especialmente intenso el avance del último, del 38,5 %. Así, al cierre de 2021, el patrimonio de estas entidades ascendía a 276.232 millones de euros. Como se puede observar en el gráfico 18, este ritmo de crecimiento ha hecho que el peso de las IIC extranjeras en el total de IIC comercializadas en España haya ido aumentando de forma significativa en los últimos años, hasta situarse en el 43,5 % en 2021. En línea con la evolución patrimonial, el número de IIC extranjeras registradas en la CNMV se incrementó en 2021 en 24 entidades (15 en 2020), por lo que a finales de diciembre había un total de 1.072 vehículos de este tipo (417 fondos y 655 sociedades). La mayoría de las altas correspondió, al igual que en ejercicios anteriores, a vehículos procedentes de Luxemburgo, con 25 más, hasta situarse en 497.



Fuente: CNMV.

Perspectivas

Las perspectivas respecto a la inversión colectiva son complejas como consecuencia de la incertidumbre por los acontecimientos de los últimos meses. Por una parte, la finalización de las restricciones relacionadas con la pandemia ha dado lugar a un incremento del consumo de los hogares, que ha ido en detrimento de su tasa de ahorro y, en consecuencia, de los recursos disponibles para invertir en activos financieros. Además, el fuerte aumento de la inflación también supone una reducción de la disponibilidad de recursos. Adicionalmente, cabe tener presente que un contexto de incertidumbre como el actual favorece retrasos en los procesos de toma de decisiones (tanto de consumo como de inversión) de los agentes. Por otra parte, el previsible aumento de los tipos de interés puede modificar la composición de la cartera de activos financieros de los hogares a medio plazo. Teniendo en cuenta todos estos factores, es previsible que la industria de la inversión colectiva continúe recibiendo flujos de inversión, pero de cuantía inferior a los de ejercicios anteriores, y que la comercialización de IIC extranjeras mantenga un papel preponderante.

4.2 Prestación de servicios de inversión

Las entidades de crédito son, con notable diferencia, 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 (más del 85 % del total). Las sociedades y agencias de valores, por otra parte, aún conservan un peso relativo de cierta importancia, sobre todo en las actividades de transmisión y ejecución de órdenes, aunque ofrecen también un amplio abanico de servicios (véase cuadro 15). Además de estas entidades, prestan servicios de inversión específicos las empresas de asesoramiento financiero (EAF) y las sociedades gestoras de cartera (SGC).

Importes en millones de euros

	Empresas de servicios de inversión ¹	Entidades de crédito (EE. CC. ²)	Total	% EE. CC./total
Total servicios de inversión	716	4.634	5.350	86,6
Colocación y aseguramiento de valores	89	426	516	82,7
Tramitación y ejecución de órdenes	271	650	921	70,5
Gestión de carteras	41	711	752	94,5
Asesoramiento en materia de inversión	90	848	938	90,4
Comercialización de IIC	223	2.000	2.223	89,9
Total servicios auxiliares	381	1.251	1.633	76,6
Administración y custodia	38	746	784	95,2
Otros servicios auxiliares	344	505	849	59,5

Fuente: CNMV y Banco de España.

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

2 Incluye bancos, cajas de ahorros, 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 ascendía a 108 a finales de 2021, 3 menos que en 2020⁴³. Respecto a estas bajas, cabe mencionar que dos de ellas fueron consecuencia de dos procesos de integración bancaria⁴⁴. En cuanto a las entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, su número total al cierre del ejercicio se situaba en 416, 69 menos que el año anterior. Este importante retroceso tuvo su origen en las bajas de entidades establecidas en el Reino Unido como consecuencia del *brexit*. Del total de entidades extranjeras, 361 entidades operaban en régimen de libre prestación de servicios y 55 a través de sucursales, procediendo casi la totalidad de otros Estados miembros de la Unión Europea (411 entidades).

El importe agregado de las comisiones percibidas por la prestación de servicios de valores y la comercialización de IIC aumentó un 22,6 % en 2021, hasta situarse en 5.886 millones de euros (véase cuadro 16). La prestación de servicios de inversión supuso para las entidades de crédito unas comisiones de 2.635 millones de euros, un 21,6 % más que en 2020, con un incremento sustancial en todas las partidas, a excepción de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, que se mantuvieron prácticamente constantes. En cuanto a las comisiones por servicios auxiliares relacionados con la prestación de servicios de inversión, estas entidades percibieron 1.251 millones de euros, un 18,6 % más que en 2020.

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

44 Estas entidades eran Bankia y Liberbank, que se integraron en Caixabank y Unicaja Banco, respectivamente.

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

CUADRO 16

Importes en millones de euros

	2018	2019	2020	2021	% s/ total comisiones EE. CC. ¹
Por servicios de inversión	1.735	1.847	2.166	2.635	16,2
Colocación y aseguramiento de valores	217	296	354	426	2,6
Tramitación y ejecución de órdenes	510	498	642	650	4,0
Gestión discrecional de carteras	414	479	527	711	4,4
Asesoramiento en materia de inversión	595	573	644	848	5,2
Por servicios auxiliares	965	923	1.055	1.251	7,7
Administración y custodia	667	650	651	746	4,6
Elaboración de informes y análisis financieros	184	148	234	280	1,7
Otros servicios auxiliares	115	125	169	225	1,4
Por comercialización de productos financieros no bancarios	4.222	4.084	4.010	4.865	29,9
Instituciones de inversión colectiva	1.688	1.597	1.581	2.000	12,3
Fondos de pensiones	892	927	972	1.152	7,1
Seguros	1.507	1.437	1.377	1.604	9,9
Otros	135	123	79	109	0,7
Total	6.922	6.854	7.231	8.751	53,8
Pro memoria:					
Por servicios de valores y comercialización de IIC	4.388	4.367	4.802	5.886	36,2
Ingresos totales por comisiones	14.928	15.176	15.193	16.927	100,0

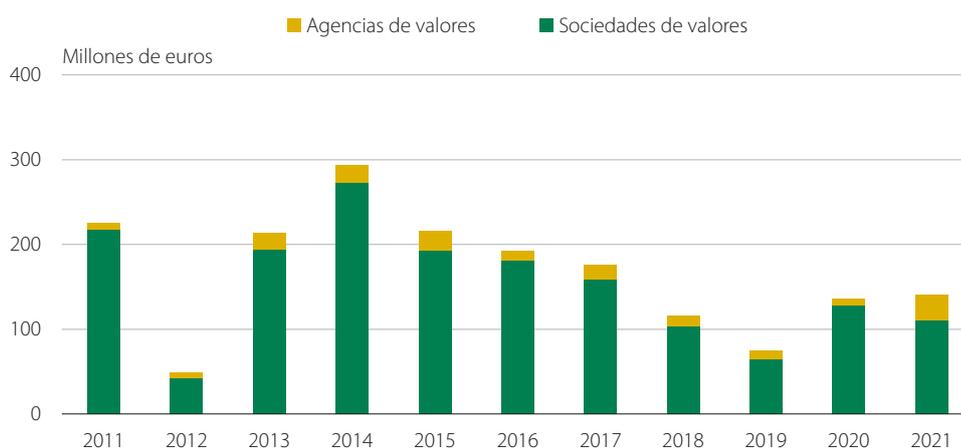
Fuente: CNMV y Banco de España.

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

Sociedades y agencias de valores

En 2021 la actividad de prestación de servicios de inversión de las sociedades y agencias de valores fue similar, en términos cuantitativos, a la de 2020. No obstante, parece confirmarse un proceso de cambio en el modelo de negocio de una parte sustancial de estas entidades. Así, su principal negocio tradicional, que era la intermediación en los mercados de valores, está perdiendo peso de forma progresiva como consecuencia, al menos parcial, del desplazamiento de parte de la negociación de las bolsas españolas hacia otras plataformas establecidas fuera del país. En cambio, están teniendo cada vez más relevancia las actividades de comercialización, gestión y asesoramiento a terceros.

Las sociedades y agencias de valores obtuvieron en 2021 un beneficio conjunto antes de impuestos de 140,7 millones de euros, un 3,1 % más que 1 año antes. Aunque en términos agregados no se produjeron grandes cambios, se observó una redistribución importante entre los dos tipos de entidades: mientras que en las agencias de valores se produjo un gran crecimiento de sus resultados (el beneficio se multiplicó por 4), las sociedades de valores experimentaron un retroceso del 14 % (véase gráfico 19).



Fuente: CNMV.

A finales de 2021, un total de 91 sociedades y agencias de valores estaban registradas en la CNMV, 4 entidades menos que a finales de 2020, con lo que se interrumpe la tendencia expansiva de los últimos años. Esta contracción, que fue el resultado de 7 altas y 11 bajas, tuvo su origen, al menos en parte, en procesos de integración llevados a cabo por grupos bancarios extranjeros de sus agencias y sociedades de valores. En el lado opuesto, muchas de las entidades que se dieron de alta estaban vinculadas a grupos financieros no bancarios, lo que unido al hecho anterior pone de manifiesto la transformación de este sector hacia una composición con una presencia creciente de entidades independientes y pertenecientes a grupos no bancarios. Por otra parte, la mayoría de las entidades que prestaban servicios en la Unión Europea lo hacían bajo la modalidad de libre prestación de servicios, concretamente 53 (2 menos que en 2020), y 8 entidades mantenían sucursales en otros países (4 más que 1 año antes).

El número de entidades extranjeras que prestan servicios de inversión en España se contrajo de forma ostensible en 2021 como consecuencia del *brexit*. A este respecto, es importante mencionar que las entidades del Reino Unido perdieron su pasaporte comunitario para operar en España el día 1 de enero de 2021, por lo que, a partir de esa fecha, en caso de seguir ejerciendo su actividad, deben registrarse como entidades extracomunitarias. De esta forma, el número de entidades extranjeras acogidas al régimen de libre prestación de servicios disminuyó a lo largo del año de 3.053 hasta 905, mientras que el de las que operaban mediante sucursal lo hizo de 66 a 41.

Las sociedades de valores experimentaron un descenso significativo de sus ingresos con respecto a 2020, causado tanto por la contracción del resultado de inversiones financieras (-66,3 %) como de las comisiones percibidas (-8,3 %). Dentro de estas últimas, se produjo un notable descenso de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, las más importantes para las sociedades de valores, del 35,4 % hasta situarse en 164,3 millones de euros⁴⁵. En cuanto al resto de comisiones, la

45 Esta reducción se explica, en su mayor parte, por el cese de actividad de la sociedad de valores que pertenecía a Credit Suisse —que se transformó en entidad de crédito—, cuya principal actividad era la tramitación y ejecución de órdenes.

mayoría de las partidas experimentó aumentos, entre los que destaca el de las pérdidas por colocación y aseguramiento de valores, que pasó de poco más de 5 millones de euros a 86,3 millones. También se incrementaron los ingresos por asesoramiento en materia de inversión (36,7 %), por comercialización de IIC (26,7 %) y por gestión de carteras (20,8 %). Los gastos de explotación, por su parte, descendieron un 30,1 %, en línea con la menor actividad del sector. No obstante, esta reducción y el notable aumento de «Otras» ganancias no lograron compensar la contracción de los ingresos, por lo que el resultado antes de impuestos acabó reduciéndose un 14 %, hasta un importe de 110,7 millones de euros.

Cuenta de pérdidas y ganancias agregada (dic.-21)

CUADRO 17

Importes en miles de euros

	Sociedades de valores			Agencias de valores		
	dic.-20	dic.-21	% var.	dic.-20	dic.-21	% var.
1. Margen de intereses	35.957	41.565	15,6	932	454	-51,3
2. Comisiones netas	310.868	265.790	-14,5	143.162	173.785	21,4
2.1. Comisiones percibidas	525.812	481.945	-8,3	165.094	202.333	22,6
2.1.1. Tramitación y ejecución de órdenes	254.307	164.293	-35,4	22.035	14.140	-35,8
2.1.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	5.279	86.324	1.535,2	2.157	1.481	-31,3
2.1.3. Depósito y anotación de valores	39.260	36.880	-6,1	754	425	-43,6
2.1.4. Gestión de carteras	13.128	15.860	20,8	14.554	22.874	57,2
2.1.5. Asesoramiento en materia de inversión	5.813	7.944	36,7	33.990	40.142	18,1
2.1.6. Búsqueda y colocación de paquetes	1.960	5.306	170,7	0	0	-
2.1.7. Operaciones de crédito al mercado	0	0	-	0	0	-
2.1.8. Comercialización de IIC	50.985	64.608	26,7	62.134	91.375	47,1
2.1.9. Otras	155.080	100.728	-35,0	29.469	31.896	8,2
2.2. Comisiones satisfechas	214.944	216.155	0,6	21.932	28.548	30,2
3. Resultado de inversiones financieras	97.113	32.733	-66,3	-5.562	666	-
4. Diferencias de cambio netas	-981	972	-	-596	213	-
5. Otros productos y cargas de explotación	92.259	34.398	-62,7	-372	-989	-165,9
MARGEN BRUTO	535.216	375.458	-29,8	137.564	174.129	26,6
6. Gastos de explotación	396.091	276.737	-30,1	132.069	145.812	10,4
7. Amortizaciones y otras dotaciones	14.665	9.599	-34,5	2.130	2.200	3,3
8. Pérdidas netas por deterioro de activos financieros	-533	156	-	26	-38	-
RESULTADO DE EXPLOTACIÓN	124.993	88.966	-28,8	3.339	26.155	683,3
9. Otras ganancias y pérdidas	3.736	21.754	482,3	4.417	3.846	-12,9
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	128.729	110.720	-14,0	7.756	30.001	286,8
10. Impuesto sobre beneficios	25.801	17.239	-33,2	4.920	7.199	46,3
RESULTADO DE ACTIVIDADES CONTINUADAS	102.928	93.481	-9,2	2.836	22.802	704,0
11. Resultado de actividades interrumpidas	0	-2.773	-	0	0	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	102.928	90.708	-11,9	2.836	22.802	704,0

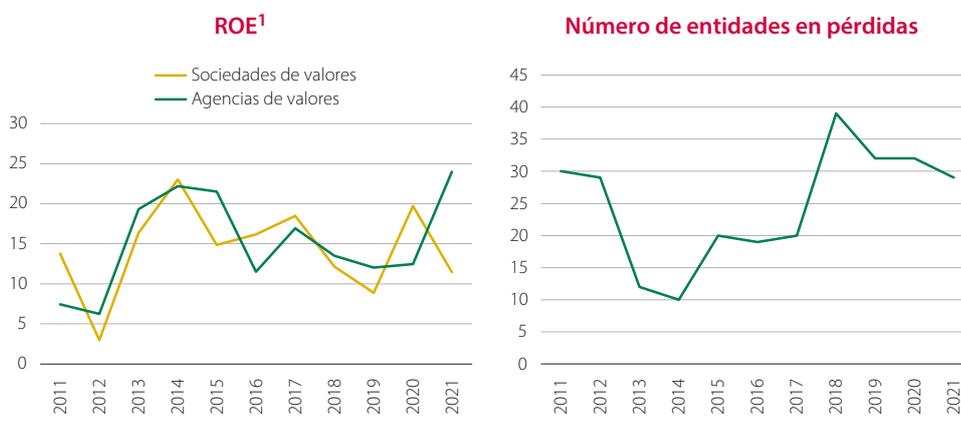
Fuente: CNMV.

En las agencias de valores el beneficio agregado antes de impuestos, como se ha mencionado, experimentó un aumento sustancial, al prácticamente cuadruplicarse y alcanzar 30 millones de euros en 2021. El avance de los resultados se debió al crecimiento de las comisiones percibidas (22,6 %), que superaron los 200 millones de euros. Del mismo modo que para las sociedades de valores, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de las agencias descendieron un 35,8 %, hasta poco más de 14 millones de euros. A pesar de ello, en este caso el resto de comisiones compensaron con creces esta contracción, destacando el aumento de las comisiones por comercialización de IIC: un 47,1 %, hasta superar 90 millones de euros. También crecieron las comisiones por asesoramiento en materia de inversión (18,1 %) y las derivadas de la gestión de carteras (57,2 %). Este aumento de los ingresos provocó que los gastos de explotación también crecieran, en concreto un 10,4 %, aunque esto no evitó la mencionada mejora de los resultados.

La rentabilidad antes de impuestos sobre fondos propios (ROE) del sector experimentó un descenso notable durante el ejercicio, al pasar del 18,7 % al 13,7 % (en 2020 se había doblado). En línea con la evolución de los beneficios, el comportamiento fue dispar entre las dos tipologías de entidades: mientras que en las sociedades de valores se produjo un descenso del ROE del 19,7 % en 2020 al 11,5 % en 2021, en las agencias de valores esta ratio mostró un aumento del 12,5 % al 24 % (véase el panel izquierdo del gráfico 20). Por otra parte, el número de entidades en pérdidas se redujo en 3 hasta situarse en 29: 13 sociedades de valores (1 más que en 2020) y 16 agencias de valores (4 menos que en 2020), con un importe total de pérdidas que descendió desde 27,7 millones de euros en 2020 hasta 25,2 millones en 2021.

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

GRÁFICO 20



Fuente: CNMV.

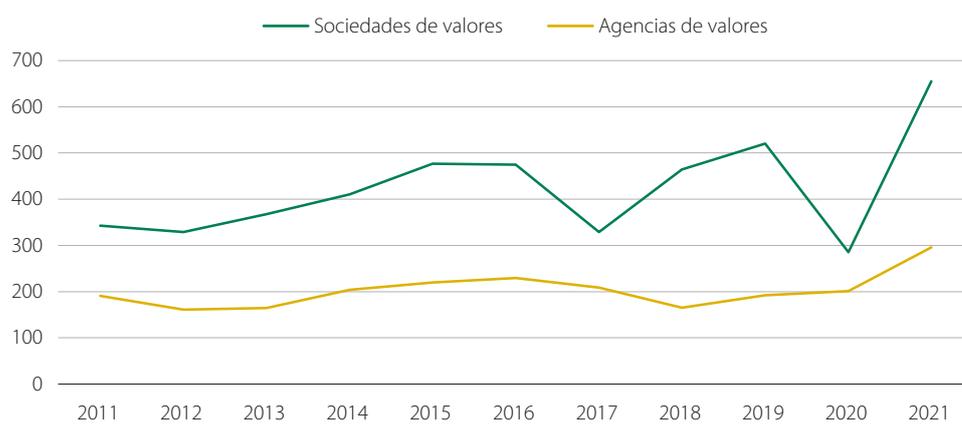
1 ROE calculado con resultados antes de impuestos.

El sector en su conjunto continuó exhibiendo unos niveles de solvencia relativamente elevados (aunque con importes absolutos reducidos) durante 2021: a finales de año el margen de recursos propios era 5,4 veces superior al volumen de recursos exigibles. Esta cifra fue considerablemente mayor que la que se había observado en 2020 (2,8 veces) a causa, principalmente, de dos factores. Por un lado, se produjo la baja de una entidad de gran tamaño, la sociedad de valores de Credit Suisse, cuyo nivel de solvencia era menor que la media del sector. Por otro lado, la entrada en vigor del

Reglamento (UE) 2019/2033⁴⁶ ha tenido como consecuencia una menor exigencia de recursos propios a la mayoría de las sociedades. 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 torno a 6,5, para las segundas fue de 2,9 (véase gráfico 21). Por otra parte, 4 agencias cerraron el ejercicio con déficit de recursos propios (ninguna sociedad).

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

GRÁFICO 21



Fuente: CNMV.

Empresas de asesoramiento financiero

Al cierre de 2021 había registradas en la CNMV 140 EAF, cifra que permanece constante desde 2019. El patrimonio total asesorado por estas entidades, en cambio, se incrementó el año pasado un 10,6 %, hasta los 19.264 millones de euros. A pesar de este avance, cabe recordar que entre 2018 y 2020 la cifra se redujo prácticamente a la mitad, lo que podría deberse a la mayor competencia proveniente de las entidades de crédito en el servicio de asesoramiento en materia de inversión, una tendencia que podría haber llegado ya a un punto de cierta estabilidad. Como se observa en el cuadro 18, el aumento del patrimonio asesorado se produjo únicamente en el ámbito de los clientes minoristas, con un incremento del 29,5 %, hasta situarse en 8.858,8 millones de euros. Esta tendencia, que se observa desde hace algunos años, parece indicar que el modelo de negocio de las EAF está basculando hacia uno con mayor protagonismo del segmento minorista.

El beneficio conjunto de este tipo de entidades, por su parte, aumentó de forma notable, al pasar de 4,8 millones de euros en 2020 a 7,5 millones en 2021. Este avance se debió al incremento de los ingresos por las comisiones percibidas de los clientes y, en menor medida, de los ingresos por retrocesiones y demás comisiones que provienen de otras entidades. Concretamente, las comisiones cobradas directamente a los clientes pasaron de 37,4 millones de euros en 2020 a 44,7 millones en 2021.

46 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 por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010, (UE) n.º 575/2013, (UE) n.º 600/2014 y (UE) n.º 806/2014.

Miles de euros

	2019	2020	2021	% var. 21/20
NÚMERO DE ENTIDADES	140	140	140	0,0
PATRIMONIO ASESORADO¹	21.627.677	17.423.050	19.263.515	10,6
Clientes minoristas	8.313.608	6.907.284	8.858.793	28,3
Clientes profesionales y otros	13.314.069	10.515.766	10.404.722	-1,1
NÚMERO DE CLIENTES¹	6.437	7.264	9.317	28,3
Clientes minoristas	6.005	6.867	8.890	29,5
Clientes profesionales	414	384	427	11,2
Otros	18	13	-	-
INGRESOS POR COMISIONES	56.963	45.782	56.190	22,7
Comisiones percibidas	56.029	45.153	55.657	23,3
De clientes	46.112	37.363	44.723	19,7
De otras entidades	9.917	7.790	10.934	40,4
Otros ingresos	934	629	532	-15,4
PATRIMONIO NETO	32.089	30.177	34.140	13,1
Capital social	5.770	5.454	6.125	12,3
Reservas y remanentes	17.260	18.979	21.245	11,9
Resultado del ejercicio	8.172	4.837	7.456	54,1
Resto de fondos propios	888	907	-686	-175,6

1 Datos al final del periodo a valor de mercado.

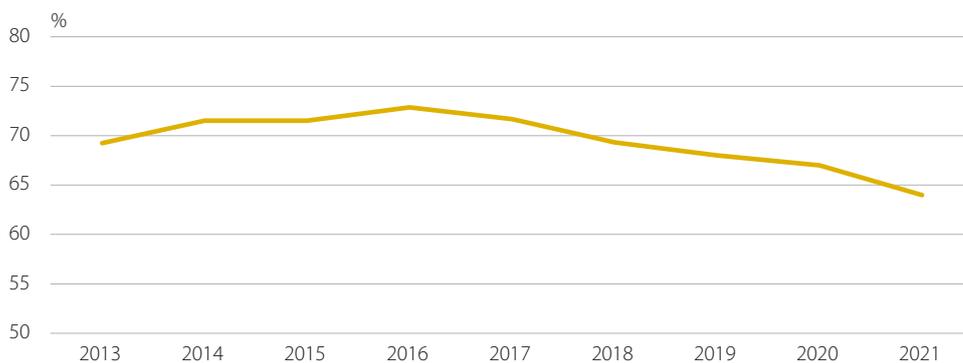
Una visión complementaria de las entidades que prestan servicios de inversión

Resulta de interés analizar el negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión atendiendo al modelo de negocio de las entidades, en lugar de al tipo de entidad. Habitualmente, la información sobre la actividad de prestación de servicios de inversión⁴⁷ se presenta en función del tipo de entidad que la realiza (entidad de crédito, ESI o SGIIC). Sin embargo, una visión menos formal aconsejaría llevar a cabo el análisis atendiendo al modelo de negocio de las entidades y a su vinculación con bancos comerciales. En este epígrafe se delimita con mayor exactitud qué parte del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión se realiza 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 efectúan entidades que se pueden considerar especializadas en la prestación de servicios de inversión. Este último grupo de entidades estaría formado por ESI y SGIIC independientes, es decir, no filiales de grupos bancarios comerciales, y por bancos especializados en la provisión de este tipo de servicios.

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

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

GRÁFICO 22



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.

Los cálculos efectuados revelan que en 2021 el 64 % del negocio relacionado con la prestación de servicios de inversión en España⁴⁸ correspondió a bancos comerciales tradicionales o entidades que pertenecen a sus grupos. El restante 36 % fue desarrollado por entidades financieras especializadas en la prestación de servicios de inversión y sin vinculación con la banca comercial. Estas cifras vienen a confirmar la tendencia descendente del peso de la banca comercial en este sector, que fue del 67 % en 2020 y había alcanzado el 73 % en 2016 (véase gráfico 22).

Perspectivas

El negocio de la prestación de servicios de inversión parece consolidar una serie de tendencias que se observan desde hace algunos años y que consisten en la preponderancia de las entidades de crédito en la provisión de estos servicios y en la orientación de las ESI hacia servicios que históricamente han sido menos relevantes para ellas. El negocio de la prestación de servicios de inversión ha tenido una consideración estratégica para las entidades de crédito, que han ido incorporando, en su gran mayoría y de forma progresiva, en sus matrices el negocio de sus sociedades y agencias de valores. Todo ello en un entorno de tipos reducidos que erosionaba sus márgenes de intereses y que favorecía el interés en este ámbito de negocio. Por su parte, el sector de las sociedades y agencias de valores muestra una presencia cada vez mayor de entidades independientes (sin estar bajo el paraguas de bancos comerciales tradicionales) que se orientan más a la prestación de servicios que antes eran menos relevantes. El negocio por excelencia para las ESI, la tramitación y ejecución de órdenes en los mercados, sigue siendo muy importante, pero pierde envergadura progresivamente, en parte por los descensos en los volúmenes de negociación que se observan en los mercados desde hace algunos años. En este contexto, es previsible que actividades como el asesoramiento financiero, la gestión de carteras o la comercialización de IIC sigan cobrando más importancia.

48 Medido a través de las comisiones percibidas e incluyendo la gestión de IIC.

El pasado 17 de febrero de 2022 entró en vigor la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión. En ella se desarrollan las normas, principios y criterios por los que debe regirse esta actividad publicitaria, que queda sujeta a supervisión de la CNMV. El objetivo es que la publicidad de estos productos ofrezca contenidos veraces, comprensibles y no engañosos, y que incluya de forma visible los riesgos asociados a ellos.

La nueva Circular 2/2020 establece que la publicidad sobre criptoactivos deberá ser clara, equilibrada e imparcial, y los mensajes proporcionarán información sobre los riesgos del producto de manera fácilmente legible y perceptible. Asimismo, deberá incluir con un formato y posición que garanticen su relevancia la siguiente advertencia: «La inversión en criptoactivos no está regulada, puede no ser adecuada para inversores minoristas y perderse la totalidad del importe invertido».

Adicionalmente, la norma define el modo en que la CNMV supervisará la actividad publicitaria y establece un régimen de comunicación previa obligatoria para campañas de publicidad masiva, definidas como las dirigidas a 100.000 personas o más. Estas campañas deberán ser comunicadas a la CNMV con una antelación mínima de 10 días. El resto de acciones publicitarias también quedarán sujetas a la actuación supervisora de la CNMV, que puede requerir el cese o la rectificación, pero no exigen comunicación previa.

La circular establece requisitos bastante detallados acerca de los contenidos y formatos de las piezas publicitarias. Por ejemplo, existen restricciones para utilizar rentabilidades o para emplear adjetivos superlativos o, respecto del formato, se exige que las advertencias obligatorias ocupen, con carácter general, al menos un quinto del espacio.

El incumplimiento de las normas recogidas en la circular podrá constituir una infracción grave, de conformidad con el artículo 292.4 de la Ley del Mercado de Valores.

Con esta circular no se regulan los propios criptoactivos, su emisión ni los servicios prestados sobre ellos. Su objetivo es reforzar el marco legal de protección de los ciudadanos en el ámbito de la publicidad, en un contexto en el que se han intensificado las campañas publicitarias para invertir en estos productos no regulados. La CNMV, conjuntamente con otros supervisores, ha seguido advirtiendo de los riesgos de invertir en este tipo de productos¹.

En cuanto al ámbito subjetivo de aplicación, la norma se aplica a:

- Los proveedores de servicios sobre criptoactivos cuando realicen estas actividades publicitarias.
- Los proveedores de servicios publicitarios. Esto incluye a personas físicas que, de forma remunerada, publiquen y promocionen criptoactivos (productos o servicios promocionados a través de los llamados *influencers*).

- Cualquier otra persona física o jurídica que realice, por iniciativa propia o por cuenta de terceros, dicha actividad.

La circular excluye expresamente de su ámbito de aplicación la actividad publicitaria sobre los siguientes tipos de criptoactivos:

- Criptoactivos que tengan la naturaleza de instrumentos financieros incluidos en el anexo del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, en cuyo caso se aplicará la Circular 2/2020, de 28 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre publicidad de los productos y servicios de inversión.
- Criptoactivos que no sean susceptibles de ser objeto de inversión.
- Criptoactivos de utilidad o *utility tokens*, siempre que cumplan con determinados requisitos.
- Criptoactivos únicos no fungibles, siempre que cumplan con determinados requisitos.

Asimismo, la circular tampoco es de aplicación a:

- La documentación explicativa de las emisiones de criptoactivos o *white papers*.
- Las campañas publicitarias corporativas cuando cumplan con determinados requerimientos.
- Las presentaciones dirigidas a analistas o inversores institucionales.
- Las publicaciones de los analistas financieros o comentaristas independientes.
- La publicidad sobre seminarios o cursos sobre criptoactivos, siempre que no promuevan su adquisición.

1 <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={17510971-c6cb-4b94-95d6-509b4061598f}>

4.3 Sociedades gestoras de IIC

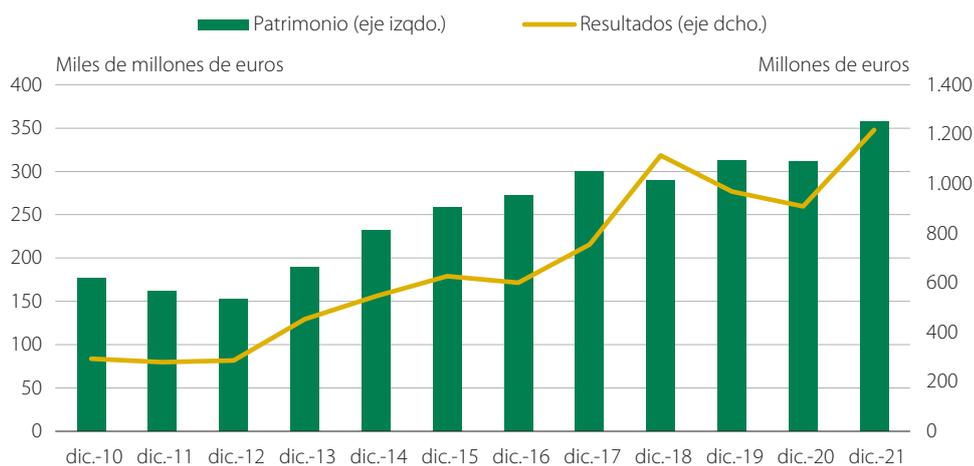
En 2021 el número de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) permaneció estable (en 123), pero no su patrimonio gestionado, que experimentó un avance del 15,2 %, hasta superar ligeramente la cifra de 358.000 millones de euros⁴⁹. Como en años anteriores, alrededor del 90 % de este patrimonio correspondía a fondos de inversión mobiliarios nacionales, seguido por las SICAV,

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

con un 8,2 %. Es importante destacar, independientemente de estas cifras, que la gestión de IIC extranjeras por parte de las sociedades gestoras nacionales experimentó un fuerte crecimiento en 2021, llegando a superar 23.000 millones de euros, lo que supone un aumento del 48,2 % en relación con el año previo. Por su parte, el grado de concentración del sector continuó siendo elevado en 2021: la cuota conjunta de las 3 mayores gestoras era del 49,5 % del patrimonio total, 6 p.p. más que en 2020⁵⁰.

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

GRÁFICO 23



Fuente: CNMV.

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC se incrementaron un 34 % en 2021 hasta 1.218,1 millones de euros, gracias al aumento de las comisiones percibidas (20,6 %). La causa principal de esta evolución estuvo en las comisiones por gestión de IIC —que son, con diferencia, las más cuantiosas, con alrededor del 85 % del total de las comisiones percibidas por las gestoras—, que aumentaron un 18,6 %, hasta 3.026 millones de euros (véase cuadro 19). Este importe representó el 0,84 % del patrimonio, ligeramente por encima del 0,82 % de finales de 2020 y en línea con el porcentaje observado en 2019. Como consecuencia del mayor crecimiento de los beneficios en relación con los fondos propios de estas entidades, se produjo un aumento de la rentabilidad agregada sobre fondos propios (ROE) desde el 87,2 % a finales de 2020 hasta el 103,5 % en 2021. A su vez, el número de sociedades en pérdidas se redujo a la mitad, hasta situarse en 14, con un valor total de 5,7 millones de euros.

50 Este notable incremento fue consecuencia, en gran medida, de la fusión entre Caixabank y Bankia, que provocó la baja de la SGIIC que pertenecía a Bankia y el traspaso de la gestión de todos sus activos a la SGIIC del grupo Caixabank.

Importes en millones de euros

	Patrimonio gestionado	Ingresos por comisiones de gestión de IIC	Comisión media de gestión de IIC (%)	Ratio de comisiones ¹ (%)
2013	189.433	1.594	0,84	61,94
2014	232.232	2.004	0,85	61,80
2015	258.201	2.442	0,95	63,68
2016	272.906	2.347	0,86	61,67
2017	299.974	2.647	0,88	58,68
2018	290.364	2.649	0,91	51,24
2019	312.235	2.638	0,84	49,75
2020	311.043	2.551	0,82	49,72
2021	358.349	3.026	0,84	47,74

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 siguió en 2021 la tendencia alcista de los últimos años, con un número elevado de nuevas entidades, mucho mayor en lo que se refiere a vehículos que a sociedades gestoras. Así, el número de vehículos de inversión registrados en la CNMV se incrementó en 125 (88 en 2020), tras 143 altas y 18 bajas, mientras que el número de gestoras lo hizo en tan solo 3 (13 en 2020), como consecuencia de las 7 altas y 4 bajas producidas.

En cuanto a las entidades de capital riesgo tradicionales⁵¹, se produjeron un total de 101 altas y 13 bajas, por lo que al cierre del año había un total de 276 fondos de capital riesgo (FCR) y 231 sociedades de capital riesgo (SCR). En el caso de las entidades de capital riesgo pyme, se produjeron 5 altas y 3 bajas, todas de sociedades, por lo que 31 de diciembre de 2021 había un total de 33 vehículos (13 fondos y 18 sociedades). También se inscribieron 13 fondos de capital riesgo europeos (FCRE) y 1 fondo de emprendimiento social europeo (FESE), lo que hizo que a finales de año hubiera un total de 44 y 6 entidades, respectivamente, de estas tipologías⁵².

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

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

Las entidades de inversión colectiva cerradas, al igual que en los 2 últimos años, experimentaron un importante dinamismo en 2021 y cerraron el ejercicio con 81 vehículos de este tipo. Esta cifra, repartida en 43 fondos (FICC) y 38 sociedades (SICC), supone un aumento de 20 vehículos en relación con el dato de cierre de 2020, gracias a las 22 altas y 2 bajas producidas a lo largo del año. Cabe mencionar que esta figura de inversión colectiva goza de una elevada flexibilidad tanto en su política de inversión como en el cumplimiento de coeficientes de inversión, que son más restrictivos en el caso de las entidades de capital riesgo.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2021

CUADRO 20

	Situación a 31/12/2020	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2021
Entidades				
Fondos de capital riesgo	235	47	6	276
Fondos de capital riesgo pyme	13	0	0	13
Fondos de capital riesgo europeos	31	13	0	44
Fondos de emprendimiento social europeo	4	2	0	6
Sociedades de capital riesgo	184	54	7	231
Sociedades de capital riesgo pyme	18	5	3	20
Total entidades de capital riesgo	485	121	16	590
Fondos de inversión colectiva cerrados	33	12	2	43
Sociedades de inversión colectiva cerradas	28	10	0	38
Total entidades de inversión colectiva cerradas	61	22	2	81
Sociedades gestoras de entidades de tipo cerrado (SGEIC)	119	7	4	122

Fuente: CNMV.

Los datos correspondientes a 2021, facilitados por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI,) muestran un incremento del 20 % en el volumen de inversión respecto a 2020, hasta 7.494 millones de euros en 841 operaciones. Este aumento fue consecuencia, en gran medida, de la recuperación de las grandes operaciones (superiores a 100 millones de euros), con 10 inversiones que concentraron más de la mitad del volumen total de inversión. Desde el punto de vista de la fase de desarrollo del proyecto, el segmento de *venture capital* (fases semilla y arranque) fue, como en ejercicios precedentes, el más activo en cuanto a número de operaciones. De hecho, en 2021 este segmento superó todos los máximos históricos, con un total de 691 operaciones en las que se invirtieron 1.942 millones de euros. De esta cifra, más de 1.500 millones fueron invertidos por vehículos internacionales.

Plataformas de financiación participativa

En 2021 continuó el descenso en el número de PFP registradas, después de unos primeros ejercicios de intensa actividad tras la publicación de la Ley 5/2015⁵³. Así,

53 Muchas de las solicitudes correspondientes a 2015 y 2016 se correspondían con plataformas que ya estaban actuando como tales y que, como consecuencia de la nueva regulación, tuvieron que adaptarse a los requerimientos normativos para poder seguir llevando a cabo su actividad.

a lo largo del año se registró únicamente 1 nueva plataforma (2 en 2020) y se produjo 1 baja, por lo que el número de PFP registradas en la CNMV se mantuvo en 27, la misma cifra que 1 año antes. De todas ellas, 9 se correspondían con vehículos de valores, 8 eran de préstamos y 10 eran mixtas.

Por otra parte, cabe destacar la entrada en vigor el 10 de noviembre de 2021 del 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 (PSFP⁵⁴). El reglamento establece requisitos uniformes para la prestación de servicios de financiación participativa en el ámbito de la Unión, lo que obliga a las PFP autorizadas en España a adaptarse para cumplir con las exigencias que el reglamento impone. Para ello disponen de un periodo transitorio que finaliza el 10 de noviembre de 2022.

Número de PFP registradas

CUADRO 21

Tipo de PFP	Valores	Préstamos	Mixta	Total
2015	1	0	0	1
2016	4	8	0	12
2017	3	1	4	8
2018	3	1	1	5
2019	2	0	2	4
2020	0	1	1	2
2021	0	0	1	1
Total acumulado¹	9	8	10	27

Fuente: CNMV.

1 La suma de los distintos años no coincide con el total acumulado como consecuencia de las bajas producidas: dos en 2019, tres en 2020 y una en 2021.

54 CNMV - Servicios de financiación participativa.

II Informes y análisis

Requerimientos de garantía, tensiones de liquidez y medidas anticíclicas en el marco del EMIR: recomendaciones del ESRB y reformas en marcha

Laura del Campo (*)

(*) Laura del Campo pertenece al Departamento de Mercados Secundarios de la Dirección General de Mercados de la CNMV.

Índice

1	Introducción	83
2	Medidas anticíclicas en el EMIR	85
3	Recomendaciones del ESRB sobre los riesgos de liquidez derivados de requerimientos de márgenes	91
	3.1 Cumplimiento por parte de la ECC, los miembros compensadores y las contrapartes financieras conforme al EMIR	95
	3.2 Participación de la CNMV en foros internacionales	96
4	Estudio del BCBS-CPMI-IOSCO sobre las prácticas de gestión de garantías	96
5	Conclusiones	98
6	Referencias	99

1 Introducción

La llegada del coronavirus SARS-CoV-2 en 2020 derivó en fuertes caídas de precios y en un incremento de la volatilidad en los mercados financieros. El periodo comprendido entre febrero y abril acumuló la mayor parte de estos efectos, como resultado de la incertidumbre ocasionada por la acusada evolución de los contagios y su letalidad, así como el inicio de los confinamientos y la repercusión de estos en la economía y la sociedad.

Los movimientos observados en los mercados financieros dieron lugar a fuertes ajustes de las garantías requeridas para mantener las posiciones abiertas en las entidades de contrapartida central (ECC) o en los acuerdos bilaterales sobre transacciones de instrumentos derivados.

Las reformas llevadas a cabo tras la crisis de 2008 en los marcos de gestión de riesgos de las entidades financieras y las ECC han contribuido especialmente a que la reciente crisis no haya producido exposiciones e incertidumbres que pudieran considerarse especialmente alarmantes con relación al riesgo de contraparte. La compensación de transacciones a través de ECC y la creación de un sistema de requerimientos de garantías en la esfera bilateral han aportado indudables beneficios para la estabilidad financiera y la gestión del riesgo de incumplimiento ante escenarios de alta volatilidad.

Sin embargo, como resultado de los crecientes requerimientos de garantías ligados al incremento de la fluctuación de los precios de mercado, habrían podido surgir efectos procíclicos y tensiones de liquidez entre los participantes. A esta situación se añadirían las posibles restricciones relacionadas con el tipo de colateral exigido, siendo preferente en forma de efectivo o activos muy líquidos, lo que ocasionaría la necesidad de vender otros activos, bien para cubrir los requerimientos o bien para restablecer el perfil de liquidez de las entidades tras atenderlos, lo que podría contribuir a la espiral de caída de precios.

Ante estas circunstancias, las autoridades regulatorias y de supervisión mostraron su preocupación y su interés en analizar todos estos efectos sobre la estabilidad del sistema financiero y el perfil de liquidez y solvencia de los participantes del mercado.

Por su parte, la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB) elaboró un documento con una serie de recomendaciones relacionadas con los riesgos de liquidez que podrían surgir de las peticiones de garantías que se producen en los mercados en momentos de tensión. Estas recomendaciones fueron publicadas el 20 de julio de 2020 en el *Diario Oficial de la Unión Europea*¹.

1 *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 May 2020 on liquidity risks arising from margin calls* (ESRB/2020/6) (2020/C 238/01).

La CNMV incorporó durante el año 2021 la revisión del grado de cumplimiento de estas recomendaciones en sus labores de supervisión, tanto de la ECC BME Clearing como de las entidades sujetas a los requerimientos del Reglamento EMIR², en lo relativo a sus actividades como miembros compensadores y como contrapartes financieras de derivados OTC.

A la par de estos acontecimientos, existía —y continúa— un proceso de revisión de uno de los artículos de las normas técnicas del EMIR, en concreto el relativo a la aplicación de medidas anticíclicas en el cálculo de márgenes. El objetivo de esta revisión es integrar en el EMIR unas directrices que la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) había publicado en 2018³ sobre la aplicación de medidas de limitación de la prociclicidad en los márgenes de las ECC, garantizar una aplicación uniforme y coherente de estas e incorporar matizaciones, aclaraciones o mejoras en la forma de implementarlas.

Por otro lado, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) junto con el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI), la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), acordaron la creación de un grupo de estudio (Joint Steering Group on Margin, JSGM) para examinar si los requerimientos de garantías fueron significativos y con cambios repentinos para al menos un conjunto relevante de participantes de los mercados durante los momentos de mayor volatilidad de 2020. Para ello el JSGM preparó un cuestionario⁴ que los participantes debían entregar en mayo de 2021. La CNMV accedió a las respuestas de algunas entidades para complementar su propio análisis.

Con toda la información recopilada por las actividades de supervisión continua y también a través de una serie de requerimientos específicos adicionales con motivo de esta revisión, la CNMV pudo evaluar en profundidad el grado de cumplimiento de las distintas recomendaciones del ESRB y, en el caso de la ECC y dada la actual relevancia del asunto, respecto de las directrices de ESMA sobre la aplicación de medidas anticíclicas así como el desempeño de estas durante las circunstancias de mercado del *periodo COVID-19*. El análisis se llevó a cabo considerando también las discusiones en los foros internacionales en las que la CNMV ha participado durante el año con relación a estos temas, así como las buenas prácticas del sector.

Del estudio realizado se concluyó que todas las entidades analizadas, incluida la ECC, cumplen ampliamente todas las recomendaciones. Además, una vez comunicados los resultados del análisis sobre el grado de cumplimiento de sus recomendaciones, el ESRB otorgó a la CNMV una valoración muy positiva sobre su actividad de supervisión, en relación tanto con la ECC (BME Clearing) como con los miembros compensadores y contrapartes financieras de acuerdos bilaterales.

2 Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR).

3 *Guidelines on EMIR Anti-Procyclicality Margin Measures for Central Counterparties* (ESMA70-151-1293).

4 *Margin Survey: Intermediaries*. Disponible en: <https://www.iosco.org/surveys/2021/jwgm-ws2/>

2 Medidas anticíclicas en el EMIR

El Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR) reconoce que las ECC, las autoridades competentes y ESMA deben adoptar medidas para prevenir los posibles efectos procíclicos derivados de las prácticas de gestión de riesgos y de requerimientos de garantías.

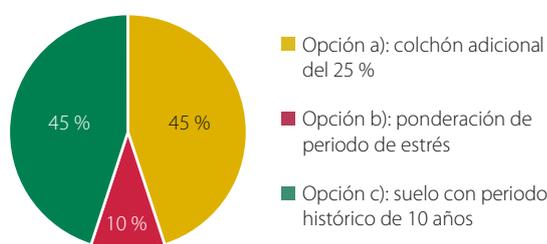
Con este fin, el artículo 41 del EMIR y el artículo 28 del Reglamento Delegado (UE) 153/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el EMIR en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación (RTS), proponen para las ECC la aplicación de tres posibles medidas anticíclicas (APC) para ayudar a prevenir estos efectos, de las cuales se debe incorporar al menos una:

- Aplicar un margen de reserva (colchón o *buffer*) al menos igual al 25 % de los márgenes calculados, el cual se pueda agotar temporalmente en periodos en los que los requisitos de márgenes aumenten de manera significativa.
- Asignar una ponderación mínima del 25 % a observaciones en condiciones de tensión para determinar los parámetros de garantía.
- Garantizar que los requisitos de márgenes no sean inferiores a los que se calcularían utilizando la volatilidad estimada a lo largo de un periodo histórico de 10 años.

En agosto de 2015, ESMA publicó un informe en el que revisaba la eficiencia de las tres alternativas propuestas para limitar la prociclicidad de los modelos⁵. En este informe evaluaron también la forma en la que las entidades habían aplicado las distintas opciones. En el gráfico 1 se puede apreciar cómo las opciones mayoritariamente escogidas habían sido, en términos agregados, la opción a (colchón del 25 %) y la opción c (volatilidad calculada con 10 años de historia). Por lo discutido en algunos foros en los que la CNMV ha participado, la opción b no ha sido muy acogida debido a la ambigüedad sobre el método de aplicación, siendo las otras dos opciones más directas y sencillas.

Uso de las tres posibles medidas anticíclicas del artículo 28 de las RTS

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia y *Review on the efficiency of margining requirements to limit procyclicality* (ESMA/2015/1252).

5 *Review on the efficiency of margining requirements to limit procyclicality* (ESMA/2015/1252).

De los resultados de esta revisión surgieron sus directrices sobre medidas anticíclicas⁶, con el objetivo de establecer prácticas de supervisión eficaces y garantizar una aplicación común, uniforme y coherente de las alternativas propuestas en el artículo 28 de las RTS. En mayo de 2018 ESMA publicó el informe final sobre sus directrices, que entrarían en vigor en diciembre de 2018. El detalle de estas se expone a continuación.

Medidas anticíclicas en la práctica

RECUADRO 1

El criterio basado en aplicar un suelo calibrado con una ventana de 10 años (opción c del artículo 28 de las normas técnicas de regulación o RTS) es, junto con el criterio del colchón anticíclico (opción a), el más utilizado por las entidades de contrapartida central (ECC) en la mayoría de los casos por su mayor simplicidad y claridad. En contraste, la opción b requiere diseñar un método para la selección del periodo de estrés correspondiente (que puede implicar que este sea distinto para cada instrumento) y para la forma de aplicar su ponderación.

El criterio del suelo de volatilidad calculada a partir de una ventana de 10 años, por lo comentado en varios foros de discusión internacionales y porque la propia evidencia así lo demuestra, no ha resultado ser la medida más efectiva, especialmente por el efecto que tuvo la salida de la crisis de 2008 en la reducción de garantías a partir del año 2019. En este caso dependería del propio criterio de las ECC gestionar ese efecto, y algunas optaron por mantener la crisis de 2008 dentro del periodo utilizado para el cálculo, evitando así que saliera de la muestra, mientras que otras aplicaron la ventana móvil de forma automática atendiendo a lo que indica el artículo de forma literal, dejando atrás aquella crisis. En la revisión del artículo 28 en marcha se ha tenido en cuenta este hecho y se ha preparado una redacción para asegurar que esta opción se implementa de un modo que sea más claro, flexible y eficaz.

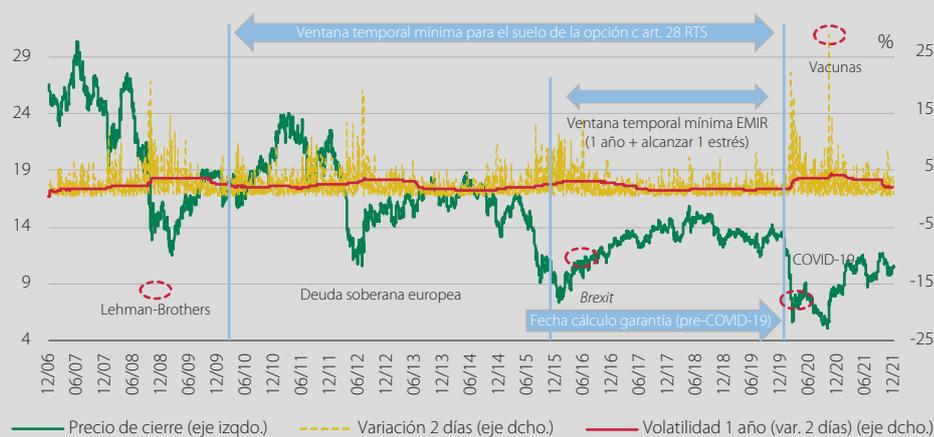
Con el fin de ilustrar de una forma práctica las distintas opciones del Reglamento EMIR para determinar la garantía, se aporta un ejemplo elaborado a partir de la serie histórica del precio de las acciones de una compañía española. El gráfico siguiente muestra la evolución de su cotización diaria desde el cierre de 2006 hasta el final de 2021. La línea verde refleja el precio de cierre diario, representado sobre el eje izquierdo. La línea punteada en amarillo refleja las fluctuaciones a dos días, que es el horizonte de liquidación habitualmente empleado para el cálculo de las garantías de instrumentos no extrabursátiles (OTC). Se añade también una línea roja que representa una volatilidad móvil (a un horizonte temporal de dos días) usando para el cálculo un periodo de un año (también en el eje derecho).

Si se parte del punto previo al periodo más volátil de 2020, que se correspondió con los meses de marzo y abril, la ventana de 10 años utilizada para la opción c de las medidas anticíclicas comenzaría en 2010, dejando fuera, como ya se ha indicado, la crisis de 2008.

6 *Guidelines on EMIR Anti-Procyclicality Margin Measures for Central Counterparties (ESMA70-151-1293).*

Serie temporal para el cálculo de la garantía de posición (ejemplo)

GRÁFICO R1.1



Fuente: Elaboración propia.

El EMIR requiere a las ECC que calculen las garantías de posición utilizando al menos un año de datos históricos, o una ventana lo suficientemente extendida como para que incluya un periodo de estrés relevante, asegurando que se cubren las fluctuaciones potenciales en al menos el 99 % de los casos (un 99,5 % si se trata de instrumentos OTC). El hecho de que se deba cubrir al menos el 99 % de las fluctuaciones implica que el 1 % de los datos históricos más extremos quedará fuera del parámetro que determine la garantía. Los eventos más extremos desde luego no quedan ignorados en el marco del EMIR, sino que se introducen luego, en otras herramientas de gestión de riesgos de las ECC.

En marzo de 2020 el valor del ejemplo, como muchos otros, sufrió una fluctuación que superó más de tres veces su volatilidad esperada a uno y dos días. Dado que su fluctuación media esperada hasta entonces, aplicando los criterios de cálculo del EMIR, habría sido bastante más reducida, esta situación se correspondería con uno de esos eventos extremos que se podrían esperar en el 1 % de los casos no cubiertos por la garantía. Cabría esperar ante esta situación la correspondiente solicitud de márgenes extraordinarios para cubrir el exceso de fluctuación y mitigar el riesgo de contraparte (obligando a los participantes del mercado a aportar los correspondientes recursos líquidos de forma inmediata).

El siguiente cuadro ilustra un procedimiento de cálculo de la garantía que se exigiría por una posición en el valor utilizado para el ejemplo (en porcentaje sobre el notional negociado) justo antes de marzo de 2020, aplicando las reglas del EMIR y las opciones de medidas anticíclicas vigentes. Por simplicidad, se está basando el cálculo de la garantía en el componente de fluctuación de precio, cuando en realidad la garantía es la suma de este y otros que representan riesgos adicionales, como el de iliquidez y concentración. No obstante, en este caso y asumiendo una posición en este valor que no fuera anormalmente elevada, el componente de fluctuación del precio es el factor de riesgo principal de la garantía.

El primer criterio que aparece en el cuadro R1.1 es lo que se denomina la garantía *base* y en este caso, siguiendo las reglas del EMIR mencionadas, se ha utilizado una serie que parte del periodo mínimo de un año y que se ha extendido hasta

cubrir un periodo volátil y relevante en el mercado, en este caso el referéndum del *brexit* (junio de 2016). Esto daría un valor de la fluctuación de precio esperada del 6,59 %. Una vez calculada la fluctuación base, se aplican las opciones anticíclicas, entre las cuales las ECC deben elegir al menos una. La primera opción (a) transformaría la garantía base de 6,59 % a 8,23 %, al incrementarla en un 25 % (por simplicidad de la explicación se asume que el contrato no es una opción y, por tanto, no presenta comportamiento no lineal).

Criterios de cálculo del parámetro de garantía (ejemplo)

CUADRO R1.1

%	Parámetro de garantía	Diferencia con la base
1) Base: mínimo EMIR (1 año extendido hasta el referéndum del <i>brexit</i>)	6,59	
2) Medida anticíclica a) (colchón 25 %: mínimo EMIR * 1,25)	8,23	1,65
3) Medida anticíclica b) (periodo 2015-2016: 25 %, base: 75 %)	9,18	2,59
4) Medida anticíclica c) (suelo 10 años: feb.-2010-feb.-2020)	8,91	2,33
5) Medida anticíclica c) (suelo 12 años: feb.-2008-feb.-2020)	9,44	2,85

Fuente: Elaboración propia.

Para aplicar la segunda opción (b) se hace necesario desarrollar un método que ayude a identificar de forma objetiva el periodo de estrés que sea relevante. En este caso, se ha optado por calcular unos parámetros de volatilidad móvil a varios horizontes temporales y empleando distintas ventanas, para identificar en qué momento de la serie histórica se produjo un incremento relativo y significativo de estos indicadores con respecto a una volatilidad a largo plazo. El resultado fue el periodo entre 2015 y 2016 para este valor. Como alternativa se podrían haber escogido los periodos 2011-2012 o 2009-2009, porque los indicadores también mostraron un incremento significativo de la volatilidad en ellos. Una práctica habitual es también agregar las peores observaciones de todos estos periodos de estrés relevantes, de tal forma que el total de observaciones represente un 25 % del histórico total junto con los usados para la garantía base. Este criterio podría aplicarse de forma que el periodo elegido fuera común a todos los valores (o por categorías), o se podría realizar una selección individual por valor, lo que complica el mantenimiento del modelo. Todos estos son algunos de los motivos por los que normalmente las ECC han preferido no utilizar esta opción.

En cualquier caso, simplificando por motivos didácticos y asumiendo el periodo 2015-2016 para este ejemplo, el componente de garantía asociado a la medida anticíclica de la opción b resultaría de aplicar una media ponderada del 25 % del parámetro de fluctuación calculado sobre esta ventana de datos, más el 75 % del parámetro de fluctuación base. Esto daría como resultado un porcentaje de fluctuación de la garantía del 9,18 %.

Por otro lado, se ha calculado la tercera opción de medida anticíclica (c), que consiste en estimar la fluctuación esperada con un periodo de 10 años (al 99 % y a 2 días). En este caso, utilizando literalmente los 10 años, se obtendría un 8,91 % (criterio 4). De haber anclado la crisis de 2008, estirando así la ventana, el valor obtenido sería de 9,44 % (criterio 5).

Cuanto más alto y conservador fuese el resultado, menor sería la garantía extraordinaria necesaria para cubrir la fluctuación observada en marzo de 2020 y menor la tensión de liquidez potencial. Por otro lado, cuantos más periodos históricos se contemplen en el cálculo, más estable suele ser la garantía (con menores efectos cíclicos, tanto al alza como a la baja). Todo este abanico de opciones son las que tienen a su disposición las ECC para establecer sus garantías de posición dentro de las reglas del EMIR, con flexibilidad para elegir los métodos cuantitativos con los que las calculan (paramétricos, de simulación, filtrados, ponderados exponencialmente, híbridos, etc.).

Directriz 1. Evaluación periódica de la prociclicidad

El texto de la primera directriz establece que las autoridades competentes deberán velar por que cualquier ECC supervisada por ellas defina parámetros cuantitativos para evaluar los márgenes en el contexto de la prociclicidad de estos.

Las ECC podrán definir sus propios parámetros y evaluar de forma global la estabilidad a largo y corto plazo, también en comparación con la volatilidad del mercado utilizando indicadores, y el carácter conservador de los márgenes. ESMA establece en sus directrices que se deberían definir algunas métricas como las siguientes:

- Medidas para monitorizar la estabilidad a corto plazo: como fluctuaciones en los niveles de garantías sobre un periodo de tiempo o la desviación estándar de las garantías.
- Medidas para monitorizar la estabilidad a largo plazo: métricas como *el peak-to-trough ratio* (índice pico-valle) sobre un periodo de tiempo, que en jerga financiera suele conocerse también como *maximum drawdown*, para lo que se deben registrar dentro de la serie histórica los picos máximos y mínimos en un periodo, y obtener la fluctuación entre ellos: $(\text{nivel mínimo} - \text{pico máximo}) / \text{pico máximo}$.

Las autoridades competentes deberán velar por que cualquier ECC objeto de su supervisión desarrolle una política para la revisión de sus medidas APC.

Directriz 2. Aplicación de las medidas de márgenes APC a todos los factores de riesgo significativos

En la segunda directriz, ESMA indica que las autoridades competentes deberán velar por que las ECC supervisadas garanticen que las medidas de márgenes APC se aplican, como mínimo, a todos los factores de riesgo significativos, que podrían dar lugar a cambios en los márgenes de gran envergadura; incluirían cambios de precios, cambios de divisas, cambios de la volatilidad implícita, diferenciales de vencimiento y compensaciones de márgenes de cartera, según proceda.

Además, las autoridades competentes deberán velar por que cualquier ECC objeto de su supervisión que opte por aplicar un colchón de seguridad para productos no lineales —como las opciones— aplique un colchón a nivel del factor de riesgo en lugar de aumentar directamente los márgenes.

Directriz 3. Agotamiento del colchón de seguridad en virtud del artículo 28.1, letra a), de las RTS

La tercera directriz establece que las autoridades competentes deberán velar por que cualquier ECC supervisada por ellas que opte por aplicar un colchón de seguridad al menos igual al 25 % del margen calculado desarrolle y mantenga políticas y procedimientos documentados en los que se establezcan las circunstancias en las que dicho colchón podría agotarse temporalmente.

Las medidas anticíclicas tienen por objetivo, entre otros, aportar colchones que serán consumidos en momentos de agitación en los mercados, para evitar la exigencia de recursos en los momentos en los que podría haber mayor riesgo de no contar con estos recursos. ESMA requiere, por tanto, cuantificar en qué medida los colchones son consumidos en periodos de incremento de volatilidad y repuestos en periodos en los que esta vuelve a niveles estables, de forma que no todo quede a discreción de decisiones subjetivas dentro de las ECC.

Directriz 4. Margen mínimo con arreglo al artículo 28.1, letra c), de las RTS

Según la cuarta directriz, las autoridades competentes deberán garantizar que las ECC supervisadas por ellas eviten utilizar procedimientos de modelización, como la aplicación de ponderaciones diferentes a las observaciones dentro del periodo retrospectivo para reducir la eficacia de utilizar un periodo retrospectivo histórico de 10 años para el cálculo del margen mínimo, al aplicar la medida de margen APC plasmada en el artículo 28. 1, letra c), de las normas técnicas de regulación. Las autoridades competentes deberán garantizar que cualquier ECC supervisada por ellas también computa el margen mínimo con la misma frecuencia que el cómputo regular de los márgenes.

Directriz 5. Divulgación de los parámetros de los márgenes

Con la quinta directriz, ESMA espera que las autoridades competentes velen por que cualquier ECC supervisada por ellas divulgue entre sus miembros compensadores los modelos utilizados en el cálculo de los requisitos en materia de márgenes. La información divulgada debe ser lo suficientemente detallada como para permitir la reproducción de los cálculos de los márgenes y anticipar las revisiones de los márgenes de gran envergadura.

Proceso de revisión del artículo 28 de las RTS sobre medidas anticíclicas

Desde la adopción de las directrices en 2019, la agitación de los mercados con la aparición del coronavirus ha actuado como una prueba real de la resiliencia de las ECC y la adecuación de su marco regulatorio y de supervisión.

El desempeño de los modelos y procedimientos de las ECC fue adecuado durante la crisis, a pesar de las dificultades añadidas de tener que comenzar a operar en cuestión de días en un entorno de trabajo en remoto. No fue necesario activar, a nivel global y tampoco en España, procedimientos de incumplimiento durante los movimientos extremos del mercado en marzo y abril de 2020 ni fue preciso utilizar recursos de cascada.

Sin embargo, el aumento observado en los requerimientos de márgenes generó dudas sobre si algunos aumentos (más allá de los vinculados a mayores volúmenes y cambios en la cartera) podían haber actuado de manera procíclica, disipando o incluso amplificando el estrés de liquidez en otras partes del sistema financiero y si, por lo tanto, debe ser mitigado a través de medidas regulatorias o de supervisión.

Si bien las medidas contra la prociclicidad del EMIR ayudaron a mitigar los aumentos de márgenes procíclicos, ESMA consideró que había cierta posibilidad de mejora, teniendo en cuenta las lecciones aprendidas de los eventos de mercado impulsados por el COVID-19.

Se inició, por tanto, un proceso de revisión de las normas técnicas del EMIR relacionadas con las medidas anticíclicas con el fin de integrar en el marco regulatorio las directrices de ESMA, incorporar aspectos aclaratorios que garanticen una aplicación uniforme y coherente de estas e incluir también algunas mejoras en el texto con el consenso adecuado tras las correspondientes consultas con el sector y las autoridades nacionales, entre las cuales se encuentra la CNMV.

3 Recomendaciones del ESRB sobre los riesgos de liquidez derivados de requerimientos de márgenes

El 20 de julio de 2020 se publicaron en el *Diario Oficial de la Unión Europea* unas recomendaciones del ESRB sobre los riesgos de liquidez relacionados con las peticiones de garantías que se producen en los mercados. El objetivo de estas recomendaciones era promover que las autoridades competentes, a través de sus actividades de supervisión, aseguraran que las ECC, los miembros compensadores y las entidades financieras que actúan como contrapartes de contratos no compensados de forma centralizada contaran con mecanismos orientados a minimizar las tensiones de liquidez resultantes de los ajustes de garantías.

En esta sección se presenta el contenido de estas recomendaciones, las cuales se dividen en cuatro grupos (A, B, C y D) y se desglosan a su vez en distintas subrecomendaciones. Por último, se aporta la opinión de la CNMV sobre el grado de cumplimiento de los distintos tipos de entidades a las que estas recomendaciones van dirigidas.

Recomendación A

Las recomendaciones del grupo A están relacionadas con la necesidad de que las entidades cuenten con políticas y procedimientos de requerimientos de garantías que estén diseñados de tal forma que no produzcan efectos procíclicos que alimenten las tensiones de liquidez. El detalle de las subrecomendaciones se indica en las líneas siguientes.

- Recomendación A1. El ESRB recomienda a las autoridades competentes que se aseguren de que las ECC analizan el desempeño de sus políticas anticíclicas en momentos de estrés y preparan un informe con los resultados de estas evaluaciones.

- Recomendación A2(i). El ESRB recomienda que, respetando siempre la prioridad de conservar la resiliencia financiera de las ECC, los modelos para determinar los parámetros de garantías y valoración del colateral no den lugar a exigencias repentinas o bruscas, considerando también que:
 - i) Se utilice una escala lo suficientemente granular y progresiva en las calificaciones crediticias cuando estas se vean involucradas en los eventuales requerimientos de garantía.
 - ii) Se apliquen métodos que limiten aspectos procíclicos especialmente en los eventos de reducción de la calificación crediticia.
- Recomendación A2(ii). El ESRB recomienda que las ECC informen cuando se produzcan:
 - i) Reducciones del alcance del colateral admitido.
 - ii) Cambios materiales en los recortes de valoración del colateral.
 - iii) Reducciones materiales en los límites de concentración.
- Recomendación A3. El ESRB recomienda a las autoridades competentes que, dentro del alcance que la ley les permita, impliquen a los miembros compensadores en sus actividades de supervisión, con el objetivo de asegurar que sus prácticas de gestión de riesgos en relación con las operaciones con sus clientes no ocasionen cambios significativos o inesperados de requerimientos de garantías o ajustes de colateral en situaciones de estrés de los mercados sin dejar de vigilar su resiliencia.
- Recomendación A4. El ESRB recomienda a las autoridades competentes que, igualmente dentro del alcance que la ley les permita, analicen los mecanismos de gestión de riesgos de las entidades financieras y no financieras que operan con derivados no compensados en una ECC, con el fin de evaluar que estos no ocasionan cambios significativos de requerimientos de colateral en situaciones relacionadas con rebajas de calificación crediticia. A este respecto se puede promover el uso de i) escalas granulares y progresivas en los ajustes de garantías basados en calificaciones y ii) medidas anticíclicas, especialmente en relación con las rebajas de calificación crediticia.

Uso de calificaciones crediticias en los requerimientos de márgenes RECUADRO 2

El ajuste de los requerimientos de colateral con métodos basados en variaciones de las calificaciones crediticias de las contrapartes ha sido relativamente habitual en los contratos bilaterales de derivados extrabursátiles (OTC). Una rebaja de la calificación crediticia, o *rating*, de la contraparte desencadenaba una exigencia adicional de colateral con la intención de compensar el riesgo añadido asociado a una mayor probabilidad de incumplimiento (o menor capacidad de solvencia). En algunos casos, incluso, la rebaja de calificación crediticia de la contraparte podría permitir a la otra parte terminar la transacción.

Este mecanismo podría aumentar la sensación de seguridad, lo que podría alentar una mayor extensión del crédito en tiempos de bonanza; sin embargo, en momentos de recesión o de crisis, este tipo de ajustes puede contribuir a la prociclicidad del sistema financiero y exacerbar los *shocks* de liquidez, generando incluso una espiral negativa que deteriore más aún la solvencia de las contrapartes (que puede generar una peligrosa cadena de consecuencias, volviendo a los ajustes de garantía).

La rebaja de calificación de la entidad aseguradora estadounidense AIG en septiembre de 2008 y los acontecimientos que siguieron pueden servir de ejemplo para ilustrar los posibles efectos adversos de este tipo de ajustes. AIG vendía protección contra impago hipotecario mediante derivados de crédito. En septiembre de 2008 la calificación de AIG fue rebajada en al menos dos escalones por las tres principales agencias calificadoras mundiales. Las contrapartes de AIG se beneficiaban hasta entonces de un ahorro en requerimientos de capital por la alta calificación crediticia que tenía AIG (AAA), al mismo tiempo que AIG se beneficiaba de reducidos requerimientos de garantías.

Sin embargo, ni AIG ni sus contrapartes tuvieron en cuenta la correlación entre la calidad crediticia de AIG y el valor de mercado de sus contratos en una aparentemente improbable coyuntura mundial en la que el valor de los inmuebles era inferior a las hipotecas. Así comenzó la espiral de impagos de estas, algo a lo que AIG debía hacer frente, ya que se trataba del desencadenante de pago de los derivados de crédito que tenía en su balance.

La rebaja de calificación de AIG desencadenó llamadas de margen sustanciales, repentinas y simultáneas por parte de sus contrapartes, lo que condujo a un *shock* de liquidez importante en un momento en que AIG se estaba enfrentando además a desembolsos significativos relacionados con el valor de mercado de los contratos, sumado a presiones adicionales relacionadas con su financiación. Finalmente, el Gobierno de EE. UU. nacionalizó la entidad.

Recomendación B

Las recomendaciones del grupo B están dedicadas al diseño de las pruebas de estrés orientadas a la evaluación del riesgo de liquidez. Su detalle se indica a continuación.

- Recomendación B1. El ESRB recomienda a ESMA que revise el borrador de normas técnicas de desarrollo del artículo 44.2 sobre riesgo de liquidez del EMIR, con el objetivo de incluir en el diseño de escenarios el incumplimiento de dos entidades que provean servicios de liquidez a las ECC que puedan repercutir materialmente en la posición de liquidez de esta.
- Recomendación B2. Mientras que ESMA finaliza las especificaciones técnicas mencionadas en el punto anterior, el ESRB recomienda a las autoridades competentes examinar el diseño y los resultados de los modelos de control de las necesidades potenciales de liquidez de las ECC con el objetivo de asegurar que incluyen, al menos, el incumplimiento de las dos entidades proveedoras de liquidez que podrían causar mayor riesgo a la ECC, y que tienen identificados

los procedimientos para poner remedio a cualquier tipo de falta de liquidez derivada de este tipo de escenarios.

- Recomendación B3. El ESRB recomienda que las autoridades competentes se aseguren de que las ECC prevean acciones para poner remedio a cualquier dificultad en relación con posibles insuficiencias de recursos disponibles derivadas de las situaciones de incumplimiento mencionadas, y que tengan acceso a recursos alternativos.
- Recomendación B4. Además, el ESRB recomienda que, de manera coordinada, ESMA y las autoridades locales organicen con las ECC el cálculo de ejercicios de estrés de liquidez con escenarios de incumplimiento.

Recomendación C

Las recomendaciones del grupo C están orientadas a favorecer mecanismos específicos de gestión de las garantías que eviten mayores tensiones de liquidez a los participantes de los mercados.

- Recomendación C1(i). El ESRB recomienda que las ECC tengan en cuenta los siguientes aspectos en sus procesos de requerimientos de garantías:
 - i) Que exista una clara separación entre las garantías que cubren exposiciones potenciales derivadas de sus posiciones y los excesos de garantías que surgen como resultado de las variaciones de mercado producidas en el día.
 - ii) Que los excedentes a favor de los miembros se transfieran en ese mismo día.
- Recomendación C1(ii). El ESRB recomienda también que se priorice el uso de las cantidades excedentes de garantías depositadas sobre las exigidas, de cara a la petición de garantías adicionales, a no ser que los miembros quieran voluntariamente depositar la cantidad adicional.
- Recomendación C1(iii). Las ECC deben evitar en todo momento que el proceso llevado a cabo para recoger las garantías de posición y de variación puedan generar restricciones operativas que supongan tensiones de liquidez.
- Recomendación C2. El ESRB recomienda que las autoridades competentes se comprometan en el análisis, dentro del alcance que la ley les permita, de las prácticas de gestión de riesgos aplicadas por los miembros compensadores con relación a los requerimientos de garantías, con el objetivo de asegurar que se evita, en la medida de lo posible, cualquier tipo de tensión de liquidez a sus clientes, incluidas las entidades financieras y no financieras. Esto puede evaluarse asegurando:
 - i) Que los excedentes de las cantidades depositadas como garantía con respecto a la cantidad exigida son tenidos en cuenta y priorizados en el proceso de cálculo y requerimiento de garantías adicionales, a no ser que los clientes voluntariamente deseen aportar o mantener esos excedentes.

- ii) Que los miembros compensadores aseguran que el proceso de recolección de márgenes no da lugar a restricciones operacionales o tensiones de liquidez a sus clientes.

Recomendación D

Por último, la recomendación D va dirigida a las autoridades nacionales competentes y en ella se resalta la importancia de que estas contribuyan y participen en las discusiones internacionales, con el fin de definir conjuntamente vías de mitigación de los efectos procíclicos en materia de márgenes en el contexto de las actividades de las ECC, los acuerdos bilaterales sobre operaciones de derivados y las actividades de préstamo de valores.

3.1 Cumplimiento por parte de la ECC, los miembros compensadores y las contrapartes financieras conforme al EMIR

Del trabajo realizado por la CNMV se concluye que BME Clearing cumple con las cuestiones planteadas por el ESRB. Concretamente, la ECC lleva un exhaustivo control de sus políticas anticíclicas y aplica escalas granulares cuando los niveles de calidad crediticia intervienen en los modelos de ajuste de garantías. Por otro lado, la ECC elabora de forma diaria escenarios de estrés de liquidez con criterios conservadores y asumiendo el incumplimiento de todos los tipos de entidades a las que está expuesta en términos de riesgo de liquidez, además de contar con un plan de liquidez que contempla las actuaciones a realizar en caso de que existan potenciales riesgos o desajustes. Con respecto a las recomendaciones sobre la gestión de excesos de garantía y el establecimiento de mecanismos operativos que limiten las tensiones de liquidez, la CNMV también ha verificado que los procedimientos seguidos por la ECC son adecuados.

En cuanto a las entidades analizadas por la CNMV que actúan como miembros compensadores, en general se puede concluir que estas cumplen también con las recomendaciones del ESRB. Los requerimientos de garantías que las entidades realizan a sus clientes son, de forma ordinaria, diarios —en algunos casos intradiarios— y, por lo general, establecen recursos para que los clientes puedan hacer frente a los pagos siempre bajo un riguroso control del riesgo de contraparte. Las entidades tienen establecido un procedimiento de admisión y monitorización de sus clientes en términos de solvencia y liquidez que permite prevenir y gestionar escenarios de incapacidad para hacer frente a los requerimientos de garantías, aplicando también límites a la operativa. Por otro lado, las garantías se depositan mayoritariamente como efectivo, por lo que no hay exposición relevante a mayores requerimientos por ajustes de valor del colateral.

Desde el punto de vista de sus actividades como contraparte financiera, las entidades analizadas por la CNMV cumplen también, en general, con las recomendaciones dirigidas a ellas. En la mayor parte de los casos se acuerdan intercambios de garantías diarios, no intradiarios, las calificaciones crediticias de las contrapartes se utilizan de forma residual para algunos parámetros de ajuste de la garantía y con escalas progresivas, y los colaterales aceptados son de elevada calidad crediticia y

profundidad de mercado, siendo los ajustes de valoración aplicados los establecidos por la regulación⁷.

Una vez comunicados al ESRB los resultados del análisis sobre el grado cumplimiento de sus recomendaciones, la CNMV recibió una valoración muy positiva respecto a su actividad de supervisión, en relación tanto con la ECC BME Clearing como con los miembros compensadores y contrapartes financieras de acuerdos bilaterales.

3.2 Participación de la CNMV en foros internacionales

A lo largo del año 2021 el personal técnico de la CNMV asistió a diversos foros organizados a nivel internacional, en los que discutieron asuntos relativos al impacto de los requerimientos de márgenes en la gestión del riesgo de liquidez y el desempeño de las medidas anticíclicas.

El comité permanente de ESMA encargado de la elaboración del marco regulatorio de las ECC (CCP Policy Committee) organizó diversas reuniones telemáticas con los supervisores nacionales, entre ellos la CNMV, orientadas a comentar y terminar de perfilar la propuesta de modificación del artículo 28 de las normas técnicas del EMIR sobre medidas anticíclicas. El borrador del nuevo artículo 28 fue evolucionando a raíz de las discusiones mantenidas en estas reuniones y sigue aún abierto a cambios.

Por su lado, el BCBS-CPMI-IOSCO también organizó una serie de talleres de discusión en los que se trataron asuntos relacionados con la transparencia en las prácticas de cálculo de márgenes, la gestión del riesgo de liquidez por parte de los participantes del mercado y su capacidad de anticipar los requerimientos, la respuesta de los modelos de márgenes ante escenarios de estrés y procesos relativos al ajuste de los márgenes al valor de mercado diario, entre otros temas.

La CNMV participó activamente en estas discusiones, cumpliendo así con la recomendación D del ESRB, y las conclusiones derivadas de ellas se han tenido en cuenta en su análisis de supervisión.

4 Estudio del BCBS-CPMI-IOSCO sobre las prácticas de gestión de garantías

Ante la situación observada en los mercados durante el periodo COVID-19, el FSB junto con el CPMI, IOSCO y el BCBS acordaron la creación de un grupo de estudio (Joint Steering Group on Margin, JSGM) que examinaría si los requerimientos de

7 Reglamento Delegado (UE) 2016/2251 de la Comisión, de 4 de octubre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.

garantías fueron significativos y repentinos para al menos un conjunto relevante de participantes de los mercados. Con este fin, prepararon un cuestionario⁸ destinado a los intermediarios financieros en el que estos facilitarían información relevante para poder realizar el estudio.

La CNMV solicitó a una muestra de entidades españolas (seleccionadas por sus volúmenes de transacción) los detalles de sus respuestas para así poder evaluarlas en conjunto con información adicional sobre sus políticas y procedimientos con relación a los intercambios de garantías.

En septiembre de 2021 el JSGM publicó su informe de conclusiones, entre las que se encontraban las siguientes:

- Como era de esperar, las garantías por variación de mercado (*variation margin*) observadas en el inicio de la crisis financiera fueron significativamente altas en relación con las observadas hasta entonces (hubo un incremento del 40 % sobre los datos relativos a febrero de 2020). La gran mayoría de estas garantías adicionales tuvo lugar en el marco de contratos compensados por ECC, se debió a las fluctuaciones del mercado y se requirió dentro del circuito ordinario de cierre de día, aunque en los días más volátiles de marzo de 2020 se sucedieron numerosos requerimientos intradía.
- Los requerimientos de garantías asociados a productos no compensados en ECC se mantuvieron relativamente constantes debido al alto nivel conservador y estable del modelo SIMM de la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA⁹), generalmente utilizado por las entidades en sus transacciones bilaterales.
- Las entidades, por lo general, indicaron que no vieron necesario modificar o actualizar sus políticas y procedimientos de riesgo de contraparte y gestión de garantías a raíz de lo ocurrido en 2020.
- Más de la mitad de las entidades participantes en el estudio indicó que no experimentaron incrementos significativos en las demandas de liquidez a consecuencia de los requerimientos de garantías extraordinarios, tanto en contratos compensados como no compensados en ECC, y por lo general se evitó la venta precipitada de activos.
- En cuanto a la transparencia de los modelos y la capacidad de anticipación de los requerimientos de garantía, las ECC consideran que disponen de herramientas suficientes para ello, incluidas funcionalidades que permiten el cálculo de escenarios hipotéticos sobre las posiciones abiertas de los miembros. Sin embargo, los miembros compensadores y clientes manifiestan tener una visión distinta y sugieren mejoras relacionadas con la transparencia y herramientas que les permitan comprender y anticipar más fácilmente los requerimientos de garantía.

8 *Margin Survey: Intermediaries*. Disponible en: <https://www.iosco.org/surveys/2021/jwgm-ws2/>

9 <https://www.isda.org/category/margin/isda-simm/>

A la luz de los resultados expuestos, el grupo de estudio propone los siguientes pasos:

- Incrementar la transparencia de los modelos de las ECC, en especial en lo relativo a la respuesta de estos a la volatilidad extraordinaria.
- Mejorar las capacidades de los participantes del mercado con relación a las necesidades potenciales de liquidez, con métricas y procedimientos comunes.
- Identificar posibles mejoras en el reporte de datos a las autoridades para que puedan evaluar de manera más precisa la capacidad de los participantes del mercado para enfrentarse a tensiones de liquidez.
- Evaluar la respuesta de los modelos de las ECC (y también los de las contrapartes para productos no compensados en ECC) a los entornos de estrés y sus implicaciones en los recursos de las cámaras y en el sistema financiero.
- Racionalizar, simplificar y agilizar los procesos de pagos de garantías de variación, tanto para productos compensados como no compensados en ECC, en escenarios de alta volatilidad, para lo que se requieren propuestas y planteamientos a nivel internacional.

Con relación a este último punto, han surgido en los distintos foros de discusión celebrados algunos planteamientos por parte de los participantes. Estos incluyen propuestas como las siguientes:

- La aceptación de instrumentos distintos al efectivo para cubrir las garantías de variación de manera extraordinaria en momentos de alta volatilidad, ya que habitualmente solo se aceptan instrumentos distintos al efectivo en las garantías de posición, y efectivo en las de variación de mercado.
- El establecimiento de horas estandarizadas (por ejemplo, dos veces al día a la misma hora además del cierre) para los requerimientos de garantías extraordinarias intradía.
- La ampliación de periodos de notificación cuando se apliquen cambios en el colateral aceptado o sus recortes de valoración, o cuando existan requerimientos adicionales por rebajas de calificación crediticia, entre otros.

El debate continúa abierto, tanto por el lado de la gestión de las tensiones de liquidez cuando se produzcan requerimientos extraordinarios como por el lado del EMIR, en su caso para reducir al máximo la presencia de estos requerimientos extraordinarios, por medio de la mejora de las normas de implementación y monitorización de las medidas anticíclicas de los modelos de márgenes, revisión que, aunque sigue aún en marcha, ya se encuentra en un estado muy avanzado.

5 Conclusiones

Las reformas llevadas a cabo en el sector financiero después de la crisis de 2008 promovieron el uso de la compensación multilateral de transacciones por medio de

las ECC y la elaboración de acuerdos de colateral en las operaciones bilaterales no compensadas. Estas reformas regulatorias han contribuido a la seguridad del sistema financiero y a la prevención de incrementos significativos de exposiciones no cubiertas, lo que ha reducido el riesgo de crédito y de contagio ante situaciones de incumplimiento.

Un efecto secundario del mayor uso del colateral es que el perfil de riesgo sistémico se ha transformado, viéndose reducido el riesgo de contraparte a cambio de un incremento del riesgo de liquidez, a medida que los participantes del mercado necesitan acceder a un mayor número de recursos líquidos en poco tiempo para atender las demandas de colateral ocasionadas por los movimientos de los precios.

Este hecho hacía más necesario que existiera un marco robusto por medio del cual los requerimientos de colateral fuesen conservadores, estables y anticipativos, incluso en momentos de alta volatilidad. El marco regulatorio del EMIR se hace cargo de ello, con su conjunto de normas técnicas y directrices, sujetas a eventuales actualizaciones como está siendo el caso con las medidas anticíclicas de los modelos de márgenes. No obstante, que la regulación deba recoger las circunstancias contemporáneas y el surgimiento de nuevos riesgos no exonera a las entidades financieras y ECC de adelantarse de manera proactiva con los ajustes necesarios que vayan haciéndose evidentes en sus modelos, políticas y procedimientos, siempre dentro del marco regulatorio en el que operan. Hasta hoy se puede decir que las entidades supervisadas por la CNMV están actuando dentro de las mejores prácticas y gestionando los elementos flexibles del EMIR para aplicar, en algunos casos, criterios aún más conservadores o coherentes con las circunstancias de cada momento.

Por último, no cabe duda de que está en manos también de los participantes del mercado cerciorarse de que cuentan con un marco de gestión del riesgo de liquidez adecuado a las exposiciones potenciales de sus contratos, de manera que puedan asegurar la disponibilidad de recursos líquidos que les permita atender los requerimientos extraordinarios de garantías que puedan surgir en circunstancias de estrés. Afortunadamente la regulación internacional ya viene desde hace unos años impulsando también desde los distintos ángulos del sector (bancario, asegurador, instituciones de inversión colectiva, etc.) la implantación de metodologías para un correcto seguimiento del riesgo de liquidez en las entidades.

6 Referencias

Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR).

Reglamento Delegado (UE) 153/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el EMIR en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación.

Reglamento Delegado (UE) 2016/2251 de la Comisión, de 4 de octubre de 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del

Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.

Review on the efficiency of margining requirements to limit procyclicality (ESMA/2015/1252).

Guidelines on EMIR Anti-Procyclicality Margin Measures for Central Counterparties (ESMA70-151-1293).

Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions (ESRB Expert Group on the Macroprudential Use of Margins and Haircuts, enero de 2020).

Recommendation of the European Systemic Risk Board of 25 May 2020 on liquidity risks arising from margin calls (ESRB/2020/6).

Liquidity risks arising from margin calls (ESRB, junio de 2020).

Review of margining practices (BCBS, CPMI-IOSCO, 30 de septiembre de 2021).

Integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial de la CNMV

María José Gómez Yubero (*)

(*) María José Gómez Yubero pertenece a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de su autora y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. La autora agradece los comentarios y aportaciones recibidas de Eudald Canadell, Bárbara Gullón, Maribel Herrero, Eduardo Manso y Helena Viñes.

Índice

1	Introducción	107
2	Papel de los mercados de capitales en la transición a una economía sostenible y en la gestión del riesgo relacionado con el clima	108
3	Consideración de los riesgos relacionados con el clima en la supervisión financiera	112
3.1	Supervisión prudencial	115
3.2	Supervisión de conducta	120
3.3	Supervisión macroprudencial	122
4	Conclusiones	130
	Referencias y bibliografía	133
Anexo 1	Canales de transmisión de los riesgos climáticos y su traducción en riesgos financieros	135
Anexo 2	Normativa europea relativa a la divulgación en materia de sostenibilidad	136

Índice de cuadros, gráficos, recuadros e ilustraciones

Cuadro 1	Características diferenciadoras de los riesgos climáticos	110
Cuadro 2	Riesgos ASG derivados de la actividad de las ESI	116
Cuadro 3	Riesgos climáticos relevantes para las ECC	119
Cuadro 4	Áreas de trabajo en la CNMV relacionadas con el seguimiento de los riesgos financieros relacionados con el clima	131
Cuadro 5	Canales de transmisión de los riesgos climáticos y su traducción en riesgos financieros	135
Cuadro 6	Normativa europea relativa a la divulgación en materia de sostenibilidad	136
Gráfico 1	Evolución de los volúmenes de instrumentos financieros sostenibles en la zona euro entre diciembre 2015 y junio de 2021	111
Recuadro 1	Delimitación del mandato de la CNMV	113
Recuadro 2	Pruebas de estrés climático del BCE	128
Ilustración R1.1	Competencias de la CNMV	114

Siglas utilizadas

AMCESFI	Autoridad Macropudencial Consejo de Estabilidad Financiera
ASG	Factores ambientales, sociales y de gobernanza (en inglés, ESG)
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIS	Bank for International Settlements
BMR	Benchmark Regulation - Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive - Propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad
EACH	European Association of CCP Clearing Houses
ECC	Entidad de contrapartida central
EBA	European Banking Authority
ECB	European Central Bank (en castellano, BCE)
EFAMA	European Fund and Investment Management Association
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESAP	European single access point
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados (European Securities and Markets Authority)
ESRB	European Systemic Risk Board
FSB	Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board)
GEI	Gases de efecto invernadero
Fundación IFRS	Fundación para las Normas internacionales de información financiera
IIC	Institución de inversión colectiva
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores (International Organization of Securities Commissions)
IPCC	Intergovernmental Panel on Climate Change - Grupo Intergubernamental de Expertos sobre el Cambio Climático
NFRD	Non-Financial Reporting Directive - Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.
NGFS	Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero
ODS	Objetivos de Desarrollo Sostenible
PIB	Producto interior bruto
PRES	Proceso de revisión y evaluación supervisora (en inglés, SREP)
Pyme	Pequeñas y medianas empresas

SFDR	Sustainable Finance Disclosure Regulation - Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros
TCFD	Grupo de trabajo sobre divulgaciones financieras relacionadas con el clima
UE	Unión Europea

Integración del seguimiento del riesgo climático en la supervisión prudencial, de conducta y macroprudencial de la CNMV

Una vez que el cambio climático se convierta en un problema definitorio para la estabilidad financiera, es posible que ya sea demasiado tarde.

Mark Carney

1 Introducción

Los riesgos relacionados con el clima tienen su traducción en forma de riesgos económicos y financieros, quedando de este modo dentro del ámbito de los mandatos de los supervisores financieros, que han de velar por la solidez y por el correcto y eficiente funcionamiento del sistema financiero. Así lo reconoce la Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero (NGFS) creada en 2017, que, entre sus recomendaciones para lograr una transición ordenada hacia una economía con bajas emisiones de carbono, insta a los supervisores a «integrar los riesgos relacionados con el clima en el seguimiento de la estabilidad financiera y en la *micro supervisión*»¹.

Esta recomendación ha pasado a ser un mandato vinculante para los supervisores financieros españoles con la reciente Ley 7/2021², que, con el objeto de facilitar el cumplimiento de las metas climáticas del Acuerdo de París³, entre otras medidas, solicita al Banco de España, a la CNMV y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones que, bajo la coordinación de la autoridad macroprudencial y en el marco de sus respectivas competencias, evalúen el riesgo para el sistema financiero español derivado del cambio climático y propongan medidas para su mitigación.

Este artículo describe las acciones de seguimiento de los riesgos financieros relacionados con el clima que corresponden a la CNMV como supervisor de los mercados de valores. La sección 2 analiza el papel del sistema financiero y del mercado de capitales en la financiación de la transición a una economía sostenible y en la gestión de los riesgos asociados; la sección 3 desarrolla los aspectos de la supervisión financiera que requieren ajustes para considerar los riesgos climáticos, basándose para ello en la investigación y literatura existentes y en las prácticas de autoridades y organismos líderes en la materia. Finalmente, la sección 4 recoge y sintetiza las principales conclusiones.

1 Esta es la primera recomendación de la NGFS dirigida a los bancos centrales y supervisores financieros a fin de que intensifiquen esfuerzos para facilitar el papel del sector financiero en el logro de los objetivos del Acuerdo de París. NGFS (2019).

2 Artículo 33 de la Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética.

3 El Acuerdo de París es un tratado internacional, jurídicamente vinculante. Fue adoptado por 196 países el 12 de diciembre de 2015 y entró en vigor el 4 de noviembre de 2016. Mediante este acuerdo, los Estados miembros de las Naciones Unidas aprobaron los 17 objetivos y 169 metas para el desarrollo sostenible, comprometiéndose a su cumplimiento en el año 2030, lo que se conoce como los ODS de la Agenda 2030. Naciones Unidas (2015).

2 Papel de los mercados de capitales en la transición a una economía sostenible y en la gestión del riesgo relacionado con el clima

Distintos estudios climáticos muestran que alcanzar cero emisiones netas de CO₂ para 2050 a nivel mundial —una condición necesaria para limitar el calentamiento global a 1,5 °C en relación con los niveles preindustriales— requerirá una transición ambiciosa en todos los sectores de la economía. Si estos cambios ocurren de manera ordenada, los escenarios sugieren que podría darse un aumento del PIB mundial y un menor desempleo en relación con las tendencias anteriores. Sin embargo, si la transición falla, lo que podría provocar un aumento de la temperatura por encima de 3 °C, el PIB mundial en 2100 podría llegar a reducirse al menos en un 13 %, incluso antes de tener en cuenta las posibles consecuencias de los fenómenos meteorológicos severos⁴.

Este horizonte explica que el cambio climático se haya convertido en una de las preocupaciones más destacadas a nivel global y que los gobiernos de todo el mundo se hayan comprometido a combatirlo de manera firme para lograr una transición rápida y ordenada a una economía descarbonizada.

El Acuerdo de París, que asumía las evaluaciones científicas realizadas por el Panel Intergubernamental sobre Cambio Climático (IPCC⁵), representó un hito en este sentido, ya que busca una respuesta mundial, en el contexto del desarrollo sostenible y de los esfuerzos por erradicar la pobreza, para frenar el calentamiento global y reducir las emisiones de gases de efecto invernadero de los países que lo suscriben hasta alcanzar la neutralidad climática en 2050. Al mismo tiempo, trata de fomentar la financiación de las inversiones necesarias para respaldar dichos objetivos.

Desde 2015 se ha venido trabajando en este sentido desde diferentes ámbitos, tanto por parte del G-20, las Naciones Unidas, la Comisión Europea, los bancos centrales y los supervisores como del sector financiero y otras instituciones públicas y privadas que han puesto en marcha iniciativas a nivel global y europeo a fin de movilizar financiación para conseguir una transición que permita hacer frente al cambio climático⁶.

4 La NGFS ha identificado seis escenarios para facilitar el análisis de los posibles impactos de los riesgos climáticos para la economía y el sistema financiero. Se publicaron en julio de 2021 (NGFS, 2021), junto con un sitio web interactivo (NGFS Scenarios Portal) que permite el acceso a todos los datos y publicaciones y proporciona visualizaciones interactivas de los escenarios y de los datos que los sustentan. También ofrece un enlace a un explorador de impacto climático (Climate Analytics — Climate impact explorer) en el que los usuarios pueden descargar datos detallados de riesgo físico.

5 El Panel Intergubernamental sobre el Cambio Climático (IPCC) es el organismo creado por las Naciones Unidas para realizar evaluaciones científicas sobre el cambio climático, sus implicaciones y posibles riesgos futuros, así como para presentar opciones de adaptación y mitigación.

6 El trabajo de González (2021) recoge en detalle las principales iniciativas institucionales en marcha, tanto públicas como privadas, relacionadas con las finanzas sostenibles. Esta variedad de iniciativas requiere de una acción coordinada, asumida por el FSB, que ha publicado una hoja de ruta que aborda cuatro áreas interrelacionadas: las divulgaciones a nivel de empresas, los datos, el análisis de vulnerabilidades y las herramientas de regulación y de supervisión. FSB (2021).

El sector financiero está llamado así a desempeñar un papel esencial para facilitar la transición hacia una economía baja en carbono, viéndose implicado desde una doble perspectiva:

- Primero, por su papel de **canalizador de la financiación** necesaria para realizar las cuantiosas inversiones que requiere el cumplimiento de las metas climáticas. A través de sus políticas de préstamos y de inversión, el sector financiero juega un papel fundamental en la reorientación del flujo de capitales. Si bien los bancos tienen la capacidad de ser determinantes en la reasignación de recursos necesaria para su consecución, por ahora los mercados de valores están siendo pioneros en el desarrollo de nuevos productos, siendo los bonos verdes el instrumento de financiación verde más utilizado.

La combinación de instrumentos de política fiscal, económica y financiera, así como la sensibilización y preferencia cada vez mayor de los ciudadanos e inversores por productos sensibles con los factores de sostenibilidad pueden configurar un sistema de incentivos para el desarrollo y la reorientación de un mercado de capitales alineado con estos objetivos.

- Segundo, por los **riesgos financieros** que el cambio climático y la transición hacia una economía baja en carbono implican, los cuales afectan al balance de las entidades financieras y tienen, además, una naturaleza sistémica. La adecuada gestión de estos riesgos por parte de las entidades, su consideración en la regulación y supervisión prudencial y de conducta, y los ajustes necesarios en la política macroprudencial resultan clave para impulsar el cambio y lograr una transición ordenada.

Esta integración y la formulación de políticas adecuadas para su mitigación entrañan, sin embargo, desafíos considerables debido a las características de estos riesgos, que los diferencian de las fuentes tradicionales de riesgos financieros, lo que exige disponer de información confiable y datos suficientemente granulares, así como de diagnósticos apropiados basados en metodologías de medición prospectivas e instrumentos de política eficaces⁷.

7 El BCBS ha formulado recomendaciones sobre las áreas que requieren mayor exploración analítica para mejorar la medición, el seguimiento y la gestión de los riesgos financieros relacionados con el clima. Estas áreas se refieren a las lagunas en los datos y la clasificación de riesgos, así como a las metodologías para abordar las incertidumbres asociadas con la naturaleza del cambio climático y el horizonte de tiempo potencialmente más largo para que se manifiesten los riesgos. BCBS (2021a) y BCBS (2021b).

Impacto de gran alcance en amplitud y magnitud	→	El cambio climático afectará a todos los agentes de la economía (hogares, empresas, gobiernos...), en todos los sectores y geografías. Es probable que los riesgos estén correlacionados y, potencialmente agravados por sucesos críticos, de manera no lineal. Esto significa que serán mucho mayores y más amplios, afectando a múltiples líneas de negocio, sectores y áreas geográficas, por lo que el impacto total en las entidades y en el sistema financiero puede ser mayor que para otros tipos de riesgo. Ello hace que sean riesgos escasamente diversificables.
Horizonte temporal largo e indefinido	→	El horizonte temporal en el que pueden cristalizar es más largo y menos conocido que los horizontes temporales utilizados en la planificación empresarial y en la evaluación de riesgos tradicionales.
Carácter previsible	→	Aunque los resultados exactos, dado el horizonte temporal y la trayectoria futura, son inciertos, existe un alto grado de certeza de que en el futuro se materializará alguna combinación de riesgos físicos y de transición.
Irreversibilidad	→	El impacto del cambio climático está determinado por la concentración de emisiones de gases de efecto invernadero en la atmósfera y actualmente no existe una tecnología consolidada para revertir el proceso. Por encima de cierto umbral, los científicos estiman que el cambio climático tendrá consecuencias irreversibles en nuestro planeta, aunque sigue habiendo incertidumbre sobre la gravedad y el horizonte temporal exactos.
Dependencia de acciones a corto plazo	→	La magnitud y la naturaleza de los impactos futuros vendrán determinados por las acciones que tomen hoy los gobiernos, bancos centrales y supervisores, participantes en los mercados financieros, inversores, consumidores, empresas y hogares.

Fuente: NGFS (2019).

Los mercados de capitales son clave para cumplir las ambiciones climáticas, ya que se requiere una cantidad sustancial de inversión y financiación para cumplir el objetivo de neutralidad de carbono para 2050. La Comisión Europea estima que la UE necesitará 480.000 millones de euros en inversión adicional al año durante esta década para cumplir su objetivo de reducción de emisiones para 2030⁸. Se espera que los mercados de capitales actúen como catalizadores para movilizar y asignar financiación, complementando así los préstamos bancarios y las inversiones públicas.

Los mercados de deuda sostenible de la zona euro se están desarrollando rápidamente y la emisión de bonos sostenibles en 2020 fue más de tres veces mayor que el importe de los préstamos verdes.

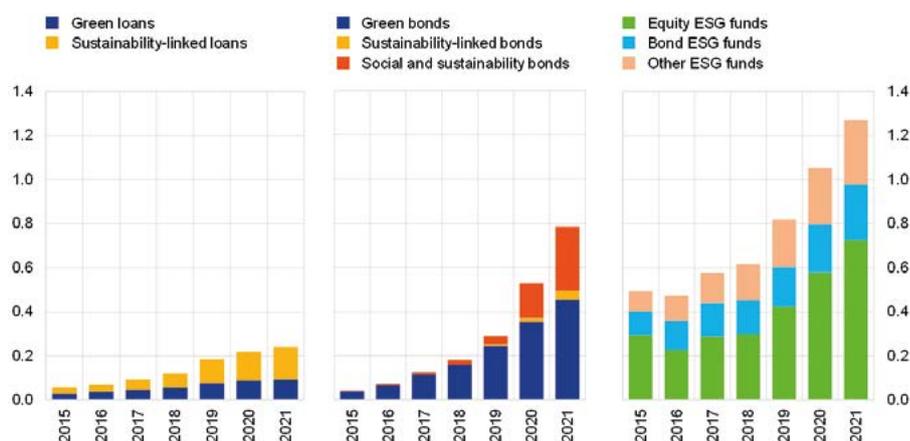
Los instrumentos financieros sostenibles, como los bonos verdes, sostenibles y vinculados a la sostenibilidad, siguen representando menos del 10 % de sus respectivos mercados en la zona euro, pero su volumen ha crecido rápidamente en los últimos seis años. El plan de la Comisión Europea de emitir hasta 225.000 millones de euros en bonos verdes entre mediados de 2021 y 2026 como parte del fondo de recuperación NextGeneration EU ampliará aún más estos mercados.

El saldo vivo de bonos verdes emitidos por los residentes de la zona euro se ha multiplicado por ocho. El de bonos catastróficos casi se ha duplicado. Desde 2015, los activos bajo gestión de fondos ASG casi se han triplicado. Sin embargo, solo un porcentaje mucho menor corresponde a fondos cuyo objetivo es el de contribuir a la lucha contra el cambio climático o responde a fondos que efectivamente gestionan de forma adecuada los riesgos asociados al cambio climático.

8 Comunicación de la Comisión Europea. Comisión Europea (2021b).

Evolución de los volúmenes de instrumentos financieros sostenibles en la zona euro entre diciembre de 2015 y junio de 2021 (en billones de euros)

GRÁFICO 1



Fuente: Born *et al.* (2021).

Los derivados relacionados con las emisiones de CO₂ se han multiplicado por más de siete. A medida que aumentan los riesgos de transición para el sistema financiero con los precios más altos del carbono, deben gestionarse activamente. Esto está provocando un incremento de los volúmenes en los mercados de derivados relacionados con las emisiones, principalmente en relación con los futuros sobre derechos de emisión que se utilizan para cubrir el riesgo de transición.

Este rápido desarrollo de la financiación sostenible a través de los mercados de capitales puede ayudar aún más a reducir el riesgo de transición, al reforzar los incentivos basados en el mercado. Por ejemplo, los instrumentos vinculados a la sostenibilidad, como los bonos de transición, ofrecen una compensación a los inversores cuando el emisor no alcanza un objetivo de sostenibilidad preespecificado (por ejemplo, una reducción mínima de las emisiones de CO₂).

Los mecanismos de cobertura del mercado como los derivados pueden contribuir también a paliar los riesgos de catástrofes relacionados con el clima, tradicionalmente cubiertos mediante instrumentos de seguros. Aunque los intentos recientes de lanzar derivados climáticos en Europa han recibido un tibio interés por parte de los participantes del mercado, podrían tener un importante desarrollo en el futuro en caso de que las coberturas de seguros sean impracticables si aumentan los desastres naturales y las pérdidas que ocasionan.

Un trabajo reciente publicado en el boletín macroprudencial del BCE⁹ destaca que los mercados de capitales verdes están creciendo rápidamente y parecen ser más resistentes y estar mejor integrados que los tradicionales. Sin embargo, sin más esfuerzos para mejorar las estructuras y normas subyacentes de los mercados de capitales, los riesgos de fragmentación nacional y de blanqueo ecológico siguen siendo altos y pueden inhibir el desarrollo de mercados de capital verde integrados y resilientes, un mayor crecimiento de las finanzas verdes y, en última instancia, la transición hacia la neutralidad de carbono.

9 Born *et al.* (2021).

Los esfuerzos regulatorios actuales para avanzar en la comparabilidad y la estandarización de los productos financieros sostenibles —como la ampliación del marco de la taxonomía y de las etiquetas para instrumentos financieros—, así como para mejorar su verificación y supervisión y para centralizar el acceso a la información relacionada con la sostenibilidad a través de una plataforma única en toda la UE ayudarán a mitigar algunos de estos riesgos¹⁰.

3 Consideración de los riesgos relacionados con el clima en la supervisión financiera

Aunque el financiero es uno de los sectores económicos con menos impacto directo en el medio ambiente debido a sus bajas emisiones de GEI, su huella tiene lugar de modo indirecto, ya que el grueso de sus emisiones se concentra en el alcance 3 debido a la amplitud de sectores cubiertos con actividades como la concesión de préstamos, la inversión, la suscripción de seguros y la gestión de activos. De este modo, el sector financiero está muy expuesto a los riesgos derivados del cambio climático al financiar a todos los sectores y multitud de empresas, tanto aquellas que están expuestas a fenómenos meteorológicos extremos como aquellas que se verán afectadas por la transición hacia una economía más sostenible.

Estos riesgos, físicos y de transición, y la respuesta de la sociedad a ellos presentan oportunidades para las instituciones financieras y las empresas, pero también constituyen una fuente emergente de riesgo sistémico y tienen el potencial de desestabilizar la prestación de servicios por parte de las entidades financieras y el funcionamiento normal de los mercados financieros, con efectos en cadena para la economía real. El cuadro 5 del anexo 1 recoge los canales de transmisión micro y macroeconómicos de los riesgos climáticos y su traducción en riesgos financieros.

Hasta ahora, la consideración del seguimiento de los riesgos climáticos por bancos centrales y supervisores financieros ha tenido un enfoque prudencial y de estabilidad financiera. Sin embargo, desde la perspectiva de un supervisor que ha de velar por la protección del inversor y el correcto y eficiente funcionamiento de los mercados, una adecuada transparencia y una correcta formación de precios cobran especial relevancia, ya que lo contrario puede conducir a la pérdida de confianza por parte de los inversores en las finanzas sostenibles, a decisiones de asignación de capital contrarias a sus objetivos y a prácticas de blanqueo ecológico (*greenwashing*), que podrían producir pérdidas derivadas de cambios en los precios de los activos como resultado de su sobrevaloración.

En un reciente trabajo, ESMA plantea cómo los riesgos medioambientales pueden afectar a los mercados de valores de la UE y a sus participantes, y su enfoque para integrarlos en su marco general de evaluación y seguimiento de riesgos como una nueva categoría que capture tanto los causantes de riesgo físico y de transición como sus mitigantes. Como parte de este marco, ESMA identifica tres riesgos centrales relevantes para el cumplimiento de su mandato¹¹:

10 Estas medidas están anunciadas en la Comunicación de la Comisión Europea. Comisión Europea (2021b).

11 ESMA (2022a).

- Los cambios abruptos en el sentimiento del mercado pueden conducir a ventas masivas, cambios en los precios y volatilidad. La información sobre la exposición potencial de las instituciones financieras a los riesgos climáticos y las políticas vigentes para gestionarlos pueden ayudar a mitigar los efectos, al igual que los planes claros de transición hacia modelos comerciales más sostenibles.
- Las prácticas de *greenwashing*, que, a pesar de su complejidad y la ausencia de definición legal, pueden dañar la confianza de los inversores.
- Los fenómenos meteorológicos extremos, como tormentas, inundaciones o incendios, pueden dañar los activos físicos, provocar alteraciones en los precios e interrupciones operativas en infraestructuras críticas de mercado, como plataformas de negociación o entidades de contrapartida central.

ESMA ha comenzado a publicar en su informe sobre tendencias, riesgos y vulnerabilidades algunos indicadores nuevos que pueden ser relevantes para el seguimiento del riesgo climático en los mercados de valores. Entre ellos, la evolución del número de empresas que publican datos de emisiones de alcance 1, por entender que con ello se contribuye a reducir asimetrías de información y el riesgo de cambios en el sentimiento del mercado por razones subjetivas. También publica la evolución del número de controversias relacionadas con el clima que afectan a entidades financieras, por ser un indicador de mayores riesgos de transición¹².

La CNMV no es ajena a esta realidad, por lo que también incorpora, en cumplimiento de su mandato, el seguimiento de estos riesgos como parte integrante de su enfoque de supervisión orientado al riesgo. Los siguientes epígrafes analizan cómo se puede realizar dicha incorporación. Como organización, la CNMV contempla asimismo la integración de factores de sostenibilidad en la gestión de su actividad¹³.

Delimitación del mandato de la CNMV

RECUADRO 1

La CNMV es el organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en ellos, con el objetivo de velar por la transparencia de los mercados y la correcta formación de los precios, así como la protección de los inversores.

La acción de la CNMV se proyecta principalmente sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva.

Sobre estas últimas, así como sobre las infraestructuras de los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una **supervisión prudencial** que garantiza su solvencia y la seguridad de las transacciones. También desarrolla funciones de

12 Véase el anexo estadístico de este artículo. ESMA (2022b).

13 Los planes de actividades de la CNMV para 2021 y 2022 recogen el compromiso de la CNMV con la sostenibilidad tanto en el ejercicio de sus competencias como en la conducción de su actividad. CNMV (2021a) y CNMV (2022).

resolución sobre empresas de servicios de inversión y entidades de contrapartida central para asegurar la prestación de funciones críticas en situaciones de inviabilidad sin perjudicar la estabilidad financiera y sin recurrir a fondos públicos.

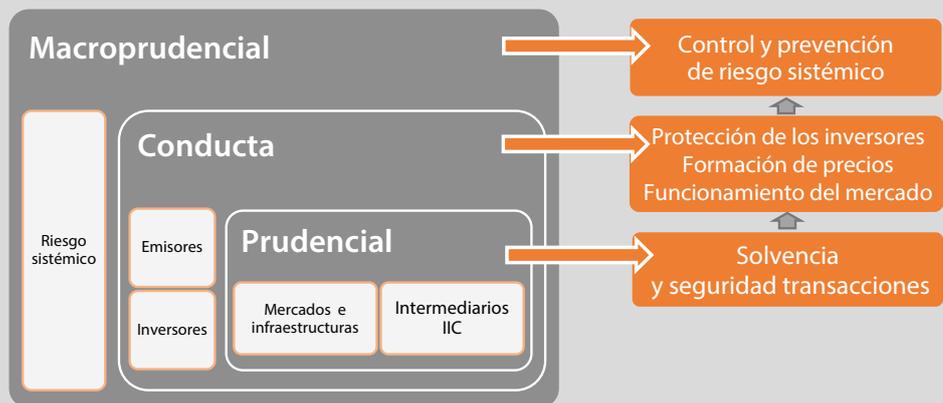
Asimismo, desarrolla una **supervisión de la conducta** observada por los agentes que participan en los mercados. La supervisión de conducta tiene un triple foco:

- La protección de los inversores como consumidores y usuarios de productos y servicios de inversión, garantizando que cuenten con toda la información necesaria para poder tomar sus decisiones de forma ajustada a su perfil de riesgos y demás características relevantes, y que las prácticas de comercialización sean las adecuadas.
- Asegurar que los mercados dispongan de información suficiente, fidedigna y oportuna para garantizar su funcionamiento eficiente y la correcta formación de los precios, y que se eviten prácticas de abuso de mercado.
- Garantizar que el desarrollo de los negocios de las entidades que prestan servicios de inversión se realice de forma estable en el marco de los requerimientos organizativos, de gobierno y de control que están obligadas a cumplir.

Por último, la CNMV también ejerce un papel fundamental en el **control de la estabilidad financiera** a través de la vigilancia de los riesgos sistémicos que se originan y propagan a través de los mercados de valores y el ejercicio de competencias en materia de política macroprudencial que le han sido otorgadas por la regulación¹.

Competencias de la CNMV

ILUSTRACIÓN R1.1



Fuente: Elaboración propia.

1 El Real Decreto-ley 22/2018, de 14 de diciembre, por el que se establecen herramientas macroprudenciales reconoce el papel de la CNMV en la política macroprudencial y la dota de instrumentos y herramientas para mitigar perturbaciones sistémicas, bajo la coordinación de la AMCESFI, creada mediante el Real Decreto 102/2019, de 1 de marzo.

3.1 Supervisión prudencial

La supervisión prudencial busca salvaguardar la solidez de las entidades y la seguridad y el buen funcionamiento de los mercados. Aunque la CNMV despliega esta actividad en relación con las instituciones de inversión colectiva, las empresas de servicios de inversión (ESI) y las infraestructuras de mercado, la integración del seguimiento de los riesgos relacionados con el clima desde una perspectiva microprudencial afecta singularmente a las ESI, por su función de intermediación, y a las cámaras de contrapartida central (ECC), por su función de centralización de funciones esenciales para el funcionamiento de los mercados.

3.1.1 Empresas de servicios de inversión

La regulación prudencial de las entidades financieras, ESI¹⁴ y bancos se ha adaptado recientemente para recoger los riesgos ASG y su integración tanto en los procesos, estrategias y divulgación por parte de las entidades como en la revisión y evaluación realizada por las autoridades competentes de supervisión (véase cuadro 6 del anexo 2).

En cumplimiento del mandato contenido en la regulación¹⁵, la EBA ha desarrollado definiciones uniformes de los riesgos ASG y criterios cualitativos y cuantitativos para la evaluación del impacto de estos riesgos sobre la solidez financiera de las entidades a corto, medio y largo plazo, identificando los indicadores, métricas y métodos de evaluación que son necesarios para una gestión eficaz de los riesgos ASG, así como las brechas y desafíos pendientes¹⁶.

En una primera aproximación, los riesgos ASG a los que se pueden ver expuestas las ESI se pueden describir del modo que se recoge en el cuadro 2.

En general, las ESI no son individualmente sistémicas y se diferencian de las entidades de crédito en que no mantienen grandes carteras de préstamos minoristas y corporativos ni aceptan depósitos. Por lo tanto, los riesgos ASG a los que se enfrentan las ESI son diferentes a los que se presentan para las entidades de crédito.

A juicio de la EBA, las entidades deben incorporar los riesgos ASG en sus estrategias y objetivos y en sus estructuras de gobierno para gestionarlos como impulsores de los riesgos financieros en su apetito por el riesgo y en su proceso interno de asignación de capital. Esta integración ha de hacerse teniendo en cuenta las actividades de inversión y los servicios específicos que prestan y de acuerdo con un principio de proporcionalidad.

14 Las ESI cuentan en la actualidad con un nuevo régimen prudencial, diferente del aplicable a las entidades de crédito, más ajustado a su diversidad, así como a sus perfiles de riesgo específicos, no siempre adecuadamente capturados por el marco prudencial bancario. El nuevo marco prudencial se encuentra contenido en la Directiva (UE) 2019/2034 (IFD) y en el Reglamento (UE) 2019/2033 (IFR).

15 El artículo 35 de IFD para las ESI y el artículo 98 de la Directiva sobre requisitos de capital (CRDV) en relación con las entidades de crédito.

16 EBA (2021b).

Servicios y actividades que pueden generar riesgos ASG	Manifestación de los riesgos
ESI que operan por cuenta propia, ya sea en su propio nombre o en nombre de sus clientes	<ul style="list-style-type: none"> • Riesgo de mercado relacionado con las posiciones de su balance. • Riesgo de posición neta. Los activos financieros sujetos a riesgos ASG pueden perder el valor de transacción registrado en la cartera de negociación. • Flujos diarios de negociación. Los instrumentos financieros afectados por riesgos ASG pueden provocar cambios en el valor del flujo de negociación diario total. • Riesgo de concentración. Las exposiciones a una posición individual o un grupo de contrapartes conectadas pueden ser más propensas al riesgo ASG.
ESI que operan por cuenta propia en derivados sobre materias primas	<ul style="list-style-type: none"> • Este tipo de inversiones (energía, productos agrícolas...) puede exacerbar el impacto de los riesgos ASG.
ESI que realizan gestión de carteras	<ul style="list-style-type: none"> • En caso de elevada concentración (geográfica o en un sector específico), habría mayor propensión a sufrir impactos por riesgos ASG y la liquidez de estos activos se podría resentir. • Los riesgos ASG afectarían negativamente la capacidad de rendimiento de los activos financieros y su depreciación. Consiguiente pérdida de clientes insatisfechos, reducción de activos bajo gestión, reducción de honorarios y otros ingresos, reclamaciones por daños si la ESI no ha informado correctamente a los clientes sobre los posibles riesgos ASG que afecten a sus carteras de conformidad con el artículo 6, apartado 1, letra b), del Reglamento (UE) 2019/2088.
ESI que realizan gestión de carteras y asesoramiento de inversiones	<ul style="list-style-type: none"> • En la medida en que los clientes demanden estrategias de inversión favorables a los factores ASG o que eviten las actividades perjudiciales, las ESI que no puedan ofrecer estas estrategias se verían perjudicadas (pérdida de clientes y de honorarios y otras ganancias). • La falta de capacidad para proporcionar estrategias de inversión sostenibles puede conllevar riesgo de reputación derivado de la inversión en actividades dañinas.
ESI que prestan servicio de intermediación	<ul style="list-style-type: none"> • Los instrumentos financieros afectados por riesgos ASG pueden generar volatilidad en la cantidad y el valor de las órdenes de clientes tramitadas diariamente, como resultado de una mayor demanda para abrir o cerrar posiciones en estos instrumentos, lo que podría afectar negativamente a los requisitos de capital de las ESI.

Fuente: EBA (2021b).

En cuanto a la integración de los riesgos ASG en la supervisión prudencial de las ESI, es preciso mejorar el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES) de manera proporcionada y adaptada a su modelo de negocio y perfil de riesgo. Ello exige la revisión y adaptación de las directrices de la EBA sobre PRES aplicables a las ESI, ya que el marco vigente no permite todavía la adecuada comprensión del impacto a largo plazo de los riesgos ASG¹⁷. La EBA propone un enfoque gradual, comenzando con la inclusión de factores y riesgos ambientales y climáticos en la supervisión y en los modelos de negocio y de gobierno interno, y continuar profundizando en el proceso de identificación y evaluación de los factores sociales y de gobernanza.

17 La EBA inició en noviembre de 2021 el proceso de consulta pública sobre directrices relativas al PRES para las ESI de acuerdo con la IFD. Este documento de consulta incluye los riesgos ASG en la consideración de las vulnerabilidades clave del modelo de negocio y la estrategia de las ESI y su impacto en su viabilidad a largo plazo. Estas directrices, una vez aprobadas, serían aplicables a partir de enero de 2023. EBA (2021c).

En el futuro, la EBA podría extender la evaluación de los riesgos ASG como parte de los riesgos de capital y liquidez, junto con el desarrollo de metodologías adecuadas. También en un futuro debería abordarse cómo integrar los riesgos climáticos en la resolución de las entidades financieras, para alcanzar un entendimiento común a nivel internacional.

3.1.2 Entidades de contrapartida central

Los mercados financieros basan su funcionamiento en infraestructuras clave que, mediante la centralización de determinadas actividades —como la contratación y los procesos de pago, compensación, liquidación y registro— permiten a los participantes gestionar sus riesgos de forma más eficaz y eficiente y, en algunos casos, reducir o eliminar algunos de ellos. Estas infraestructuras concentran los riesgos y crean interdependencias entre ellas y las instituciones participantes, lo que, a su vez, conlleva que se enfrenten a un riesgo sistémico que, de materializarse, podría tener efectos adversos significativos en los mercados a los que sirven y en la economía en general¹⁸.

Entre estas infraestructuras, las ECC han crecido hasta convertirse en un centro crítico en el sistema financiero, por lo que su resistencia y capacidad de gestión de los riesgos son fundamentales para la estabilidad financiera. Esta consideración justifica que las ECC contemplen la integración de los riesgos financieros relacionados con el clima tanto en el plano de su propia gestión y gobernanza como en su supervisión micro y macroprudencial.

La aproximación estratégica con que las ECC han de abordar la gestión de los riesgos del cambio climático no difiere del enfoque seguido por supervisores y organismos nacionales e internacionales para el resto de entidades financieras, debiendo, por tanto, incorporar su consideración en sus estrategias y objetivos, en su estructura de gobierno, en su proceso de gestión de riesgos y análisis de escenarios, y en la transparencia y divulgación de información financiera y no financiera.

Un componente esencial de la gestión del riesgo de las ECC son las pruebas de resistencia, que se utilizan para determinar y evaluar la idoneidad del nivel y el tipo de recursos financieros que mantienen. Como reconoce un trabajo recientemente publicado por EACH¹⁹, algunas ECC ya consideran en sus pruebas de resistencia los riesgos cuyo efecto es más inmediato, los riesgos físicos; particularmente aquellas que compensan productos directamente afectados por el riesgo climático, como los productos energéticos, agrícolas o determinados CDS, suelen desarrollar escenarios de estrés provocados por desastres naturales.

18 La importancia sistémica de las infraestructuras de mercado (sistemas de pago, depósitos centrales de valores, sistemas de liquidación de valores, contrapartes centrales y registros de operaciones) justifica la existencia de estándares internacionales sobre su organización, resistencia, gestión de riesgos, supervisión, recuperación y resolución, que resultan esenciales para fortalecer y preservar la estabilidad financiera. A este respecto, véanse los Estándares clave para sistemas financieros sólidos del FSB y los Principios para las infraestructuras de los mercados financieros publicados por el BIS.

19 Recientemente, EACH ha publicado un documento sobre la gestión del riesgo climático en las ECC en el que identifica las vías por las que actualmente las ECC ya tienen en cuenta los riesgos relacionados con el clima y plantea cómo puede abordarse una consideración más global de dichos riesgos en el futuro. EACH (2021).

Los riesgos de transición, que surgen durante un periodo más largo que el corto plazo considerado para las pruebas de resistencia de las ECC, generalmente se capturan en otros tipos de análisis realizados por estas entidades, como las pruebas relacionadas con riesgos operativos.

No obstante, actualmente no existe una guía o regulación específica para la gestión del riesgo climático para las ECC, derivado de la exposición de las entidades que actúan como miembros compensadores, de las propias ECC, de los mercados financieros y la economía en general a factores causados por el clima o relacionados con el cambio climático. Sin embargo, los supervisores han comenzado a trabajar y discutir el impacto de estos riesgos en la resistencia de las ECC y su consideración en la gestión de riesgos²⁰.

Aunque todavía no se ha comenzado a tratar el impacto de los riesgos climáticos en la resolución, este campo debería abordarse a nivel internacional. Al igual que otras tendencias globales como la innovación digital, el riesgo relacionado con el clima ha de tenerse en cuenta en la evaluación de la resolubilidad, en la definición de escenarios de resolución y en la planificación de la resolución de las ECC con el fin de asegurar la continuidad de funciones y servicios críticos en situaciones de inviabilidad y de disponer de las herramientas y recursos necesarios para ello.

Desde el punto de vista macroprudencial, en la UE, tanto la EBA como EIOPA ya han comenzado a trabajar en la consideración de los riesgos climáticos en las pruebas de estrés globales de los sectores bancarios²¹ y de seguros²². ESMA, como responsable de evaluar la resistencia de las ECC a la evolución adversa del mercado e identificar los riesgos potenciales para la estabilidad financiera con el uso de las pruebas de resistencia, ha previsto en su plan de trabajo para 2022²³ avanzar en la integración de los riesgos climáticos en sus escenarios de ejercicios de estrés y de análisis de sensibilidades de estas infraestructuras. Para ello, reconociendo que «[l]a evaluación del riesgo climático a nivel de las ECC individuales aún está en pañales y que, hasta la fecha, no parece que se haya llevado a cabo ninguna prueba de estrés climático entre las ECC en ninguna jurisdicción»²⁴, ESMA ha planteado un enfoque que identifica cuatro

20 En marzo de 2022 se ha celebrado la Cuarta Conferencia Anual Conjunta del Deutsche Bundesbank, el Banco Central Europeo y el Banco de la Reserva Federal de Chicago sobre Gestión de Riesgos de ECC. Este año, la conferencia se ha centrado, además de en los impactos de los desarrollos tecnológicos, en los riesgos del cambio climático para las ECC.

21 Entre 2020 y 2021, la EBA ha llevado a cabo un ejercicio piloto a escala de la UE sobre el riesgo climático con objeto de mapear la exposición de los bancos a dicho riesgo y proporcionar una idea de los esfuerzos de estimación que estos han llevado a cabo hasta ahora. Este ejercicio, realizado en colaboración con el ESRB y el BCE, servirá como base para diseñar una prueba de resistencia al riesgo climático para el sector bancario de la UE, así como para desarrollar metodologías y requisitos de datos que sean adecuados para este propósito. EBA (2021a).

22 En el segundo documento de debate sobre los principios metodológicos de las pruebas de resistencia de los seguros, publicado por EIOPA en 2020, se plantea una sección específica sobre el marco de pruebas de resistencia sobre el cambio climático. EIOPA (2020a). En diciembre de 2020, EIOPA publicó un análisis de sensibilidad de los riesgos de transición relacionados con el cambio climático en la cartera de inversiones de las aseguradoras europeas que servirá de base para informar el trabajo futuro de EIOPA sobre pruebas de estrés. EIOPA (2020b).

23 En su programa de trabajo para 2022, ESMA identifica en el apartado sobre *Risk Monitoring and Analysis* el objetivo de avanzar en la integración de los riesgos climáticos en las pruebas de resistencia. ESMA (2021b).

24 ESMA (2022c).

elementos de riesgo climático que pueden afectar negativamente a las ECC: riesgo físico, riesgo de transición rápida, riesgo comercial y riesgo de reemplazo de garantías.

Riesgos climáticos relevantes para las ECC

CUADRO 3

Tipo de riesgo	Definición y canal de transmisión	Plazo considerado
Riesgo físico	Efecto de un evento meteorológico extremo en las operaciones de la ECC o de otras entidades a las que está expuesta, combinado con posibles movimientos de precios en los mercados afectados por el evento, tanto energéticos como de materias primas y otros que también pueden afectar negativamente al precio de las acciones de las empresas afectadas.	Muy corto plazo
Riesgo de transición rápida	Riesgos financieros y de reputación que podrían ocasionar cambios bruscos y rápidos en el comportamiento de los inversores aumentando la volatilidad del mercado. Estos repuntes repentinos de la volatilidad del mercado, si se combinan con incumplimientos de uno o varios miembros compensadores, afectarían a la ECC.	Muy corto plazo
Riesgo de negocio	Si la compensación está vinculada a activos o actividades <i>marrones</i> y las transacciones disminuyen con el tiempo, no viéndose compensadas las pérdidas de ingresos para la ECC con nuevas actividades, esto puede impactar negativamente en la ECC a largo plazo.	Largo plazo
Riesgo de colateral (efecto de segunda ronda)	Si las políticas de márgenes de la ECC se mantienen (no tienen en cuenta aspectos medioambientales) a largo plazo, puede ocurrir una disminución generalizada y constante del valor de un conjunto de activos, lo que requerirá la aportación de garantías adicionales. Este movimiento más lento crearía una demanda adicional por parte de los miembros de la ECC de activos <i>verdes</i> a costa de otros activos <i>marrones</i> .	Largo plazo

Fuente: ESMA (2022c) y elaboración propia.

En una primera fase de análisis, se considera únicamente la materialidad simple, es decir, el impacto del riesgo climático en la ECC y las trayectorias climáticas como *shocks* exógenos, en el sentido de evaluar la respuesta de la ECC a un evento adverso en lugar de modelar las razones que conducen a dicha situación.

A través de una consulta pública en la que se solicita evidencia y opinión a los sectores interesados, ESMA pretende mejorar la identificación y comprensión de estos riesgos, contribuir a la concienciación de los participantes del mercado sobre la relevancia de los riesgos climáticos para las ECC y contar con una base sólida con la que desarrollar la futura prueba de estrés climático de las ECC en toda la UE, a partir de una modelización de escenarios y de una medición de impactos adaptada a las especiales características de estas infraestructuras.

La incorporación por parte de las ECC de indicadores de riesgos climáticos en su organización, en su negocio y en su sistema de control de riesgos contribuirá a la mejor comprensión de las concentraciones y exposiciones del sistema financiero al riesgo relacionado con el clima y ayudará asimismo a mejorar la capacidad de fijar el precio del riesgo climático con mayor precisión y, en última instancia, incentivar un comportamiento de los participantes del mercado más alineado con los objetivos climáticos.

El desarrollo, uso y divulgación de métricas de riesgo climático de forma armonizada en todas las industrias, productos y servicios permitirá mejorar la captura de

estos riesgos y la exposición a ellos de manera más general, así como la comparación y la coherencia de los resultados de los modelos.

3.2 Supervisión de conducta

La UE cuenta con un marco normativo sobre transparencia y divulgación de información relacionada con la sostenibilidad adaptado a las recomendaciones del TCFD²⁵ y de la Fundación IFRS, así como con un sistema de clasificación de actividades económicas sostenibles —la taxonomía de la UE²⁶—. Estos requisitos de transparencia tienen como objetivo mejorar la disponibilidad, coherencia y calidad de la información que pueden utilizar las instituciones financieras, los inversores y los supervisores europeos para evaluar los riesgos relacionados con el clima. El cuadro 6 del anexo 2 recoge las principales normas europeas que se refieren a las divulgaciones sobre sostenibilidad, incluidas las relacionadas con el clima.

El cumplimiento de las normas de divulgación y clasificación, la calidad de los datos y sus fuentes resultan elementos esenciales para el cumplimiento de los objetivos de protección de los inversores y el funcionamiento eficiente de los mercados y la estabilidad financiera.

Por ello, el riesgo de *greenwashing* o de blanqueo ecológico presente en un contexto de rápida evolución y crecimiento de las inversiones ASG, con medidas legislativas cuya elaboración e implementación lleva cierto desfase, se convierte, como reconoce ESMA en su programa de trabajo para 2022²⁷, en un importante riesgo de supervisión para las autoridades con competencias en los mercados de valores.

3.2.1 Gestión de activos y servicios de inversión

En el sector de la gestión de activos, el riesgo de blanqueo ecológico se puede manifestar por la falta de integración de los riesgos de sostenibilidad en las organizaciones, mientras que al mismo tiempo las entidades pueden tender a afirmar que invierten en activos sostenibles de forma engañosa, inexacta o exagerada.

Para los servicios de inversión, también es preciso que las características ASG en la presentación de un producto de inversión sean coherentes con la estrategia que realmente se implementa. El riesgo de desinformación y venta engañosa puede socavar la confianza de los inversores y determinar una asignación de capital contraria a los objetivos de las finanzas sostenibles.

25 TCFD (2017).

26 El sistema de taxonomía proporciona a inversores y empresas las definiciones apropiadas para la identificación de las actividades económicas que pueden considerarse ambientalmente sostenibles. De este modo, la taxonomía se convierte en el instrumento central en la lucha contra el *greenwashing*, ya que crea seguridad para los inversores y protección frente al riesgo de blanqueo ecológico. También contribuye a que las empresas sean más respetuosas con el clima, mitiga la fragmentación del mercado y facilita que las decisiones de inversión sean coherentes con los objetivos climáticos.

27 ESMA (2021b).

Por ello, resulta de especial importancia prestar atención al cumplimiento de los requisitos de transparencia del Reglamento sobre divulgaciones relacionadas con la sostenibilidad en el sector de servicios financieros (SFDR) y a verificar que las entidades cumplen *de facto* los compromisos asumidos en materia de sostenibilidad.

En los índices de referencia climáticos y de sostenibilidad, el riesgo de blanqueo ecológico se relaciona también con las divulgaciones realizadas por sus administradores que puedan ser incoherentes con los requisitos de divulgación sobre sostenibilidad contenidos en el Reglamento sobre índices de referencia (BMR).

Avanzar en la implementación de la taxonomía y de estándares de divulgación armonizados y desarrollar una supervisión rigurosa sobre su cumplimiento contribuirán a mitigar este riesgo. De igual modo, impulsar y facilitar el uso de etiquetas, como las actualmente reguladas para los índices de referencia climáticos y las previstas en los planes de la Comisión Europea para fondos de inversión o para bonos verdes, mejorará la confianza en los productos y servicios de inversión y ayudará a paliar los riesgos de *greenwashing*.

3.2.2 Transparencia de las entidades emisoras

En la divulgación corporativa, el riesgo de *greenwashing* proviene de información incorrecta u omitida en los estados de información financiera y no financiera, así como de la falta de transparencia sobre las limitaciones de las metodologías y los datos utilizados para preparar las divulgaciones²⁸.

El riesgo de blanqueo ecológico es posiblemente uno de los más importantes desde la perspectiva del funcionamiento ordenado de los mercados, ya que también puede conducir a ineficiencias en la formación de los precios y favorecer la sobrevaloración de activos considerados verdes.

El creciente apetito por la inversión en activos ASG, como bonos y acciones de compañías con objetivos ASG, junto con la mayor evidencia de una prima de riesgo verde (conocida como *greenium*²⁹) en los mercados primario y secundario, conlleva menores costes de financiación para los emisores, ya que los inversores parecen estar dispuestos a renunciar a parte de la rentabilidad a cambio de la utilidad de tener activos verdes.

Este proceso puede incentivar que los emisores recurran a divulgar información sobre objetivos climáticos o ASG no veraz o no ajustada a objetivos estratégicos reales, lo que exacerba el ciclo de sobrevaloración de precios y de infraponderación de la falta de calidad de la información en el proceso de toma de decisiones por parte de los inversores.

La aplicación de la propuesta de Directiva sobre información corporativa en materia de sostenibilidad (CSRD) contribuirá a mitigar este riesgo al facilitar la estandarización y

28 El epígrafe 3.3.2 de este artículo recoge, en relación con las entidades emisoras, una descripción de los objetivos, las limitaciones y el proyecto de reforma de la información que las empresas deberán divulgar sobre sostenibilidad y los riesgos asociados.

29 Diversos estudios constatan la existencia de esta prima. Véase la sección sobre finanzas sostenibles del informe ESMA (2022b).

accesibilidad de la información sobre sostenibilidad y al exigir que un tercero revise la información publicada, revisión que por otro lado ya es obligatoria en España.

Las autoridades de supervisión con competencias en materia de conducta y transparencia deben, por tanto, incorporar en sus programas de trabajo las herramientas y la metodología que se consideren más eficaces para abordar el seguimiento y la evaluación del cumplimiento de las normas sobre divulgación de sostenibilidad y calidad de los datos y de los compromisos relacionados con la sostenibilidad en ESI, gestores de activos, entidades de crédito, instituciones de inversión colectiva y entidades emisoras.

3.3 Supervisión macroprudencial

Se necesita una perspectiva macroprudencial para mitigar los riesgos relacionados con el clima en el sistema financiero. Dada su naturaleza sistémica, las autoridades macroprudenciales deberán considerar los riesgos para el sistema financiero en su conjunto y garantizar la coherencia intersectorial³⁰. En última instancia, los enfoques macroprudencial y de supervisión prudencial y de conducta deberán ser complementarios y tener en cuenta el horizonte a largo plazo de los riesgos relacionados con el clima y sus complejas interacciones con la economía real y el sistema financiero.

Como vigilante de la estabilidad financiera, teniendo en cuenta el mandato específico recibido con la Ley 7/2021 y la información disponible, la CNMV se dispone a identificar las vulnerabilidades de los sectores e instituciones que entran en el marco de sus competencias. Este mapeo es especialmente relevante para las entidades emisoras, dado que permite identificar el grado de exposición a los riesgos físicos y las vulnerabilidades a nivel individual y sectorial de estas según su ubicación geográfica y a los de transición en función de su nivel de emisiones de carbono, y para el sector de las instituciones de inversión colectiva, ya que los estudios realizados hasta la fecha reflejan que sus carteras tienen las mayores exposiciones dentro del sistema financiero al menos a los riesgos de transición.

3.3.1 Instituciones de inversión colectiva

Dentro de la categoría de instituciones de inversión colectiva, los fondos de inversión son el vehículo más popular, con un volumen de gestión de activos en España superior a 315.000 millones de euros y casi 15 millones de inversores a finales del tercer trimestre de 2021.

Aunque a finales de 2020, los activos de los fondos de inversión españoles representaban el 2 % del patrimonio total de los fondos de inversión europeos (por detrás del Reino Unido (27 %), Francia (17 %), Alemania (15 %), Suiza (9 %), los Países Bajos (7 %) e Italia (3 %³¹), este volumen de activos supone casi el 30 % del PIB español. Además, la inversión a través de instituciones de inversión colectiva (tanto españolas como extranjeras comercializadas en España) ya representaba el 15,7 % del

30 Así cobra sentido el mandato conferido por la Ley 7/2021 a los supervisores financieros de evaluar el riesgo climático del sistema financiero bajo la coordinación de la autoridad macroprudencial.

31 Según datos publicados por EFAMA (2021).

ahorro financiero de las familias españolas a finales de septiembre de 2021, según Inverco³². La dimensión de la inversión colectiva española siempre ha acaparado una atención supervisora primordial por parte de la CNMV debido a su importancia sistémica.

A nivel de la UE, los fondos de inversión tienen la mayor exposición a sectores económicos sensibles a los cambios climáticos, incluso por encima de la que mantienen los bancos, las compañías aseguradoras y los fondos de pensiones. A esta conclusión llega un reciente trabajo publicado por ESMA³³, por lo que resulta necesario analizar la vulnerabilidad de los fondos y el impacto que podría representar en términos de riesgos financieros la materialización de riesgos climáticos tanto desde el punto de vista individual como a nivel agregado por su impacto en la estabilidad financiera.

Con un universo de 23.352 fondos³⁴ que aglutinan un patrimonio de 8 billones de euros³⁵, este trabajo presenta una serie de conclusiones interesantes para sentar las bases de una supervisión y seguimiento de los riesgos climáticos que incorporan los fondos de inversión:

- Se estima que en los fondos de inversión la exposición a sectores intensivos en emisiones de carbono es superior al 55 %, frente al 14 % del balance del sector bancario de la zona euro, y solo el 1 % estaría alineado con la taxonomía de la UE, de modo que serían altamente vulnerables a una posible alteración repentina en los precios asociada con el cambio climático.
- Los fondos con carteras más contaminantes (fondos marrones) —es decir, aquellos que mayor concentración presentan en sectores con emisiones elevadas³⁶— muestran una mayor diversificación en cuanto al número de empresas en las que invierten que los fondos con carteras más limpias (fondos verdes).
- Esta diversificación esconde, sin embargo, un riesgo de concentración derivado de la mayor conectividad que presentan los fondos marrones en cuanto que sus carteras son más similares que las carteras de fondos verdes³⁷.

32 Inverco (2021).

33 ESMA (2021a).

34 Para este trabajo, ESMA ha contado con la información detallada de la cartera de un universo de 23.352 fondos con detalle a nivel de código ISIN, proporcionada por Morningstar. La información sobre los niveles de emisiones de CO₂ ha sido facilitada por Refinitiv.

35 Se estima que el patrimonio total de los fondos de inversión de la UE ascendía a 15,7 billones de euros a finales del primer trimestre de 2020, según EFAMA.

36 En el estudio de ESMA (2021a), las empresas se han clasificado en cuatro grupos: i) empresas cuyas emisiones están por debajo del tercio inferior (percentil 33) de todas las empresas de la muestra de datos (es decir, empresas *verdes*); empresas cuyas emisiones son superiores o iguales al tercio superior (percentil 67) de todas las empresas (es decir, empresas *marrones*); empresas cuyas emisiones se encuentran entre estos grupos (es decir, empresas *neutrales*), y empresas que carecen de información sobre las emisiones.

37 La similitud de las carteras se mide como el número de inversiones comunes entre dos fondos de inversión, normalizado por el número total de empresas consideradas por cualquiera de los dos fondos. Los fondos están agrupados en cinco grupos en función de las emisiones medias ponderadas de sus carteras: negro (no hay datos de emisiones disponibles para ninguna empresa que se encuentre en la cartera del fondo), verde oscuro (la cartera del fondo está en el nivel más limpio, es decir, en el rango del 0-25 % en términos de emisiones promedio ponderadas), verde claro (la cartera se encuentra en el siguiente nivel más limpio, es decir, en el rango del 25-50 %), amarillo marrón (la cartera está en el rango del 50-

Estos hallazgos sugieren que es probable que los *shocks* financieros relacionados con el clima repercutan de manera desproporcionada en los fondos marrones, ya que las empresas más contaminantes, aunque son menos vulnerables a los riesgos de liquidez, se ven más afectadas por los riesgos financieros relacionados con el clima y contribuyen en mayor medida a pérdidas sistémicas cuando los riesgos se materializan.

Esta conclusión se confirma a través de un ejercicio de simulación de riesgo de climático que contempla cuatro escenarios prospectivos, en un horizonte de cinco años³⁸, de riesgos de transición basados en dos impulsores: el primero de ellos, un *shock* político relacionado con el retraso en la implementación y un cambio abrupto con medidas políticas estrictas para mitigar el impacto adverso del cambio climático³⁹; el segundo impulsor es un *shock* tecnológico, relacionado con avances tecnológicos que puedan lograr reducir las emisiones de CO₂ pero, al hacerlo, conduzcan a revaluaciones dramáticas en todos los sectores económicos (lo que también implica incumplimientos y cancelaciones de activos intensivos en carbono).

A partir de estos dos impulsores, se desarrollan cuatro escenarios: el *shock* político, el *shock* tecnológico, una combinación de ambos y un escenario de *shock* de confianza en el que la ausencia de ambos choques desencadena una caída en la confianza de los consumidores, las empresas y los inversores.

En un entorno de pérdidas totales para el conjunto de los fondos de inversión entre 152.000 millones y 443.000 millones de euros, según el escenario, las pérdidas de los fondos marrones oscilan entre el 9 % y el 18 % del valor de los activos afectados, en contraste con las pérdidas de los fondos verdes, que normalmente se cifran entre el 3 % y el 8 %. Además, los fondos marrones tienen un impacto más sistémico que los fondos verdes, en el sentido de que los primeros contribuyen en mayor medida a las pérdidas totales del conjunto del sector analizado, debido a sus mayores interconexiones dentro del universo de fondos.

Desde el punto de vista de la supervisión prudencial y macroprudencial, se pueden extraer las siguientes conclusiones:

- Aunque todavía no se han llevado a cabo estudios sobre la exposición de los fondos de inversión a los riesgos físicos, que se concentran a nivel regional, las conclusiones de este primer ejercicio realizado por ESMA son un primer paso para avanzar en el análisis y la comparación de los fondos desde la perspectiva del riesgo climático, en términos de contribución y vulnerabilidad frente dicho riesgo.

75 %) y marrón (la cartera está en el rango de emisiones medias ponderadas superior al 75 %). Las emisiones son CO₂ y emisiones equivalentes de CO₂ (alcances 1 y 2 incluidos).

38 Los escenarios empleados cubren un horizonte de cinco años que, aunque corto desde la perspectiva de los riesgos de cambio climático a largo plazo, se considera que funciona bien desde el punto de vista de los activos de los fondos de inversión, que son de plazo relativamente corto, en contraste con las exposiciones a más largo plazo de bancos y compañías de seguros. Los escenarios ignoran los efectos secundarios en términos de la interacción entre los riesgos de la transición energética y el cambio climático.

39 En esta situación, se supone que el precio del carbono aumentará globalmente en 100 dólares estadounidenses por tonelada.

- También corrobora la conveniencia de perfeccionar las calificaciones ASG para los fondos de inversión y la necesidad de una mayor transparencia de los fondos sobre la exposición a sectores sensibles al clima (en el contexto del SFDR).
- Para que estos análisis se pueden llevar a cabo de manera adecuada, es esencial que los emisores cuyos valores están en las carteras de los fondos de inversión divulguen sus correspondientes informes. En este sentido, la revisión de la CSRD es un paso crucial para asentar estos análisis, tanto a nivel individual como desde el punto de vista macroprudencial.
- Desde un punto de vista de seguimiento macroprudencial, resulta necesario también avanzar en el perfeccionamiento de las pruebas de resistencia y en el análisis de los efectos de segunda ronda derivados de los mecanismos de adaptación de las carteras, las ventas de emergencia y el impacto en las preferencias de los inversores de modo que se puedan identificar medidas de mitigación adecuadas y efectivas.

3.3.2 Entidades emisoras

Para lograr que funcione el plan de acción en materia de finanzas sostenibles, es esencial conseguir que las empresas faciliten información adecuada y suficiente sobre los riesgos de sostenibilidad a los que están expuestas y sobre su propio impacto en las personas y en el medio ambiente. En la UE, la Directiva sobre divulgación de información no financiera (NFRD⁴⁰) introdujo esta obligación para las grandes entidades de interés público con más de 500 empleados —emisores de valores, bancos, compañías de seguros y otras empresas designadas por las autoridades nacionales como entidades de interés público—, siguiendo el principio de doble materialidad⁴¹: impacto de sus operaciones en aspectos ASG e impacto de los factores ASG en las operaciones de la empresa.

Según los análisis de impacto realizados por la Comisión Europea⁴², solo un 20 % de las grandes empresas aplica actualmente las normas y únicamente el 30 % solicita algún tipo de verificación de la información. Con el fin de ganar eficacia y facilitar a los usuarios de esta información acceso a un mayor número de empresas, se encuentra en marcha el proyecto de revisión de la NFRD a través del proyecto de CSRD⁴³, que ampliará el alcance de las divulgaciones a todos los emisores de valores que cotizan en mercados regulados (excepto las microempresas), exigirá la revisión por parte de un tercero de la información, que habrá de presentarse conforme a estándares comunes y comunicarse digitalmente, de modo que sea fácilmente

40 Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

41 La doble materialidad aplicable a emisores de valores exige informar de los impactos *inside out* así como *outside in*, tanto positivos como negativos, de ser relevantes.

42 Comisión Europea (2021a).

43 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento (UE) n.º 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad.

accesible y tratable a través de un punto de acceso único europeo⁴⁴. De no haber retrasos, las empresas aplicarían las normas por primera vez en 2024, cubriendo el año fiscal 2023.

Con esta revisión, todas las denominadas *grandes empresas* por la normativa comunitaria⁴⁵ y la mayoría de los emisores de valores cotizados quedarán obligados a reportar información sobre sus riesgos climáticos, con lo que en la UE se pasará de las 11.600 actuales a 49.000 empresas, que cubrirán aproximadamente el 75 % del volumen de negocios de todas las sociedades de responsabilidad limitada en la UE. Las pymes podrán aplicar de manera voluntaria unas normas simplificadas de presentación de informes, lo que les permitirá satisfacer las solicitudes de información de las grandes empresas y los bancos.

Estas reglas y requisitos contribuirán en gran medida a subsanar las lagunas de datos relacionados con el clima en Europa. Sin embargo, siendo este riesgo esencialmente global, es preciso avanzar en la alineación de los estándares de datos a nivel internacional, sobre todo en taxonomías climáticas⁴⁶, con el fin de facilitar la comparabilidad de los datos a través de las fronteras, reducir la carga para las empresas y favorecer la comprensión por parte de los inversores del impacto de estos riesgos en sus decisiones de inversión. La UE está siendo pionera en la regulación sobre sostenibilidad y sobre la gestión de sus riesgos⁴⁷, por lo que estas normas pueden incentivar aún más la divulgación voluntaria más allá de la Unión y el necesario proceso de alineación a nivel global.

Esta revisión supondrá un gran paso en la apuesta por la sostenibilidad en la UE. Se espera que con ello las empresas europeas se vean positivamente influidas en su tránsito hacia una economía sostenible, ya que aumentará su sensibilización y mejorará su gestión de los riesgos relacionados con la sostenibilidad. Por otra parte, plantea algunos retos importantes a corto plazo, como el considerable aumento de costes para las entidades⁴⁸, lo que a su vez puede repercutir negativamente en su

44 Actualmente se tramita una propuesta de la Comisión Europea, que forma parte de un paquete de medidas de refuerzo de sus compromisos sobre la Unión de los Mercados de Capitales, relativa a un punto de acceso único europeo (European Single Access Point - ESAP). Este proyecto permitirá concentrar en una única plataforma, en formato digital, toda la información financiera y no financiera que publican las empresas cotizadas, las grandes compañías que proporcionan información sobre sostenibilidad (sean cotizadas o no), los bancos, las aseguradoras, los fondos de inversión y otras entidades de los mercados financieros.

45 La Directiva 2013/34 considera *grandes empresas* a aquellas con más de 250 empleados y que obtengan más de 40 millones de euros de ingresos o cuyos activos superen los 20 millones de euros.

46 El artículo 8 del Reglamento de Taxonomía (Reglamento (UE) 852/2020) y sus reglamentos delegados detallan las actividades que se consideran sostenibles medioambientalmente, las ratios de facturación, total activo fijo y gastos de explotación procedentes o relacionados con dichas actividades y la información que deben divulgar todas las entidades que, de acuerdo con la NFRD, hayan de publicar un estado de información no financiera.

47 De hecho, uno de los objetivos del plan de acción publicado por la Comisión Europea en 2018 es precisamente incorporar la sostenibilidad en la gestión de riesgos junto con la reorientación de los flujos de capital hacia una economía más sostenible y el fomento de la transparencia y el largo plazo. Comisión Europea (2018).

48 Se estima que la implantación de los nuevos requisitos de la CSRD supondrá unos costes totales de 1.200 millones de euros en un primer momento y 3.600 millones de euros recurrentes anualmente. Comisión Europea (2021a).

competitividad internacional. Sin embargo, se espera que estas desventajas se puedan revertir a largo plazo si las normas de la UE fomentan la armonización a escala mundial.

A nivel nacional, la Ley 7/2021 pide a los supervisores financieros, bajo la coordinación de la AMCESFI, que realicen un seguimiento del grado de alineamiento del sector financiero con las metas climáticas del Acuerdo de París y de la UE, así como una evaluación del riesgo para el sistema financiero, debiendo presentar un informe conjunto cada dos años que también recogerá las propuestas que, en su caso, consideren necesarias para mitigar el riesgo.

Al mismo tiempo, la ley solicita a determinadas entidades financieras y no financieras —las que se encuentren obligadas a elaborar el estado de información no financiera— que publiquen información sobre su gestión de los riesgos climáticos, en línea con las recomendaciones del TCFD, si bien su disponibilidad no se espera antes de 2024, ya que, entre otros, es preciso fijar el contenido de estos informes mediante un real decreto que deberá aprobarse en un plazo de dos años desde la publicación de la ley. Estos desarrollos deberán estar en consonancia con la trasposición tanto de la NFRD como con la modificación que se aprobará a través de la CSRD.

Las empresas españolas obligadas a divulgar información de conformidad con la vigente Ley 11/2018 (que traspone la NFRD y amplía su alcance) eran 96 en base consolidada en 2020, lo que solo cubre el 70 % del número total de emisores de valores en mercados regulados españoles⁴⁹. Esta situación, unida a la falta de estandarización de la información reportada, supone una importante limitación para realizar la evaluación de riesgos que solicita la Ley 7/2021. Por ello, y hasta la efectiva aplicación de la CSRD, es preciso abordar la estimación de las exposiciones de las empresas españolas a los riesgos relacionados con el clima, físicos y de transición, y el análisis de escenarios para identificar vulnerabilidades, bien acudiendo a fuentes externas —como agencias especializadas en la recogida, tratamiento y suministro de información sobre riesgos ASG— o bien formulando una solicitud de información *ad hoc* a las entidades que permita llevar a cabo una primera evaluación de dichos riesgos. Esta última opción es la que ha empleado la CNMV hasta que entre en vigor la Ley 7/2021. Así pues, ha remitido un cuestionario de cumplimentación voluntaria a las entidades emisoras que actualmente publican el estado de información no financiera para permitirles hacer el análisis de los riesgos requerido en la citada Ley 7/2021.

En el momento en que se disponga de información completa, verificada y tratable digitalmente, será viable la puesta en marcha de los análisis de impacto y de estrés. En este sentido, es preciso destacar que el BCE ha venido trabajando en los últimos años en el desarrollo de metodologías de pruebas de estrés destinadas a capturar el impacto de los riesgos climáticos en el sistema financiero y en la economía en general.

También, en colaboración con el ESRB, ha desarrollado un proyecto conjunto sobre seguimiento del riesgo climático con el objetivo de medir la exposición del sistema

49 Según los datos publicados en CNMV (2021b).

financiero europeo y realizar una evaluación prospectiva a largo plazo para bancos, aseguradoras y fondos de inversión.

El recuadro 2 recoge los objetivos y resultados de estos trabajos.

Pruebas de estrés climático del BCE

RECUADRO 2

Pruebas de resistencia climática para toda la economía

La prueba de resistencia climática del BCE para toda la economía pretende evaluar, mediante un enfoque *top-down*, la capacidad de resistencia a la transición y al riesgo físico de las empresas no financieras y de los bancos de la zona del en diferentes escenarios climáticos. El ejercicio ha evaluado los riesgos climáticos de 4 millones de empresas en todo el mundo y 1.600 grupos bancarios consolidados de la zona euro, y comprende 3 pilares principales:

- Los escenarios específicos del clima identifican proyecciones futuras de las condiciones climáticas y macroeconómicas para los próximos 30 años.
- Se ha realizado una recopilación de datos climáticos que ha proporcionado un conjunto completo de información climática y financiera retrospectiva y prospectiva. Los datos de las empresas se han combinado con exposiciones bancarias granulares relativas a préstamos y tenencias de valores.
- El ejercicio analiza las interacciones entre la transición y el riesgo físico, abarcando tanto el impacto directo como indirecto (a través de escenarios macro) de los desastres naturales más graves y frecuentes en las empresas y los bancos. Esto permite comparar los costes y beneficios futuros de la política climática.

De acuerdo con el informe publicado por el BCE en septiembre de 2021, esta prueba de resistencia arroja los siguientes resultados:

- Hay claros beneficios en actuar con anticipación. Los costes a corto plazo de la transición son muy inferiores a los costes del cambio climático sin restricciones a medio y largo plazo.
- Si no se mitiga el riesgo climático, sus efectos se concentran en determinados sectores (como minería, electricidad y gas) y en las empresas ubicadas en las áreas geográficas más expuestas al riesgo físico, que se enfrentarían a una disminución considerable de su solvencia como consecuencia de desastres naturales más severos y frecuentes.
- Si no se introducen políticas para la transición hacia una economía más verde, los riesgos físicos aumentarán de manera no lineal y, debido a la naturaleza irreversible del cambio climático, dicho aumento continuará en el tiempo. Por lo tanto, es de suma importancia hacer una transición temprana y gradual para mitigar los costes tanto de la transición ecológica como del impacto futuro de los desastres naturales.

- Para las empresas y los bancos más expuestos a los riesgos climáticos, el impacto es potencialmente muy significativo, en especial en ausencia de políticas de mitigación adicionales. Si no se reducen los riesgos climáticos, los costes para las empresas derivados de los fenómenos meteorológicos extremos aumentarían sustancialmente y afectarían significativa y negativamente su solvencia.
- El impacto en las pérdidas esperadas de los bancos se debe sobre todo al riesgo físico y es potencialmente grave. Las mayores pérdidas esperadas en préstamos las sufren los bancos ubicados en países con alta exposición al riesgo físico. En ausencia de políticas climáticas, estas pérdidas esperadas de los bancos continuarían aumentando de manera no lineal a lo largo del tiempo, debido a la naturaleza irreversible del cambio climático.
- Por tanto, el cambio climático representa una fuente importante de riesgo sistémico, especialmente para los bancos con carteras concentradas en determinados sectores económicos y en áreas geográficas específicas.

Trabajo conjunto BCE/ESRB de evaluación de los impactos del cambio climático en la estabilidad financiera

Con el fin de dimensionar los impactos del cambio climático en la estabilidad financiera, el BCE y el ESRB han desarrollado un análisis conjunto basado en los siguientes componentes:

- Mapeo granular de las exposiciones financieras a los impulsores del cambio climático, considerando tanto los riesgos físicos como los de transición.
- Análisis de escenarios a largo plazo para los bancos, las aseguradoras y los fondos de inversión de la UE que sugiere pérdidas de riesgo de crédito o de mercado derivadas de una transición climática insuficientemente oportuna o eficaz. Los escenarios climáticos se basan en las propuestas de la Red de Bancos Centrales y Supervisores para la Ecologización del Sistema Financiero (NGFS): un escenario ordenado de ajuste oportuno de las políticas complementado con tecnologías efectivas de eliminación de dióxido de carbono, una transición desordenada y un escenario cargado de riesgos físicos en un *mundo invernadero*.
- Los escenarios se aplican a 55 sectores económicos y numerosas regiones y se ejecutan a través de pruebas de resistencia para bancos, aseguradoras y fondos de inversión.

Los resultados de esta evaluación indican que el riesgo crediticio y de mercado podrían acumularse por un fracaso en contrarrestar eficazmente el calentamiento global. Además:

- A pesar de las incertidumbres en torno a las metodologías que analizan estos horizontes a largo plazo, los escenarios indican que las pérdidas por riesgo físico, en particular para las empresas de altas emisiones, se volverían

dominantes en unos 15 años en caso de una transición climática insuficientemente ordenada, con caídas de hasta el 20 % en el PIB mundial para finales de siglo en caso de que la mitigación resulte insuficiente o ineficaz.

- Las pérdidas por riesgo de crédito del sector bancario de la UE en escenarios climáticos adversos podrían ascender al 1,60-1,75 % de los activos ponderados por riesgo corporativo en un plazo de 30 años.
- Las pérdidas por riesgo de mercado en el sector asegurador podrían ser importantes, de hasta el 15 %, en inversiones en sectores sensibles al clima (petróleo, gas y vehículos) en los próximos 15 años en un escenario de transición desordenada.
- Las pérdidas por riesgo de mercado también podrían ser relevantes para los fondos de inversión de la UE. Los escenarios adversos sugieren una pérdida de valor agregada del 1,2 % en inversiones en acciones y bonos corporativos en los próximos 15 años, que en conjunto constituyen más del 60 % de alrededor de 8 billones de euros en activos de fondos de inversión.

A pesar de los notables progresos realizados en la medición y modelización del riesgo relacionado con el clima, el informe conjunto publicado en julio de 2021 reconoce que aún queda mucho por hacer en cuanto a la suficiencia de los datos y unas métricas de riesgo físico prospectivas, la incorporación de efectos de segunda ronda y las posibles no linealidades enriquecerían aún más los resultados.

Fuente: ECB (2021) y ECB/ESRB (2021).

4 Conclusiones

El cambio climático y la transición a una economía baja en carbono afectan al sistema financiero tanto por su función de canalizar la financiación necesaria para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París como por los riesgos financieros asociados, que pueden llegar a ser de naturaleza sistémica.

Tanto los supervisores financieros como los participantes de los mercados han de adaptarse, con un largo camino todavía por delante. Las entidades deberán integrar estos riesgos en su organización y en su sistema gestión de riesgos y superar retos pendientes, como contar con una taxonomía lo más amplia y completa posible de actividades sostenibles, la disposición de información suficiente y de metodologías de medición apropiadas que contemplen el largo e incierto horizonte temporal de estos riesgos. Esta adaptación exigirá no solo decisiones estratégicas, sino también el desarrollo de nuevas competencias y conocimientos.

También los supervisores financieros, dentro del ámbito de sus mandatos, han de incorporar las cuestiones relativas al cambio climático en sus prácticas de supervisión y macroprudenciales, y en la gestión de su propia actividad como organización. Como parte de esta responsabilidad, las autoridades deben contribuir asimismo a la identificación de los factores de riesgo y de sus canales de transmisión, a la medición

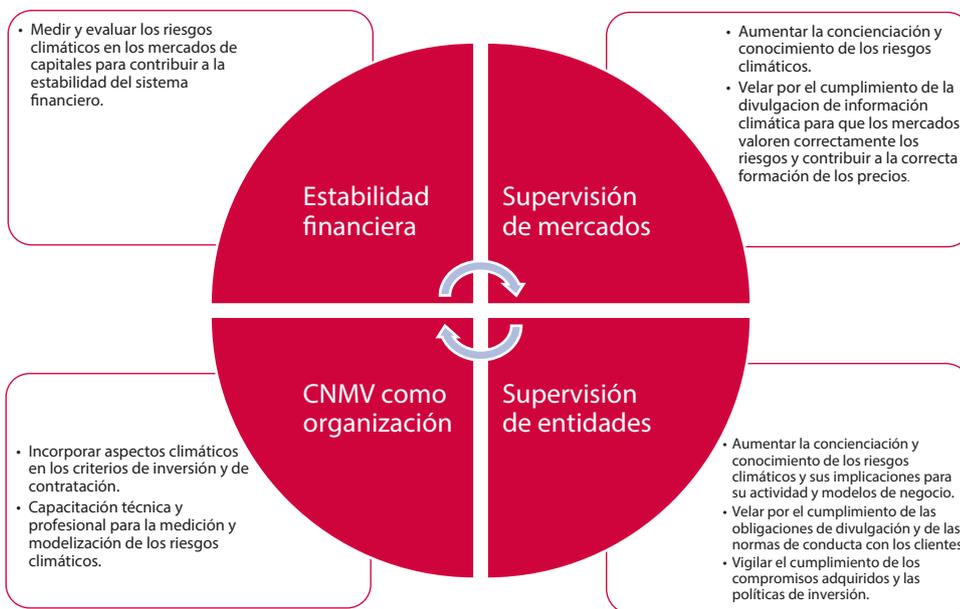
adecuada de su impacto económico y financiero, y al desarrollo de las posibles medidas de mitigación⁵⁰.

La CNMV no es ajena a esta realidad, por lo que también debe integrar el seguimiento de estos riesgos en el cumplimiento de sus funciones. El mandato de la CNMV incluye la protección del inversor, la transparencia de los mercados y su funcionamiento eficiente, lo que hace preciso un seguimiento más amplio de los riesgos medioambientales, sociales y de gobernanza y, en particular, de las prácticas de blanqueo ecológico que pueden perjudicar dichos objetivos.

Tal y como se ha expuesto en este artículo y, que a modo de síntesis recoge el cuadro 4, la CNMV puede incorporar en su actividad el análisis, la evaluación y el seguimiento de los riesgos climáticos y medioambientales y, de manera más general, los riesgos ASG, a través de los siguientes ángulos y áreas de trabajo:

Áreas de trabajo en la CNMV relacionadas con el seguimiento de los riesgos financieros relacionados con el clima

CUADRO 4



Fuente: Elaboración propia.

- Desde una **perspectiva macroprudencial**, como vigilante de la estabilidad financiera, teniendo en cuenta el mandato específico recibido con la Ley 7/2021 bajo la coordinación de la AMCESFI y la información disponible, se realizaría un mapeo de las exposiciones financieras a los riesgos climáticos (físicos y de transición), con el fin de identificar las vulnerabilidades por sectores e instituciones financieras.

50 Al cierre de este artículo, el FSB ha publicado un informe sobre posibles enfoques de supervisión y regulación de los riesgos relacionados con el clima con el objetivo de ayudar a supervisores y reguladores en su labor de seguimiento, gestión y mitigación de estos riesgos y de promover enfoques coherentes en todos los sectores y jurisdicciones. El informe contiene una serie de recomendaciones —en materia de datos climáticos necesarios, uso de herramientas analíticas y de estrés, y consideración de otras posibles políticas y herramientas macroprudenciales— sobre las que se solicita opinión a los sectores interesados. FSB (2022).

Este mapeo es especialmente relevante para el sector de las entidades emisoras, lo que permite identificar el grado de exposición y las vulnerabilidades a nivel individual y sectorial de estas a los riesgos físicos según su ubicación geográfica, y a los de transición en función de su nivel de emisiones de carbono, y para el sector de las instituciones de inversión colectiva, ya que los estudios realizados hasta la fecha reflejan que sus carteras tienen las mayores exposiciones dentro del sistema financiero, al menos a los riesgos de transición.

La CNMV continuará trabajando en el desarrollo de herramientas de análisis, como pruebas de resistencia para los fondos de inversión y modelos que permitan identificar medidas de mitigación de los riesgos derivados del cambio climático.

- En la **supervisión prudencial y de conducta que afecta a los mercados**, la CNMV contribuirá, en el ámbito de sus competencias, a aumentar la sensibilización y el conocimiento de los riesgos climáticos por parte de los mercados y sus participantes, y asimismo velará por el cumplimiento de los requisitos de divulgación de información relacionada con el clima y los factores de sostenibilidad por parte de las entidades emisoras para contribuir a que los mercados valoren correctamente los riesgos financieros relacionados con el clima y que se reflejen adecuadamente en los precios.

Es preciso también contribuir a aumentar la concienciación y el conocimiento de los riesgos y promover su integración en los entornos y modelos de gestión de riesgos de las entidades e infraestructuras supervisadas.

Desde el punto de vista de la conducta, el riesgo de blanqueo ecológico es posiblemente uno de los más importantes, ya que puede dañar la confianza de los inversores en las finanzas sostenibles y conducir a una reasignación de capital contraria a los objetivos de desarrollo sostenible.

- Dada la dimensión global de estos riesgos y los posibles efectos de desbordamiento que pueden derivarse de las interconexiones entre los sectores real y financiero, es crucial que los esfuerzos estén coordinados, no solo a nivel nacional, sino también a escala mundial. Por ello, la CNMV seguirá participando activamente en los **foros internacionales y nacionales** relevantes en este ámbito para seguir avanzando y mejorando en el conocimiento, el análisis y el desarrollo de medidas y metodologías e información disponible, así como en la integración de dichos riesgos en la supervisión y en la resolución de entidades y de infraestructuras.

Resulta por ello importante fortalecer la cooperación entre todas las autoridades públicas relevantes, a nivel nacional, europeo e internacional, para trabajar hacia un enfoque común que permita monitorear una transición ordenada y garantizar que la perspectiva de doble materialidad se integra de manera coherente en todo el sistema financiero de la UE.

- La **CNMV, como organización**, está comprometida con la consecución de los Objetivos de Desarrollo Sostenible y trabaja en la implantación de una política de gestión medioambiental que suponga una reducción de su propia huella de carbono.

En términos de capacidades y disposición de recursos, la CNMV, como los demás supervisores, afronta el reto de mejorar su capacitación técnica y profesional, ampliando sus posibilidades de análisis e investigación para la medición y modelización de los riesgos climáticos y ASG.

Incluir los riesgos climáticos en el núcleo de la gestión de riesgos y de la supervisión reforzará la resistencia del sistema financiero. Al tiempo, las finanzas sostenibles basadas en una sólida gestión de riesgos contribuirán a facilitar una transición fluida hacia una economía baja en carbono. Se genera así un círculo virtuoso que beneficia a la economía y a la estabilidad financiera.

Referencias y bibliografía

Banco de España (2020). *Expectativas supervisoras del Banco de España sobre los riesgos derivados del cambio climático y del deterioro medioambiental*. 23 de octubre.

Born, A., Giuzio, M., Lambert, C., Salakhova, D., Schölermann, H. y Tamburrini, F. (2021). «Towards a green capital markets union: developing sustainable, integrated and resilient European capital markets». ECB, *Macroprudential Bulletin*, octubre.

BCBS (2021a). *Climate-related risk drivers and their transmission channels*. Abril.

BCBS (2021b). *Climate-related financial risks – measurement methodologies*. Abril.

Comisión Europea (2018). *Plan de Acción: Financiar el desarrollo sostenible*. COM/2018/97 final, 8 de marzo.

Comisión Europea (2021a). *Documento de trabajo de los servicios de la Comisión. Resumen de la evaluación de impacto que acompaña al documento Propuesta de Directiva sobre divulgación de información corporativa en materia de sostenibilidad*. 21 de abril.

Comisión Europea (2021b). *Estrategia para la financiación de la transición hacia una economía sostenible*. COM/2021/390 final, 6 de julio.

CNMV (2021a). *Líneas estratégicas de la CNMV 2021-2022. Plan de actividades 2021*.

CNMV (2021b). *Informe sobre la supervisión del estado de información no financiera del ejercicio 2020*.

CNMV (2022). *Plan de actividades 2022*.

EACH (2021). *Climate Risk and CCP Risk Management*. Febrero.

EBA (2021a). *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot exercise*. 21 de mayo.

EBA (2021b). *Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*. Eba/Rep/2021/18. 23 de junio.

EBA (2021c). *Consultation on Guidelines on common procedures and methodologies for the supervisory review and evaluation process (SREP) (EBA/CP/2021/35) under IFD*. 18 de noviembre.

ECB (2021). *ECB Economy-wide climate stress test. Methodology and results*. Occasional Paper Series, n.º 281. Septiembre.

ECB/ESRB (2021). *Climate-related risk and financial stability, European Central Bank and European Systemic Risk Board Project Team on climate risk monitoring*. Julio.

EFAMA (2021). *Asset Management Report 2021*. 15 de diciembre.

EIOPA (2020a). *Second Discussion Paper on Methodological Principles of Insurance Stress Testing*. Junio.

EIOPA (2020b). *Sensitivity analysis of climate-change related transition risks*. Diciembre

ESMA (2021a). «Fund portfolio networks: a climate risk perspective». ESMA, *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*, n.º 1. 17 de marzo.

ESMA (2021b). *2022 Annual Work Programme*. 27 de septiembre.

ESMA (2022a). *Monitoring environmental risks in EU financial markets*. 15 de febrero.

ESMA (2022b). *Report on Trends, Risks and Vulnerabilities – Risk Monitor – Statistical Annex*. N.º 1, 2022.

ESMA (2022c). *Call for evidence. An approach to Climate Risk Stress Testing of Central Counterparties*. 23 de febrero.

FSB (2021). *FSB roadmap for addressing climate-related financial risks*. 7 de julio.

FSB (2022). *Supervisory and Regulatory Approaches to Climate-related Risks Interim Report*. 29 de abril.

González, C.I. (2021). *Panorámica de iniciativas institucionales globales y europeas en finanzas sostenibles*. Banco de España, *Artículos Analíticos, Boletín Económico 3/2021*.

Inverco (2021). *Ahorro financiero de las familias españolas*. Tercer trimestre de 2021.

Naciones Unidas (2015). *Acuerdo de París*.

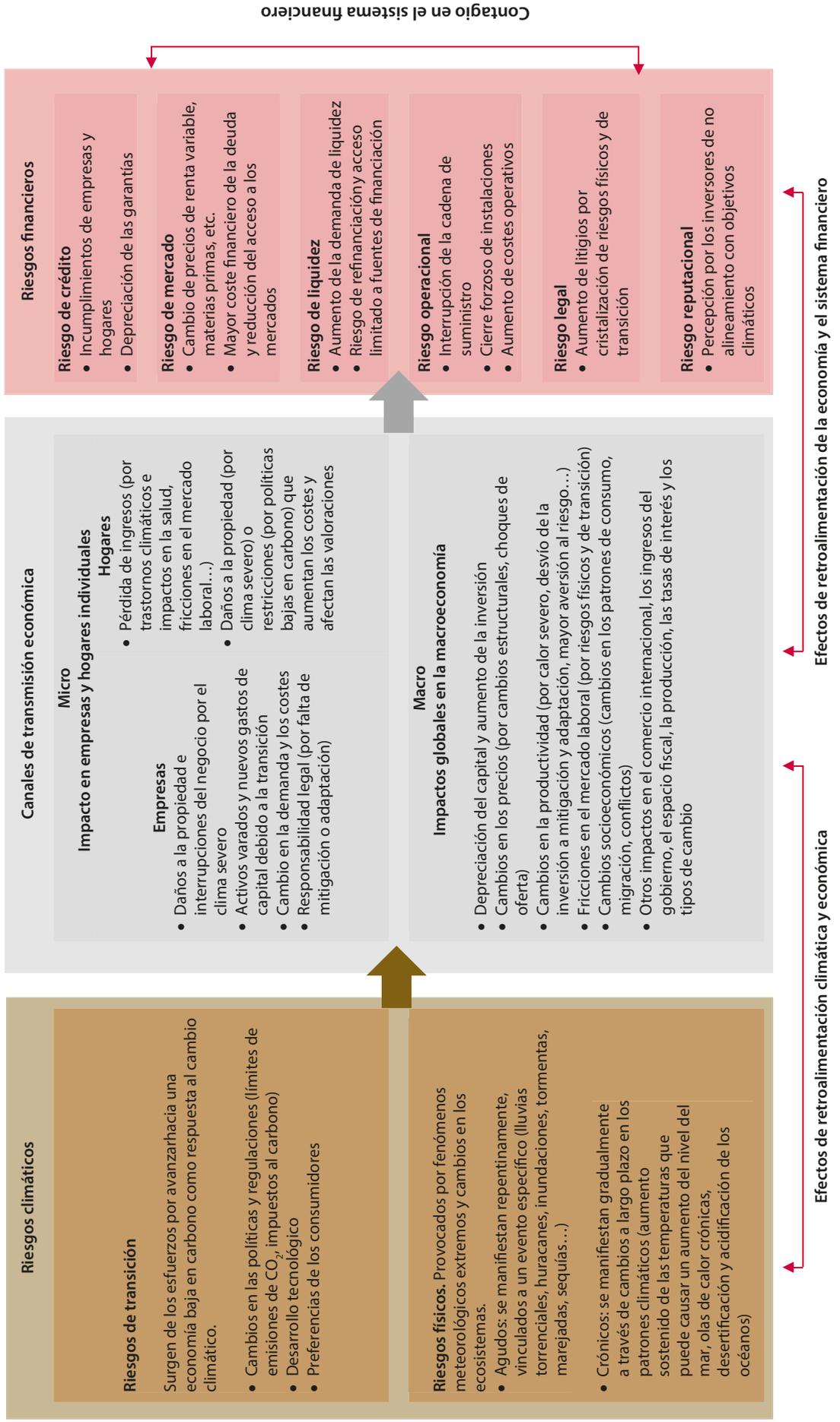
NGFS (2019). *First comprehensive report « A call for action »*. 17 de abril.

NGFS (2021). *Climate Scenarios for central banks and supervisors*. Junio de 2021.

TCFD (2017). *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. Final Report*. Junio de 2017.

Anexo 1 Canales de transmisión de los riesgos climáticos y su traducción en riesgos financieros

CUADRO 5



Fuente: NGFS (2021) y elaboración propia.

Norma	Alcance
Directiva sobre informes no financieros (NFRD⁵¹)	Normas sobre la divulgación de información no financiera, incluidas las divulgaciones ASG, para las grandes empresas de interés público con más de 500 empleados (empresas cotizadas, bancos, compañías de seguros y otras empresas designadas por las autoridades nacionales como entidades de interés público). Sigue el principio de doble materialidad: impacto de sus operaciones en aspectos ASG y riesgos ASG con impacto adverso en las operaciones de la empresa.
Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD⁵²)	En marcha el proyecto de revisión de la NFRD a través de la Directiva de Informes de Sostenibilidad Corporativa (CSRD): ampliará el alcance de las divulgaciones ASG a todos los emisores de valores que cotizan en mercados regulados (excepto las microempresas) y exigirá revisión independiente de la información. El texto contempla el desarrollo de estándares comunes para la presentación de informes de sostenibilidad, y que la información comunicada debe ser digital para que sea fácilmente accesible a través de un punto de acceso único europeo. De no haber retrasos, las empresas aplicarían las normas por primera vez en 2024, cubriendo el año fiscal 2023.
Reglamento sobre divulgaciones relacionadas con la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros (SFDR)	Establece obligaciones de divulgación sobre sostenibilidad para las entidades que ofrecen productos financieros y para los asesores financieros. Los participantes del mercado financiero deben integrar información relacionada con la sostenibilidad en el diseño del producto y divulgar esa información en la documentación precontractual, en los informes periódicos y en sus sitios web. Además, deben difundir información sobre los impactos adversos en materia de sostenibilidad a nivel de entidad y productos financieros, es decir, si consideran que existen externalidades negativas sobre cuestiones ASG de las decisiones/consejos de inversión y, de ser así, cómo se reflejan en el producto. El Borrador de Normas Técnicas de las Autoridades Supervisoras Europeas ⁵³ publicado en febrero de 2021 incluye 12 indicadores climáticos adversos obligatorios y otros indicadores relacionados con el medio ambiente, incluidos 6 sobre emisiones de GEI, que serán divulgados por los participantes del mercado financiero. El SFDR comenzó a aplicarse en marzo de 2021, con las primeras divulgaciones principales de impacto adverso a partir de 2023.
Reglamento de Taxonomía⁵⁴	Establece un sistema de clasificación a escala de la UE que identifica una lista de actividades económicas ambientalmente sostenibles, de acuerdo con seis objetivos ambientales. Para los productos financieros que contribuyen a un objetivo ambiental, según el SFDR, la información debe divulgarse sobre a qué objetivos ambientales contribuyen y sobre cómo y en qué medida los califican como alineados con la taxonomía. Para productos financieros que promuevan características ambientales, además de la información anterior, se debe incluir una declaración respecto del producto financiero que no cumpla con los criterios de taxonomía.

51 Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2014, por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

52 Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo por la que se modifican la Directiva 2013/34/UE, la Directiva 2004/109/CE, la Directiva 2006/43/CE y el Reglamento (UE) 537/2014, por lo que respecta a la información corporativa en materia de sostenibilidad.

53 Joint Committee of the ESAs, Final report on draft Regulatory Technical Standards with regard to the content, methodologies and presentation of disclosures pursuant to Regulation (EU) 2019/2088.

54 Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de junio de 2020, relativo al establecimiento de un marco para facilitar las inversiones sostenibles y por el que se modifica el Reglamento (UE) 2019/2088.

Norma	Alcance
Reglamento de requisitos de capital (CRR⁵⁵)	<p>Además, el Reglamento de Taxonomía exige que cualquier empresa sujeta a la NFRD revele cómo y en qué medida sus actividades están asociadas con actividades económicas que califican como ambientalmente sostenibles.</p> <p>En febrero de 2021, las ESA publicaron asesoramiento técnico sobre el contenido y formato de las divulgaciones. El Reglamento de Taxonomía entró en vigor en julio de 2020 y los primeros actos delegados, relacionados con los objetivos de mitigación y adaptación al cambio climático, se adoptaron en abril de 2021. Para estos dos objetivos, las primeras divulgaciones en virtud de la taxonomía de la UE deben realizarse a principios de 2022.</p>
Reglamento sobre requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión (IFR⁵⁶)	<p>Del mismo modo, de conformidad con el Reglamento sobre los requisitos prudenciales de las empresas de inversión (IFR), las empresas de inversión que superan un determinado tamaño tienen la obligación de divulgar información sobre los riesgos ASG, incluidos los riesgos físicos y de transición.</p>
Reglamento sobre índices de referencia (BMR⁵⁷)	<p>El Reglamento sobre índices de referencia, modificado en 2019 para incorporar obligaciones específicas de información sobre aspectos de sostenibilidad para todos los índices de referencia y regular los nuevos índices climáticos de la UE, establece que todos los índices deben informar sobre cómo se consideran los factores ASG en su construcción y sobre su alineación con los objetivos climáticos del Acuerdo de París. Además, los índices etiquetados como climáticos deben divulgar su trayectoria de descarbonización en términos de reducción de la intensidad de GEI en al menos un 7% al año de media.</p>

55 Reglamento (UE) 2019/876 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de mayo de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 575/2013 en lo que se refiere a la ratio de apalancamiento, la ratio de financiación estable neta, los requisitos de fondos propios y pasivos admisibles, el riesgo de crédito de contraparte, el riesgo de mercado, las exposiciones a entidades de contrapartida central, las exposiciones a organismos de inversión colectiva, las grandes exposiciones y los requisitos de presentación y divulgación de información, y el Reglamento (UE) 648/2012.

56 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 por el que se modifican los Reglamentos (UE) 1093/2010, (UE) 575/2013, (UE) 600/2014 y (UE) 806/2014.

57 Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, y por el que se modifican las Directivas 2008/48/CE y 2014/17/UE y el Reglamento (UE) n.º 596/2014. Este reglamento fue modificado por el Reglamento (UE) 2019/2089 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo relativo a los índices de referencia de transición climática de la UE, los índices de referencia de la UE armonizados con el Acuerdo de París y la divulgación de información relativa a la sostenibilidad de los índices de referencia.

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al cuarto trimestre de 2021 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Real Decreto-ley 1/2022, de 18 de enero**, por el que se modifican la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito; la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión; y el Real Decreto 1559/2012, de 15 de noviembre, por el que se establece el régimen jurídico de las sociedades de gestión de activos, en relación con el régimen jurídico de la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB).

La reclasificación de la SAREB en las Cuentas Nacionales como unidad perteneciente al sector de las Administraciones públicas, siguiendo la opinión emitida por Eurostat, hace urgente y necesaria la adopción de una serie de cambios en su régimen jurídico, que permitan adaptar la SAREB a la nueva realidad.

Se eliminan los límites a la participación del Estado en el accionariado de la SAREB, lo que permite un posible aumento del peso del Estado en el capital de esta sociedad. Para ello, se modifica la disposición adicional séptima de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Además, se regula el procedimiento mediante el cual el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) podrá llevar a cabo la adquisición de participaciones en el capital de la SAREB, con el objetivo de hacer efectiva la toma de control de la sociedad.

Se prevé que el FROB pueda llegar a una posición mayoritaria en el capital de la SAREB sin que esta adquiera la condición de sociedad mercantil estatal. La SAREB es una sociedad de gestión de activos y, por tanto, un instrumento de resolución cuyo objetivo fundacional fue el de contribuir al desarrollo adecuado de los procesos de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Además, la sociedad cuenta desde su creación con un horizonte temporal limitado hasta 2027, que refleja el objetivo anterior y la singularidad de su naturaleza económica. Por tanto, para garantizar que la potencial toma de control del FROB no suponga un cambio en su capacidad de actuación como instrumento de resolución, la sociedad se mantendrá sometida al ordenamiento jurídico privado, con las especificidades que le son de aplicación.

Se realiza un cambio de naturaleza técnica, que eximie a la SAREB de la aplicación del artículo 327 de la Ley de Sociedades de Capital y que exceptúa a la compañía de la obligatoriedad de la reducción de capital cuando las pérdidas contables hayan disminuido su patrimonio neto por debajo de las dos terceras partes de la cifra del capital social y hubiera transcurrido un ejercicio social sin haberse recuperado el patrimonio neto. Esto permite, de este modo, que haya plena coherencia con el cambio ya operado por medio del Real Decreto-ley 6/2020, de 10 de marzo, que eximió a la SAREB de la aplicación del artículo 363.1, letra e), de la Ley de Sociedades de Capital, y garantiza un correcto nivel

de seguridad jurídica en cuanto a la posibilidad de continuar su actividad durante su horizonte temporal sin entrar en causa de disolución.

Por otra parte, se introduce una modificación puntual en el Real Decreto-ley 32/2021, de 28 de diciembre, de medidas urgentes para la reforma laboral, la garantía de la estabilidad en el empleo y la transformación del mercado de trabajo, específicamente, en la disposición adicional cuarta, relativa al «Régimen aplicable al personal laboral del sector público», con el fin de precisar su redacción y, en particular, añadir una salvaguarda expresa de la tasa de reposición de efectivos fijada en la Ley de Presupuestos Generales del Estado vigente para cada ejercicio.

- **Ley 4/2022, de 25 de febrero**, de protección de los consumidores y usuarios.

La Ley 4/2022, de 25 de febrero, de protección de los consumidores y usuarios frente a situaciones de vulnerabilidad social y económica tiene por objeto incluir, por primera vez en la normativa estatal de defensa de las personas consumidoras, la figura de la persona consumidora vulnerable, que deberá ser objeto de especial atención, tanto por parte de autoridades públicas como por el sector empresarial en las relaciones de consumo. El objetivo es proteger los legítimos intereses de aquellos que se encuentran en una situación de vulnerabilidad para el adecuado cumplimiento del mandato que a los poderes públicos encomienda el artículo 51.1 de la Constitución española.

Se modifica el artículo 19, en cuyos apartados 4 y 5 se dispone que las normas previstas en esta ley en materia de prácticas comerciales y las que regulan las prácticas comerciales en materia de, entre otras, la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores y usuarios, comercio electrónico, inversión colectiva en valores mobiliarios, normas de conducta en materia de servicios de inversión, oferta pública o admisión de cotización de valores y seguros, incluida la mediación y cualesquiera otras normas de carácter sectorial que regulen aspectos concretos de las prácticas comerciales desleales previstos en normas comunitarias, prevalecerán en caso de conflicto sobre la legislación de carácter general aplicable a las prácticas comerciales desleales.

En relación con las prácticas comerciales relativas a servicios financieros, podrán establecerse normas legales o reglamentarias que ofrezcan una mayor protección al consumidor o usuario.

La disposición adicional tercera establece que el Gobierno promoverá, en coordinación con el Banco de España como supervisor y representante del sector de las entidades de crédito, un plan de medidas para favorecer la inclusión de las personas más vulnerables y, especialmente, aquellas de mayor edad.

- **Real Decreto-ley 6/2022, de 29 de marzo**, por el que se adoptan medidas urgentes en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania.

El Gobierno impulsa un plan nacional que comprende tanto medidas normativas como no normativas. Los objetivos básicos de las medidas que conforman

este plan de respuesta son la bajada de los precios de la energía para todos los ciudadanos y empresas, el apoyo a los sectores más afectados y a los colectivos más vulnerables, y el refuerzo de la estabilidad de precios. Se trata de limitar los costes económicos y sociales de la distorsión de naturaleza geopolítica en el precio del gas, atajar de raíz el proceso inflacionista y facilitar la adaptación de la economía a esta situación de naturaleza temporal, reforzando al mismo tiempo las bases de la recuperación económica y de la creación de empleo de calidad.

Se destaca que por medio de la disposición final vigésima primera se añade un apartado 5 al artículo 32 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, que contempla la posibilidad de ampliación de los plazos de los procedimientos administrativos en caso de un *ciberincidente*. Ello supone para las diferentes Administraciones públicas un elemento de refuerzo adicional respecto de la ampliación de plazos ya prevista en el apartado 4, tanto porque el presupuesto de hecho de esta son meras incidencias técnicas y no un ciberataque grave y porque se plantea ahora una ampliación de plazos con carácter general para todos aquellos procedimientos soportados desde los sistemas o servicios atacados y no un acuerdo de ampliación de plazos procedimiento a procedimiento.

En virtud de la disposición final vigésima segunda se añade una disposición adicional trigésima y se modifica el artículo 142 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, referido a las técnicas de colaboración, con la finalidad de establecer un modelo seguro de gestión transparente de la información que permita el libre y ágil acceso a la información pública y privada, para facilitar el desarrollo de servicios digitales de alto valor añadido orientados al ciudadano y así promover y agilizar la creación de repositorios de datos accesibles que faciliten la creación de servicios de valor añadido basados en datos de los sectores públicos y potencialmente en los privados, mediante la creación de una plataforma transversal de datos compartidos entre empresas y la Administración, y entre Administraciones.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Circular 1/2022, de 10 de enero**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.

Esta circular tiene por finalidad desarrollar las normas, principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria sobre criptoactivos.

Se delimita el ámbito objetivo y subjetivo de aplicación, se concreta la actividad publicitaria que debe someterse a un régimen de comunicación previa y se fijan las herramientas y procedimientos que se emplearán para hacer efectiva la supervisión de la actividad publicitaria de los criptoactivos. La circular no contiene ninguna norma sobre los productos en sí mismos ni sobre sus proveedores ni características, sino exclusivamente sobre los requisitos que deberá

cumplir la actividad publicitaria que persiga su ofrecimiento como posible inversión. Como toda forma de publicidad, la de los productos recogidos en esta circular deberá respetar lo establecido en la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, General de Publicidad, la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal y demás normas reguladoras de la publicidad de general aplicación.

Entró en vigor al mes de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Resolución de 12 de enero de 2022**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con el Centro de Educación Superior EAE Madrid, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares del alumnado de titulaciones oficiales de grado y máster.
- **Resolución de 25 de enero de 2022**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con el Banco de España y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, para la promoción y el desarrollo del Plan de Educación Financiera.
- **Resolución de 25 de enero de 2022**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Convenio con la Universidad Rey Juan Carlos, para la realización de prácticas externas curriculares y extracurriculares del alumnado de titulaciones oficiales de Grado y Máster.
- **Resolución de 18 de febrero de 2022**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se corrigen errores en la Circular 1/2022, de 10 de enero, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión.
- **Resolución de 28 de febrero de 2022**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

La presente reforma del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV pretende ajustar la estructura organizativa de la CNMV a las nuevas funciones que van a desarrollarse tanto en el ámbito de las finanzas sostenibles como en el ámbito de la supervisión de la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión tras la aprobación de la Circular 1/2022, de 10 de enero.

En este sentido, se incluyen, dentro de las funciones desempeñadas por la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, las relacionadas con la coordinación de los asuntos relativos a las finanzas sostenibles y se modifica la denominación del Departamento de Estrategia e Innovación, que pasa a denominarse Departamento de Estrategia, Innovación y Finanzas Sostenibles, con el fin de dar mayor visibilidad a esta función y de reflejar la importancia que se va a conceder a las finanzas sostenibles.

Asimismo, se atribuye a la Dirección General del Servicio Jurídico el ejercicio de la función de supervisar el cumplimiento de lo dispuesto en la citada Circular 1/2022, asignando a nivel departamental dicha actividad supervisora al Departamento de Inversores.

Otros

- **Circular 1/2022, de 24 de enero**, del Banco de España, a los establecimientos financieros de crédito, sobre liquidez, normas prudenciales y obligaciones de información, y que modifica la Circular 1/2009, de 18 de diciembre, a entidades de crédito y otras supervisadas, en relación con la información sobre la estructura de capital y cuotas participativas de las entidades de crédito, y sobre sus oficinas, así como sobre los altos cargos de las entidades supervisadas, y la Circular 3/2019, de 22 de octubre, por la que se ejerce la facultad conferida por el Reglamento (UE) 575/2013 de definir el umbral de significatividad de las obligaciones crediticias vencidas.

En ejecución de las habilitaciones específicas recogidas en el Real Decreto 309/2020, de 11 de febrero, sobre el régimen jurídico de los establecimientos financieros de crédito y por el que se modifican el Reglamento del Registro Mercantil, aprobado por el Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, el Banco de España desarrolla esta circular con el objetivo de completar la normativa de solvencia de los establecimientos financieros de crédito, así como de adaptar sus obligaciones de información al tipo de actividad, modelo de negocio, tamaño e importancia relativa de los establecimientos financieros de crédito.

La entrada en vigor de la circular será a los tres meses de su publicación.

- **Resolución de 23 de febrero de 2022**, de la Secretaría General de Administración Digital, por la que se establecen las condiciones de uso de firma electrónica no criptográfica vinculada a «AutenticA», para la relación con la Administración General del Estado y sus organismos públicos y entidades de derecho público vinculados o dependientes.
- **Circular 2/2022, de 15 de marzo**, del Banco de España, sobre normas para el envío al Banco de España de estadísticas de pagos por parte de proveedores de servicios de pago y operadores de sistemas de pago.

Esta circular establece normas sobre: i) el procedimiento de presentación de información estadística al Banco de España por los agentes informadores, ii) la periodicidad de la información estadística que se ha de presentar al Banco de España y iii) la potestad del Banco de España de eximir a determinados agentes informadores del cumplimiento de las obligaciones de presentación de información estadística.

La nueva regulación introducida en el Reglamento (UE) 1409/2013 del Banco Central Europeo, de 28 de noviembre de 2013, sobre estadísticas de pagos justifica la adopción de una nueva circular que sustituya a la Circular 2/2015, de 22 de mayo, del Banco de España, sobre normas para el envío a este organismo de las estadísticas de pagos y sistemas de pago recogidas en el Reglamento (UE) 1409/2013 del Banco Central Europeo, de 28 de noviembre de 2013.

- **Resolución de 17 de marzo de 2022**, de la Subsecretaría, por la que se publica el Convenio entre la Dirección General de la Policía y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para la persecución del fraude financiero por personas o entidades no autorizadas.

Este convenio tiene por objeto fijar el marco de colaboración entre la Dirección General de la Policía, a través de su Unidad Central de Delincuencia Económica y Fiscal, y la CNMV, en materia de persecución del fraude financiero y de las personas que operan al margen de los cauces legales previstos en la normativa del mercado de valores (personas o entidades no autorizadas).

European Securities Markets Authority (ESMA)

- **Directrices sobre la evaluación de la idoneidad de los miembros del órgano de administración y los titulares de funciones clave** (02.07.2021). European Securities Market Authority (ESMA) y European Banking Authority (EBA).
- **Directrices sobre la notificación de fallos en la liquidación con arreglo al artículo 7 del Reglamento sobre liquidación y depositarios centrales de valores** (08.12.2021). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a la metodología, la función de vigilancia y el mantenimiento de registros al amparo del Reglamento sobre los índices de referencia** (07.12.2021) European Securities and Markets Authority (ESMA).

Normativa europea (por orden de publicación en el *DOUE*)

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/25 de la Comisión**, de 22 de septiembre de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los métodos para valorar los factores K previstos en el artículo 15 de dicho Reglamento.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 6 de 11/01/2022, pp. 1- 6.

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/26 de la Comisión**, de 24 de septiembre de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que especifican el concepto de cuenta segregada para garantizar la protección del dinero de los clientes en caso de quiebra de una empresa de servicios de inversión.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 6 de 11/01/2022, pp. 7-8.

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/27 de la Comisión**, de 27 de septiembre de 2021, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 236/2012 del Parlamento

Europeo y del Consejo en lo que respecta al ajuste del umbral pertinente para la notificación de las posiciones cortas netas significativas en acciones.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 6 de 11/01/2022, pp. 9-10.

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/76 de la Comisión**, de 22 de septiembre de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación que definen los ajustes de los coeficientes del factor K «flujo de negociación diario» (K-DTF).

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 13 de 20/01/2022, pp. 1-3.

- **Decisión de Ejecución (UE) 2022/174 de la Comisión**, de 8 de febrero de 2022, por la que se declara, para un periodo de tiempo limitado, la equivalencia del marco normativo aplicable a las entidades de contrapartida central del Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo. (Se aplicará a partir del 1 de julio de 2022. Expirará el 30 de junio de 2025).

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 40 de 09/02/2022, pp. 40-44.

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/192 de la Comisión**, de 20 de octubre de 2021, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) n.º 1151/2014 de la Comisión con respecto a la información que debe notificarse al ejercer el derecho de establecimiento y la libre prestación de servicios.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 31 de 14/02/2022, pp. 1-3.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2022/193 de la Comisión**, de 17 de noviembre de 2021, por el que se modifican las normas técnicas de ejecución establecidas en el Reglamento de Ejecución (UE) n.º 926/2014, que establece los modelos de formularios, plantillas y procedimientos en lo que respecta a la información que debe notificarse al ejercer el derecho de establecimiento y la libre prestación de servicios.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 31 de 14/02/2022, pp. 4-20.

- **Reglamento (UE) 2022/345 del Consejo**, de 1 de marzo de 2022, por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 833/2014 relativo a medidas restrictivas motivadas por acciones de Rusia que desestabilizan la situación en Ucrania.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 63 de 02/03/2022, p. 1.

- **Decisión (PESC) 2022/346 del Consejo**, de 1 de marzo de 2022, por la que se modifica la Decisión 2014/512/PESC relativa a medidas restrictivas motivadas por acciones de Rusia que desestabilizan la situación en Ucrania.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 63 de 02/03/2022, p. 5.

- **Reglamento (UE) 2022/357 de la Comisión**, de 2 de marzo de 2022, que modifica el Reglamento (CE) n.º 1126/2008, por el que se adoptan determinadas normas internacionales de contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Contabilidad 1 y 8.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 68 de 03/03/2022, pp. 1-8.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2022/365 de la Comisión**, de 3 de marzo de 2022, por el que se modifica el Reglamento de Ejecución (UE) 2018/1624, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en relación con los procedimientos, modelos de formularios y plantillas para la notificación de información a efectos de los planes de resolución para las entidades de crédito y las empresas de servicios de inversión, de conformidad con la Directiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 69 de 04/03/2022, pp. 60-104.

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/439 de la Comisión**, de 20 de octubre de 2021, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para la especificación de la metodología de evaluación que deben seguir las autoridades competentes al evaluar el cumplimiento por parte de las entidades de crédito y las empresas de inversión de los requisitos de utilización del método basado en calificaciones internas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 90 de 18/03/2022, pp. 1-66.

IV Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	33	28	34	10	10	16	8	9
Ampliaciones de capital	33	28	33	10	10	15	8	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	1	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	10	12	14	6	3	6	5	4
De las cuales dividendo elección	9	12	13	6	3	6	4	4
Ampliaciones de capital por conversión	3	2	4	0	1	3	0	0
De contrapartida no monetaria	2	1	4	1	1	2	0	1
Con derecho de suscripción preferente	8	5	4	0	2	1	1	0
Sin negociación de derechos de suscripción	13	9	12	3	4	5	2	5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	1	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	52	40	52	10	14	19	9	10
Ampliaciones de capital	52	40	51	10	14	18	9	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	1	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	15	17	20	6	3	6	5	4
De las cuales dividendo elección	14	17	19	6	3	6	4	4
Ampliaciones de capital por conversión	4	2	4	0	1	3	0	0
De contrapartida no monetaria	2	2	5	1	1	3	0	1
Con derecho de suscripción preferente	9	5	4	0	2	1	1	0
Sin negociación de derechos de suscripción	21	13	17	3	6	5	3	5
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	1	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	9.806,0	10.852,1	17.138,3	2.969,2	8.948,7	4.898,8	321,7	1.368,9
Ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	2.969,2	8.948,7	2.698,6	321,7	1.368,9
Ofertas públicas de suscripción de valores	10,0	150,1	100,0	0,0	100,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.565,4	1.949,0	1.264,9	772,5	195,8	131,1	165,5	422,8
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	772,5	195,8	131,1	144,2	422,8
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	0,0	68,0	41,4	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria ²	2.034,2	233,0	3.525,3	2.079,2	56,0	1.390,1	0,0	17,4
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	0,0	7.032,8	6,3	21,2	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	1.111,8	1.520,3	2.878,1	117,5	1.496,0	1.129,6	135,0	928,7
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	2.200,2	0,0	0,0	2.200,2	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	1.336,9	1.282,0	5.021,7	2.396,6	445,0	1.991,7	188,5	131,9
Ampliaciones de capital	1.336,9	1.282,0	4.939,4	2.396,6	445,0	1.909,4	188,5	131,9
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,5	7,8	5,4	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	307,6	799,6	796,2	303,9	195,8	131,1	165,3	68,3
De las cuales dividendo elección	306,3	799,6	774,9	303,9	195,8	131,1	144,0	68,3
Ampliaciones de capital por conversión	16,6	1,7	46,3	0,0	23,0	23,3	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria	401,0	68,0	3.289,0	2.079,2	56,0	1.153,8	0,0	8,7
Con derecho de suscripción preferente	372,1	370,9	98,8	0,0	72,5	5,1	21,2	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	239,1	34,1	703,7	13,4	92,3	596,1	1,9	54,9
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	82,3	0,0	0,0	82,3	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	12	9	44	9	11	26	14	11
Número de emisiones	17	14	77	11	15	32	19	14
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,5	2.440,8	83,2	692,3	1.230,6	434,7	347,0
Ampliaciones de capital	298,3	238,5	2.440,8	83,2	692,3	1.230,6	434,7	347,0
De ellas, mediante OPS	229,4	173,5	1.654,2	0,0	405,5	869,6	379,1	216,5
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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	129	126	123	127	129	126	123	123
Empresas extranjeras	7	7	6	7	7	7	6	6
Segundo mercado	3	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	1	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	2	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	9	11	10	10	10	10	10	9
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	5	6	6	6	6	6	6	6
Bilbao	2	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	2	2	1	1	1	1	1	0
BME MTF Equity ³	2.709	2.580	2.432	2.530	2.484	2.458	2.432	2.402
Latibex	19	19	19	19	19	18	19	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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ²	806.064,3	690.101,6	781.805,4	740.998,9	775.240,5	784.104,0	781.805,4	749.196,8
Empresas extranjeras ³	141.671,0	113.478,9	147.214,3	127.137,4	140.652,7	146.598,2	147.214,3	143.841,7
Ibex 35	494.789,4	424.167,3	475.870,0	424.167,3	484.076,2	482.298,0	475.870,0	460.787,9
Segundo mercado	31,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	29,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.154,2	1.053,6	1.319,3	1.072,1	1.283,7	1.299,5	1.319,3	1.222,1
Madrid	69,8	30,9	23,1	27,1	27,1	23,1	23,1	24,2
Barcelona	1.036,5	956,0	1.258,7	1.009,5	1.221,1	1.239,4	1.258,7	1.202,9
Bilbao	32,9	20,6	19,2	21,2	21,2	19,7	19,2	16,2
Valencia	80,4	76,0	45,3	45,3	45,3	45,3	45,3	0,0
BME MTF Equity ⁴	44.706,4	43.595,5	48.656,9	44.706,5	46.128,3	47.484,6	48.656,9	47.115,3
Latibex	199.022,2	177.210,3	196.093,9	184.754,0	229.997,7	184.664,1	196.093,9	281.928,2

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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Mercado continuo (MC). Total ¹	462.378,8	422.786,4	372.972,8	92.325,6	94.803,4	78.833,1	107.010,8	108.728,0
Empresas extranjeras	3.477,8	4.273,8	4.343,6	1.056,9	1.061,9	1.106,5	1.118,3	2.167,5
Segundo mercado	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,1	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	6,2	2,5	7,4	2,8	2,6	0,4	1,6	2,3
Madrid	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Barcelona	3,2	2,4	7,4	2,7	2,6	0,4	1,6	2,1
Bilbao	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	4.014,4	3.929,0	3.559,2	971,2	837,8	639,8	1.110,4	933,0
Latibex	136,4	79,5	48,9	11,2	8,2	7,9	21,7	29,4

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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
En sesión	450.575,7	405.120,5	355.841,2	89.838,4	90.427,5	75.244,2	100.331,1	106.941,7
Órdenes	258.242,2	278.516,1	237.430,5	65.154,6	57.158,8	54.975,2	60.141,9	77.695,7
Aplicaciones	38.888,0	42.666,5	40.006,0	10.629,0	10.135,9	8.809,5	10.431,7	10.938,1
Bloques	153.445,5	83.938,0	78.404,7	14.054,8	23.132,8	11.459,5	29.757,6	18.308,0
Fuera de hora	3.098,1	4.174,3	4.890,0	970,0	1.721,1	435,6	1.763,2	964,2
Autorizadas	1.706,3	2.001,4	1.213,3	261,8	379,5	200,9	371,1	80,3
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	2.509,5	5.250,9	5.306,1	0,0	0,0	2.092,0	3.214,0	0,0
OPV	634,4	967,8	1.723,2	105,0	1.618,2	0,0	0,0	75,0
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.422,0	3.369,1	2.787,7	747,8	400,5	633,9	1.005,6	327,2
Operaciones de cobertura	1.799,4	1.902,4	1.211,5	402,7	256,6	226,5	325,7	339,5

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

1.2 Renta fija

Emissiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	39	47	34	11	14	13	13	13
Cédulas hipotecarias	12	14	7	3	3	3	2	6
Cédulas territoriales	2	3	3	0	2	0	1	3
Bonos y obligaciones no convertibles	13	11	11	3	3	5	8	3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	1
Bonos de titulización	13	15	12	3	4	4	1	4
Pagarés de empresa	11	11	7	1	5	0	1	0
De titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	11	11	7	1	5	0	1	0
Otras emisiones de renta fija	1	2	1	1	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	4	1	0	1	1	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	298	244	156	46	49	43	18	27
Cédulas hipotecarias	29	26	16	3	4	7	2	8
Cédulas territoriales	3	6	3	0	2	0	1	3
Bonos y obligaciones no convertibles	205	143	82	30	24	21	10	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	0	0	1
Bonos de titulización	48	52	41	10	14	14	3	11
Pagarés de empresa ¹	11	11	7	1	5	0	1	0
De titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	11	11	7	1	5	0	1	0
Otras emisiones de renta fija	1	4	1	1	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	6	1	0	1	1	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	90.164,5	132.111,3	101.170,7	23.638,4	24.728,1	25.484,7	27.319,5	42.857,7
Cédulas hipotecarias	22.933,0	22.960,0	28.700,0	3.500,0	9.000,0	9.450,0	6.750,0	14.300,0
Cédulas territoriales	1.300,0	9.150,0	5.500,0	0,0	3.500,0	0,0	2.000,0	3.040,0
Bonos y obligaciones no convertibles	29.605,6	33.412,5	25.256,7	9.669,3	1.505,7	807,4	13.984,4	4.371,8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	300,0
Bonos de titulización	18.740,9	36.281,0	18.375,7	5.030,0	5.673,5	7.184,2	488,0	14.021,8
Pagarés de empresa ²	15.085,0	22.291,6	20.180,0	4.240,8	5.048,9	7.293,2	3.597,1	6.824,1
De titulización	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	15.085,0	22.291,6	20.180,0	4.240,8	5.048,9	7.293,2	3.597,1	6.824,1
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	6.266,2	823,3	823,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.000,0	1.750,0	2.335,0	375,0	0,0	750,0	500,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	3.213,5	14.312,1	4.599,5	1.022,2	1.208,0	1.805,9	563,4	951,3
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Total	114.034,0	119.230,2	113.205,9	45.044,1	21.415,6	26.630,3	20.115,9	40.160,8
Pagarés	15.036,1	22.293,8	20.190,1	2.902,1	6.335,2	4.763,2	6.189,7	5.272,3
Bonos y obligaciones	45.082,0	20.407,1	37.664,0	33.306,0	906,9	1.316,1	2.135,0	15.926,6
Cédulas hipotecarias	29.375,0	23.058,3	29.020,0	3.600,0	5.000,0	12.670,0	7.750,0	14.300,0
Cédulas territoriales	3.300,0	9.150,0	5.500,0	0,0	3.500,0	0,0	2.000,0	3.040,0
Bonos de titulización	18.740,9	36.281,0	18.375,7	4.030,0	5.673,5	7.131,0	1.541,2	1.621,8
Participaciones preferentes	1.000,0	1.750,0	1.625,0	375,0	0,0	750,0	500,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	6.290,1	831,0	831,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	331	321	292	316	310	301	292	284
Renta fija privada	299	289	257	282	276	266	257	249
Pagarés	9	8	40	7	8	7	40	40
Bonos y obligaciones	40	41	39	41	39	40	39	39
Cédulas hipotecarias	35	29	27	29	29	29	27	27
Cédulas territoriales	7	8	6	8	7	7	6	6
Bonos de titulización	227	222	198	216	212	202	198	198
Participaciones preferentes	6	5	5	4	4	4	5	5
Bonos matador	5	5	3	5	5	4	3	3
Deuda pública	32	32	35	34	34	35	35	35
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	13	13	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	10	10	13	12	12	13	13	13
Otra deuda pública	8	8	8	8	8	8	8	8
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.775	2.610	2.451	2.574	2.560	2.492	2.451	2.415
Renta fija privada	1.834	1.655	1.465	1.600	1.579	1.508	1.465	1.407
Pagarés	84	53	54	26	52	36	54	54
Bonos y obligaciones	718	589	481	573	547	519	481	481
Cédulas hipotecarias	209	200	183	200	191	195	183	183
Cédulas territoriales	23	22	18	22	21	21	18	18
Bonos de titulización	787	777	715	765	754	723	715	715
Participaciones preferentes	8	9	11	9	9	10	11	11
Bonos matador	5	5	3	5	5	4	3	3
Deuda pública	941	955	986	974	981	984	986	1.008
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	236	231	233	232	230	227	233	236
Deuda autonómica	173	167	171	164	166	170	171	170
Deuda pública extranjera	508	533	558	554	562	564	558	572
Otra deuda pública	12	12	12	12	11	11	12	18
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.421.003,0	6.297.532,5	6.261.335,6	6.439.031,5	6.429.153,0	6.358.591,6	6.261.335,6	6.311.600,3
Renta fija privada	463.816,1	464.170,7	456.613,9	479.648,0	470.461,5	472.718,8	456.613,9	452.925,0
Pagarés	6.423,1	4.812,4	5.688,6	3.245,0	4.441,2	3.915,7	5.688,6	5.092,2
Bonos y obligaciones	62.477,8	53.696,1	68.584,8	78.185,6	78.173,8	78.850,0	68.584,8	73.017,1
Cédulas hipotecarias	195.719,1	199.054,1	199.681,7	197.648,2	190.799,1	201.689,8	199.681,7	206.148,4
Cédulas territoriales	20.762,3	18.262,3	17.544,0	18.262,3	19.144,0	19.144,0	17.544,0	19.694,0
Bonos de titulización	172.878,9	181.341,0	156.695,2	175.017,1	170.613,5	161.139,6	156.695,2	140.553,8
Participaciones preferentes	5.240,0	6.690,0	8.225,0	6.975,0	6.975,0	7.725,0	8.225,0	8.225,0
Bonos matador	314,8	314,8	194,6	314,8	314,8	254,7	194,6	194,6
Deuda pública	5.957.186,8	5.833.361,8	5.804.721,7	5.959.383,5	5.958.691,5	5.885.872,8	5.804.721,7	5.858.675,3
Letras del Tesoro	68.335,5	79.765,7	79.409,6	82.265,0	77.822,1	76.253,7	79.409,6	79.174,4
Bonos y obligaciones del Estado	937.290,9	1.026.625,5	1.094.574,1	1.059.837,2	1.085.130,1	1.096.361,5	1.094.574,1	1.156.820,9
Deuda autonómica	35.247,6	32.775,5	36.131,2	33.894,9	34.155,4	35.127,5	36.131,2	36.099,7
Deuda pública extranjera	4.914.792,7	4.692.674,9	4.592.786,5	4.781.866,2	4.760.263,7	4.676.809,9	4.592.786,5	4.579.819,9
Otra deuda pública	1.520,2	1.520,2	1.820,2	1.520,2	1.320,2	1.320,2	1.820,2	6.760,4

¹ Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	158.807,2	140.509,4	47.659,3	21.502,7	17.534,7	5.855,1	2.766,8	5.178,6
Renta fija privada	275,2	170,2	174,3	38,9	49,1	35,5	50,7	32,1
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	260,0	169,4	174,3	38,9	49,1	35,5	50,7	32,1
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulización	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	158.532,0	140.339,2	47.485,0	21.463,8	17.485,6	5.819,6	2.716,1	5.146,5
Letras del Tesoro	25.858,4	27.975,5	5.186,3	2.076,0	1.755,0	1.305,0	50,3	50,0
Bonos y obligaciones del Estado	92.592,8	83.478,8	21.997,4	11.484,2	7.996,0	1.491,1	1.026,1	1.996,3
Deuda autonómica	35,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	40.027,8	28.884,9	20.301,3	7.903,5	7.734,6	3.023,5	1.639,7	3.100,2
Otra deuda pública	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	158.807,2	140.509,4	47.659,3	21.502,7	17.534,7	5.855,1	2.766,8	5.178,6
Simple	158.807,2	140.509,4	47.659,3	21.502,7	17.534,7	5.855,1	2.766,8	5.178,6
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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Total	158.792,5	140.495,9	47.564,1	21.492,7	17.484,3	5.829,9	2.757,2	5.175,5
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	158.792,5	140.495,9	47.564,1	21.492,7	17.484,3	5.829,9	2.757,2	5.175,5
Entidades de crédito	385,5	176,6	278,3	34,7	43,3	162,8	37,5	23,0
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	158.407,0	140.319,3	47.285,8	21.458,0	17.441,1	5.667,0	2.719,7	5.152,5
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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
NÚMERO DE EMISORES								
Total	13	11	10	11	10	10	10	10
Emisores privados	5	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	5	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	8	7	6	7	6	6	6	6
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	54	44	49	53	49	48	49	48
Emisores privados	16	11	11	11	11	11	11	11
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	16	11	11	11	11	11	11	11
Administraciones públicas ¹	38	33	38	42	38	37	38	37
Comunidades autónomas	20	18	26	27	26	26	26	26
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	7.340,4	6.158,4	8.399,3	8.830,8	8.412,5	8.413,9	8.399,3	8.397,0
Emisores privados	481,1	366,3	319,4	353,6	341,7	330,5	319,4	307,9
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	481,1	366,3	319,4	353,6	341,7	330,5	319,4	307,9
Administraciones públicas ¹	6.859,2	5.792,2	8.079,9	8.477,2	8.070,7	8.083,4	8.079,9	8.089,1
Comunidades autónomas	6.260,7	5.179,3	7.549,3	7.862,8	7.549,3	7.549,3	7.549,3	7.549,3

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Total	150.634,0	120.706,0	174.959,0	45.061,0	44.715,0	48.400,0	36.783,0	28.045,0
Simples	150.634,0	120.706,0	174.959,0	45.061,0	44.715,0	48.400,0	36.783,0	28.045,0
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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocal¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35²,³	6.625.993	6.395.357	5.547.599	1.364.908	1.329.170	1.430.095	1.423.426	1.664.446
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.965.905	5.905.782	5.260.568	1.274.216	1.264.040	1.377.802	1.344.510	1.587.224
Futuro mini sobre Ibex 35	145.489	154.351	92.657	26.918	21.783	21.059	22.896	33.042
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	144.831	91.571	45.450	15.289	11.150	3.793	15.218	4.320
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	6	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	177.369	104.132	69.667	29.481	17.834	12.332	10.020	11.728
Opción <i>put</i> mini	192.393	139.521	79.257	19.003	14.364	15.109	30.781	28.131
Sobre acciones⁴	32.841.027	30.313.892	25.434.719	7.155.442	6.423.846	6.083.100	5.772.331	6.925.765
Futuros	15.298.027	10.968.411	11.346.047	3.153.650	3.318.301	3.410.227	1.463.869	3.919.655
Futuros sobre dividendos de acciones	758.700	130.055	2.100	0	0	400	1.700	25
Futuros sobre dividendos de acciones plus	0	7.752	20.800	3.956	3.956	8.729	4.159	9.040
Opción <i>call</i>	7.405.619	8.564.019	6.131.488	1.989.957	1.444.525	1.066.620	1.630.386	1.499.642
Opción <i>put</i>	9.378.681	10.643.655	7.934.284	2.007.879	1.657.064	1.597.124	2.672.217	1.497.403

1 Nominal del contrato: 100.000 euros.

2 El número de los contratos mini (multiplicador de 1 euro) y micro (multiplicador de 0,1 euros) se ha homogeneizado al tamaño de los contratos de los futuros sobre Ibex 35 plus (multiplicador de 10 euros).

3 Nominal del contrato: Ibex 35 * 10 euros.

4 Nominal del contrato: 100 acciones.

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

Emisiones registradas en la CNMV

CUADRO 1.14

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	1.837,7	1.167,7	2.142,7	585,3	550,2	496,7	510,4	1.236,0
Sobre acciones	901,4	445,7	792,8	200,3	220,4	169,3	202,7	289,7
Sobre índices	809,3	674,0	1.258,6	343,7	309,6	315,8	289,5	868,8
Otros¹	127,1	48,1	91,3	41,3	20,2	11,6	18,2	77,4
Número de emisiones	5.496	3.081	4.581	1.264	1.301	1.006	1.010	2.299
Número de emisores	6	5	4	3	2	2	2	2
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	291,6	319,7	289,2	74,9	71,4	66,5	76,3	106,0
Sobre acciones nacionales	81,1	121,1	123,3	43,9	36,2	20,4	22,7	23,0
Sobre acciones extranjeras	19,7	26,0	18,2	4,9	4,0	3,8	5,6	6,0
Sobre índices	186,6	161,7	143,4	24,2	30,5	41,4	47,3	73,6
Otros ¹	3,7	10,9	4,3	1,9	0,7	0,9	0,8	3,4
Número de emisiones ²	3.605,0	3.785,0	3.249,0	878	811	781	779	1.126
Número de emisores ²	8	7	4	4	4	4	4	2
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	2	1	1	1	0	0	0	0
Número de emisores ²	1	1	1	1	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.718,8	2.548,1	1.549,0	400,5	345,3	404,5	398,7	556,9
Número de fondos	6	5	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	229,2	241,5	259,8	259,4	270,8	267,1	274,1	257,8

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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	39	38	33	36	34	33	33	33
Sucursales en España	19	14	13	14	13	13	13	14
Agentes operantes en España	1.944	1.407	1.359	1.367	1.344	1.336	1.359	1.149
Sucursales en el EEE ¹	9	8	4	8	7	4	4	4
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	25	25	20	23	21	20	20	21
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	205	205	161	175	170	153	161	173
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	56	57	58	60	58	59	58	60
Sucursales en España	23	24	21	24	22	22	21	22
Agentes operantes en España	361	353	729	331	339	375	729	887
Sucursales en el EEE ¹	1	0	4	0	0	4	4	6
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	24	30	30	32	29	30	30	32
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	144	205	200	213	196	198	200	200
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	0	1	1	1	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	140	140	140	139	142	141	140	140
Sucursales en España	22	23	21	21	21	21	21	21
Sucursales en el EEE ¹	2	2	1	1	1	1	1	1
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	29	27	26	27	28	27	26	26
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	51	47	49	49	55	54	49	48
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	112	110	108	110	110	110	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 Fuente: Banco de España y CNMV.

Servicios de inversión. Entidades extranjeras

CUADRO 2.2

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I
Total	3.567	3.617	1.369	1.333	1.345	1.364	1.369	1.413
Empresas de servicios de inversión								
Comunitarias	3.088	3.131	952	927	937	951	952	963
Con sucursal	3.085	3.128	947	922	932	946	947	958
En libre prestación de servicios	65	66	41	41	41	42	41	42
En libre prestación de servicios	3.020	3.062	906	881	891	904	906	916
Extracomunitarias	3	3	5	5	5	5	5	5
Con sucursal	0	0	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ¹								
Comunitarias	479	486	417	406	408	413	417	450
Comunitarias	473	480	412	401	403	408	412	445
Con sucursal	54	50	52	51	50	52	52	52
En libre prestación de servicios	419	430	360	350	353	356	360	393
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	5	5	5	5	5	5
Con sucursal	3	4	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	3	2	2	2	2	2	2	2

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
RENDA FIJA								
Total	3.222.363,2	3.782.640,8	2.878.970,7	744.236,9	883.875,4	757.396,9	472.152,2	765.546,2
Sociedades de valores	2.263.416,4	3.345.439,9	2.865.236,9	741.972,5	880.812,8	755.486,3	470.699,2	758.238,6
Mercados organizados nacionales	909.992,9	1.261.885,8	1.199.193,3	414.745,3	415.199,3	338.861,7	250.039,0	195.093,3
Otros mercados nacionales	1.012.359,1	1.721.922,5	1.006.802,5	246.211,8	309.058,9	280.240,9	134.635,1	282.867,6
Mercados extranjeros	341.064,4	361.631,6	659.241,1	81.015,4	156.554,6	136.383,7	86.025,1	280.277,7
Agencias de valores	958.946,8	437.200,9	13.733,8	2.264,4	3.062,6	1.910,6	1.453,0	7.307,6
Mercados organizados nacionales	17.314,9	1.229,4	1.307,0	157,1	313,0	217,0	160,0	617,0
Otros mercados nacionales	803.742,9	405.199,7	80,2	16,6	17,5	19,5	10,4	32,8
Mercados extranjeros	137.889,0	30.771,8	12.346,6	2.090,7	2.732,1	1.674,1	1.282,6	6.657,8
RENDA VARIABLE								
Total	1.213.388,9	1.816.691,4	1.220.967,9	423.633,8	587.035,0	438.252,0	135.727,2	59.953,7
Sociedades de valores	1.194.473,3	1.793.180,4	1.195.799,7	417.973,8	581.477,9	432.767,3	131.370,6	50.183,9
Mercados organizados nacionales	329.666,8	261.188,7	86.911,0	38.336,4	35.850,3	22.207,0	6.346,7	22.507,0
Otros mercados nacionales	1.771,0	5.938,7	8.150,6	1.791,1	3.232,7	1.774,8	1.055,1	2.088,0
Mercados extranjeros	863.035,5	1.526.053,0	1.100.738,1	377.846,3	542.394,9	408.785,5	123.968,8	25.588,9
Agencias de valores	18.915,6	23.511,0	25.168,2	5.660,0	5.557,1	5.484,7	4.356,6	9.769,8
Mercados organizados nacionales	7.712,5	7.137,8	10.221,7	1.843,1	1.752,1	1.734,4	1.155,7	5.579,5
Otros mercados nacionales	1.006,8	1.094,9	1.501,6	261,6	298,9	498,5	404,4	299,8
Mercados extranjeros	10.196,3	15.278,3	13.444,9	3.555,3	3.506,1	3.251,8	2.796,5	3.890,5

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Total	10.807.586,8	11.557.923,7	9.509.509,7	3.798.892,3	2.662.237,6	2.441.759,7	2.182.511,2	2.223.001,2
Sociedades de valores	10.523.995,1	11.261.186,5	9.372.575,4	3.710.600,1	2.578.484,5	2.410.453,9	2.173.689,4	2.209.947,6
Mercados organizados nacionales	5.058.147,9	3.839.450,0	4.280.290,6	1.028.274,7	1.008.973,3	1.147.718,4	1.081.941,0	1.041.657,9
Mercados organizados extranjeros	4.160.941,8	5.884.599,5	4.135.376,7	2.074.662,4	1.153.439,5	997.145,4	917.068,7	1.067.723,1
Mercados no organizados	1.304.905,4	1.537.137,0	956.908,1	607.663,0	416.071,7	265.590,1	174.679,7	100.566,6
Agencias de valores	283.591,7	296.737,2	136.934,3	88.292,2	83.753,1	31.305,8	8.821,8	13.053,6
Mercados organizados nacionales	29.601,4	12.975,9	6.858,9	3.903,5	3.781,9	2.340,5	672,8	63,7
Mercados organizados extranjeros	116.038,0	195.686,4	126.635,7	81.723,0	79.914,9	27.800,9	7.987,5	10.932,4
Mercados no organizados	137.952,3	88.074,9	3.439,7	2.665,7	56,3	1.164,4	161,5	2.057,5

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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	25.388	44.982	89.646	44.982	53.783	65.053	75.875	89.646
Sociedades de valores. Total	3.219	3.585	19.317	3.585	4.265	8.968	13.246	19.317
IIC ³	40	42	38	42	40	40	38	38
Otras ⁴	3.179	3.543	19.279	3.543	4.225	8.928	13.208	19.279
Agencias de valores. Total	22.169	41.397	70.329	41.397	49.518	56.085	62.629	70.329
IIC ³	79	82	64	82	69	66	65	64
Otras ⁴	22.090	41.315	70.265	41.315	49.449	56.019	62.564	70.265
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	4.925.671	6.098.558	8.088.415	6.098.558	6.132.979	6.776.795	7.230.753	8.088.415
Sociedades de valores. Total	2.266.997	2.687.786	2.907.767	2.687.786	2.146.038	2.393.001	2.551.997	2.907.767
IIC ³	1.059.718	1.280.966	592.849	1.280.966	590.333	586.695	598.536	592.849
Otras ⁴	1.207.279	1.406.820	2.314.918	1.406.820	1.555.705	1.806.306	1.953.461	2.314.918
Agencias de valores. Total	2.658.674	3.410.772	5.180.648	3.410.772	3.986.941	4.383.794	4.678.756	5.180.648
IIC ³	1.346.615	1.256.276	1.125.208	1.256.276	1.063.010	1.081.072	1.096.336	1.125.208
Otras ⁴	1.312.059	2.154.496	4.055.440	2.154.496	2.923.931	3.302.722	3.582.420	4.055.440

1 Datos al final del periodo.

2 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores (SAV).

3 Incluye tanto la gestión directa como mediante acuerdos de delegación de gestión de activos de instituciones de inversión colectiva (IIC) residentes, así como la gestión de IIC no residentes.

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

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

CUADRO 2.6

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total SAV ³	26.561	31.169	34.006	31.169	30.765	31.626	32.296	34.006
Sociedades de valores. Total	6.163	8.721	9.727	8.721	9.126	9.349	9.537	9.727
Clientes minoristas	6.115	8.670	9.674	8.670	9.074	9.297	9.481	9.674
Clientes profesionales	31	45	48	45	46	46	50	48
Contrapartes elegibles	17	6	5	6	6	6	6	5
Agencias de valores. Total	20.398	22.448	24.279	22.448	21.639	22.277	22.759	24.279
Clientes minoristas	20.125	22.128	24.007	22.128	21.390	22.034	22.515	24.007
Clientes profesionales	229	282	235	282	207	201	203	235
Contrapartes elegibles	44	38	37	38	42	42	41	37
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total SAV ³	37.583	39.803	48.086	39.803	7.270	12.672	19.595	48.086
Sociedades de valores	23.400	5.813	7.944	5.813	1.267	2.764	4.315	7.944
Agencias de valores	14.183	33.990	40.142	33.990	6.003	9.908	15.280	40.142

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 (SAV).

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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	38.125	35.957	41.565	-856	9.586	23.451	41.565	1.426
II. Comisiones netas	279.650	310.868	265.790	97.775	177.191	218.104	265.790	24.647
Comisiones percibidas	427.813	525.812	481.945	158.537	320.279	406.485	481.945	41.133
Tramitación y ejecución de órdenes	164.606	254.307	164.293	67.188	124.513	145.125	164.293	13.546
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.849	5.279	86.324	26.843	70.129	83.778	86.324	180
Depósito y anotación de valores	42.643	39.260	36.880	9.107	18.384	27.534	36.880	5.183
Gestión de carteras	15.102	13.128	15.860	3.281	6.577	10.248	15.860	2.242
Diseño y asesoramiento	34.751	16.282	20.316	3.503	8.257	13.238	20.316	2.419
Búsqueda y colocación de paquetes	1.302	1.960	5.306	572	1.497	3.090	5.306	286
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	53.506	50.985	64.608	14.902	30.969	46.730	64.608	10.573
Otras	107.055	144.611	88.356	33.140	59.954	76.741	88.356	6.705
Comisiones satisfechas	148.163	214.944	216.155	60.762	143.088	188.381	216.155	16.486
III. Resultado de inversiones financieras	29.452	97.113	32.733	7.818	23.639	25.906	32.733	7.627
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	29.066	91.278	35.370	13.273	30.168	33.957	35.370	282
V. Margen bruto	376.293	535.216	375.458	118.010	240.585	301.418	375.458	33.982
VI. Resultado de explotación	55.978	124.993	88.966	28.472	67.511	65.910	88.966	2.237
VII. Resultado de actividades continuadas	54.528	102.928	93.481	35.277	67.780	69.599	93.481	3.359
VIII. Resultado neto del ejercicio	54.528	102.928	90.708	35.277	67.780	69.599	90.708	3.359

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 2022.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL								
Total	101.039	221.894	108.249	221.894	20.128	61.827	81.777	108.249
Activos monetarios y deuda pública	2.625	23.229	3.039	23.229	72	3.870	3.271	3.039
Otros valores de renta fija	27.811	18.457	19.224	18.457	6.338	11.010	14.438	19.224
Cartera interior	13.186	11.796	4.920	11.796	1.835	2.101	3.354	4.920
Cartera exterior	14.625	6.661	14.304	6.661	4.503	8.909	11.084	14.304
Renta variable	8.009	21.860	6.845	21.860	1.458	5.920	5.097	6.845
Cartera interior	7.006	22.859	5.281	22.859	767	3.847	4.359	5.281
Cartera exterior	1.003	-999	1.564	-999	691	2.073	738	1.564
Derivados	-3.873	28.367	-21.138	28.367	3.713	-18.759	-20.864	-21.138
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.492	-6.851	-6.446	-6.851	-2.234	-4.281	-6.470	-6.446
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	1.084	-6.207	3.177	-6.207	606	202	2.139	3.177
Diferencias de cambio netas	118	-981	971	-981	284	281	585	971
Otros productos y cargas de explotación	28.949	92.259	34.398	92.259	12.990	29.888	33.372	34.398
Otras operaciones	39.808	51.761	68.179	51.761	-3.099	33.696	50.209	68.179
MARGEN DE INTERESES								
Total	38.127	35.957	41.564	35.957	-854	9.585	23.449	41.564
Activos monetarios y deuda pública	1.027	922	804	922	173	469	643	804
Otros valores de renta fija	3.319	1.347	732	1.347	417	633	749	732
Cartera interior	734	556	81	556	70	152	179	81
Cartera exterior	2.585	791	651	791	347	481	570	651
Renta variable	2.767	962	973	962	194	513	798	973
Cartera interior	2.456	766	539	766	121	263	470	539
Cartera exterior	311	196	434	196	73	250	328	434
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.492	-6.851	-6.446	-6.851	-2.234	-4.281	-6.470	-6.446
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	1.084	-6.207	3.177	-6.207	606	202	2.139	3.177
Otras operaciones	33.422	45.784	42.324	45.784	-10	12.049	25.590	42.324
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	29.451	97.113	32.734	97.113	7.820	23.638	25.905	32.734
Activos monetarios y deuda pública	1.598	22.307	2.235	22.307	-101	3.401	2.628	2.235
Otros valores de renta fija	24.492	17.110	18.492	17.110	5.921	10.377	13.689	18.492
Cartera interior	12.452	11.240	4.839	11.240	1.765	1.949	3.175	4.839
Cartera exterior	12.040	5.870	13.653	5.870	4.156	8.428	10.514	13.653
Renta variable	5.242	20.898	5.872	20.898	1.264	5.407	4.299	5.872
Cartera interior	4.550	22.093	4.742	22.093	646	3.584	3.889	4.742
Cartera exterior	692	-1.195	1.130	-1.195	618	1.823	410	1.130
Derivados	-3.873	28.367	-21.138	28.367	3.713	-18.759	-20.864	-21.138
Otras operaciones	1.992	8.431	27.273	8.431	-2.977	23.212	26.153	27.273
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	33.461	88.824	33.951	88.824	13.162	28.604	32.423	33.951
Diferencias de cambio netas	118	-981	971	-981	284	281	585	971
Otros productos y cargas de explotación	28.949	92.259	34.398	92.259	12.990	29.888	33.372	34.398
Otras operaciones	4.394	-2.454	-1.418	-2.454	-112	-1.565	-1.534	-1.418

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ²
I. Margen de intereses	1.252	932	454	111	75	216	454	68
II. Comisiones netas	130.293	143.162	173.785	40.147	76.041	114.528	173.785	23.157
Comisiones percibidas	150.842	165.094	202.333	45.864	87.169	131.945	202.333	27.805
Tramitación y ejecución de órdenes	23.194	22.035	14.140	4.708	8.087	10.824	14.140	3.223
Colocación y aseguramiento de emisiones	580	2.157	1.481	137	601	1.584	1.481	17
Depósito y anotación de valores	879	754	425	150	286	361	425	56
Gestión de carteras	14.890	14.554	22.874	4.572	9.371	14.648	22.874	3.933
Diseño y asesoramiento	14.426	34.128	40.421	6.072	10.079	15.480	40.421	3.046
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	62.866	62.134	91.375	20.157	42.532	63.776	91.375	14.965
Otras	34.008	29.331	31.617	10.067	16.216	25.273	31.617	2.566
Comisiones satisfechas	20.549	21.932	28.548	5.717	11.128	17.417	28.548	4.648
III. Resultado de inversiones financieras	910	-5.562	666	130	464	478	666	-612
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.194	-968	-776	-1.180	-1.872	-2.809	-776	216
V. Margen bruto	133.648	137.564	174.129	39.208	74.708	112.414	174.129	22.829
VI. Resultado de explotación	9.284	3.339	26.155	10.132	15.169	21.604	26.155	315
VII. Resultado de actividades continuadas	6.163	2.836	22.802	9.663	13.675	19.338	22.802	429
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.163	2.836	22.802	9.663	13.675	19.338	22.802	429

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 2022.

Margen de solvencia de las sociedades y agencias de valores^{1, 2, 3}

CUADRO 2.10

	2018	2019	2020	2021
TOTAL SAV⁴				
Exceso de recursos propios (miles de euros)	915.187	1.165.522	1.026.770	612.842
% exceso ⁵	429,56	486,61	277,64	541,03
N.º entidades según porcentaje del exceso				
≤ 100 %	20	23	26	25
> 100-≤ 300 %	28	30	29	35
> 300-≤ 500 %	10	10	12	12
> 500 %	15	13	10	19
SOCIEDADES DE VALORES				
Exceso de recursos propios (miles de euros)	874.235	1.118.273	960.720	506.721
% exceso ⁵	464,51	520,42	285,14	654,90
N.º entidades según porcentaje del exceso				
≤ 100 %	7	7	9	4
> 100-≤ 300 %	10	14	11	12
> 300-≤ 500 %	7	4	8	5
> 500 %	14	11	8	12
AGENCIAS DE VALORES				
Exceso de recursos propios (miles de euros)	40.952	47.249	66.051	106.121
% exceso ⁵	164,84	191,77	200,79	295,60
N.º entidades según porcentaje del exceso				
≤ 100 %	13	16	17	21
> 100-≤ 300 %	18	16	18	23
> 300-≤ 500 %	3	6	4	7
> 500 %	1	2	2	7

1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.

2 Desde el 1 de enero de 2014 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.

3 A partir de II-2021 los datos no están disponibles con periodicidad trimestral 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.

4 Solo se incluye información de sociedades y agencias de valores (SAV).

5 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
TOTAL SAV²								
Media ³ (%)	9,22	18,71	13,68	18,71	13,09	20,95	11,79	13,68
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	32	30	32	31	30	33	30
0-≤ 15 %	22	15	20	15	18	19	16	20
> 15-≤ 45 %	18	20	14	20	12	13	15	14
> 45-≤ 75 %	7	9	9	9	13	12	7	9
> 75 %	12	15	17	15	17	17	20	17
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	8,87	19,72	11,48	19,72	9,44	19,74	9,18	11,48
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	12	13	12	15	10	14	13
0-≤ 15 %	13	6	8	6	8	10	8	8
> 15-≤ 45 %	7	9	6	9	6	8	7	6
> 45-≤ 75 %	1	6	4	6	3	4	2	4
> 75 %	2	2	1	2	2	1	1	1
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	12,05	12,48	23,97	12,48	35,76	28,08	23,92	23,97
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	19	20	17	20	16	20	19	17
0-≤ 15 %	9	9	12	9	10	9	8	12
> 15-≤ 45 %	11	11	8	11	6	5	8	8
> 45-≤ 75 %	6	3	5	3	10	8	5	5
> 75 %	10	13	16	13	15	16	19	16

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

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

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2017	2018	2019	2020	2021
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	30.790.535	31.658.460	21.627.677	17.423.050	19.263.515
Clientes minoristas	9.096.071	10.281.573	8.313.608	6.907.284	8.858.793
Resto de clientes y entidades	21.694.464	21.376.887	13.314.069	10.515.766	10.404.722
Clientes profesionales	6.482.283	7.052.031	-	-	-
Otros	15.212.181	14.324.856	-	-	-
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	65.802	62.168	56.963	45.782	56.190
Comisiones percibidas	65.191	61.079	56.029	45.153	55.657
Otros ingresos	611	1.088	934	629	532
PATRIMONIO NETO					
Total	32.803	33.572	32.089	30.177	34.140
Capital social	8.039	6.894	5.770	5.454	6.125
Reservas y remanentes	13.317	15.386	17.260	18.979	21.245
Resultado del ejercicio ³	11.361	10.626	8.172	4.837	7.456
Resto de fondos propios	86	666	888	907	-686

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. A partir de 2019, con la entrada en vigor de la Circular 4/2018, de 27 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica la Circular 1/2010, no se dispone de información desagregada de clientes no minoristas.

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	4.233	4.018	3.815	3.970	3.901	3.859	3.815	3.797
Fondos de inversión	1.595	1.515	1.452	1.506	1.487	1.469	1.452	1.452
Sociedades de inversión	2.569	2.427	2.280	2.383	2.334	2.307	2.280	2.262
IIC de IIC de inversión libre	7	7	10	8	9	10	10	10
IIC de inversión libre	62	69	73	73	71	73	73	73
Total IIC inmobiliarias	5	5	4	4	4	4	4	4
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.033	1.048	1.074	1.046	1.058	1.068	1.074	1.069
Fondos extranjeros comercializados en España	399	407	416	421	423	424	416	411
Sociedades extranjeras comercializadas en España	634	641	658	625	635	644	658	658
SGIIC	123	123	123	122	125	124	123	123
Depositarias IIC	36	35	33	35	34	33	33	33

1 Datos disponibles: febrero de 2022.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero ²	12.132.581	13.015.104	16.160.034	13.932.921	14.666.536	15.121.845	16.160.034	16.747.566
Fondos de inversión	11.734.029	12.654.439	15.810.134	13.581.009	14.319.397	14.777.155	15.810.134	16.403.206
Sociedades de inversión	398.552	360.665	349.900	351.912	347.139	344.690	349.900	344.360
Total IIC inmobiliarias ²	799	798	691	690	688	690	691	691
Fondos de inversión inmobiliaria	483	483	482	483	483	482	482	482
Sociedades de inversión inmobiliaria	316	315	209	207	205	208	209	209
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	3.361.901	4.312.340	6.073.537	4.865.192	5.231.449	5.609.293	6.073.537	–
Fondos extranjeros comercializados en España	521.648	592.053	776.206	635.555	697.470	723.358	776.206	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	2.840.253	3.720.287	5.297.331	4.229.637	4.533.979	4.885.935	5.297.331	–

1 Datos disponibles: febrero 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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ¹
Total IIC de carácter financiero	308.170,1	306.654,5	353.203,3	320.524,3	337.338,4	343.722,2	353.203,3	345.498,9
Fondos de inversión ²	279.377,4	279.694,5	324.701,0	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0	317.695,5
Sociedades de inversión	28.792,7	26.960,0	28.502,3	27.659,1	28.291,2	28.089,6	28.502,3	27.803,4
Total IIC inmobiliarias	1.072,9	1.218,0	1.224,3	1.201,0	1.201,3	1.221,5	1.224,3	1.227,3
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	310,8	311,0	311,0	311,1	311	311	311,2
Sociedades de inversión inmobiliaria	763,5	907,1	913,2	890,0	890,2	910,5	913,2	916,1
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	178.841,5	199.419,3	276.231,9	219.851,3	249.927,6	261.733,8	276.231,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	30.843,4	27.355,5	36.662,6	27.861,7	32.797,0	34.459,8	36.662,6	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	147.998,1	172.063,8	239.569,4	191.989,7	217.130,6	227.274,0	239.569,4	-

1 Datos disponibles: enero de 2022.

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 2021, del orden de 10.552,7 millones de euros.

3 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS). A partir de I-2018 los datos se estiman con la información recibida hasta el momento.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2019	2020	2021	2020		2021		
				IV	I	II	III	IV
Patrimonio	279.377,4	279.694,5	324.701,0	279.694,5	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0
Cartera de inversiones financieras	256.750,7	256.257,2	299.434,9	256.257,2	268.778,4	282.168,2	288.531,1	299.434,9
Cartera interior	66.520,4	54.587,8	54.715,8	54.587,8	54.198,1	55.270,4	56.360,1	54.715,8
Valores representativos de deuda	44.637,7	38.394,5	35.648,2	38.394,5	37.044,9	34.519,9	34.914,9	35.648,2
Instrumentos de patrimonio	9.047,9	6.185,3	6.828,5	6.185,3	6.584,2	6.863,3	6.833,9	6.828,5
Instituciones de inversión colectiva	8.581,9	8.511,0	11.396,5	8.511,0	8.994,8	12.322,3	13.050,0	11.396,5
Depósitos en EE. CC.	4.004,8	1.341,5	627,2	1.341,5	1.370,0	1.364,6	1.349,0	627,2
Derivados	243,2	140,9	168,3	140,9	190,3	177,1	174,8	168,3
Otros	4,9	14,6	47,1	14,6	13,9	23,3	37,5	47,1
Cartera exterior	190.224,5	201.664,8	244.715,5	201.664,8	214.574,7	226.894,2	232.167,3	244.715,5
Valores representativos de deuda	83.817,5	86.151,5	95.131,8	86.151,5	89.938,7	92.596,8	92.917,5	95.131,8
Instrumentos de patrimonio	33.115,9	33.886,1	46.254,3	33.886,1	36.866,7	41.191,2	42.944,2	46.254,3
Instituciones de inversión colectiva	73.054,4	81.358,2	103.089,9	81.358,2	87.482,1	92.971,0	96.006,2	103.089,9
Depósitos en EE. CC.	4,5	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	231,3	268,0	238,6	268,0	286,4	121,4	282,9	238,6
Otros	0,9	0,8	1,0	0,8	0,8	13,9	16,5	1,0
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,8	4,6	3,5	4,6	5,6	3,6	3,8	3,5
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	21.735,1	22.203,0	23.950,8	22.203,0	22.725,1	25.490,7	25.805,1	23.950,8
Neto deudores/acreedores	891,6	1.234,3	1.315,3	1.234,3	1.361,6	1.388,3	1.296,4	1.315,3

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
Patrimonio	28.792,7	26.960,0	28.502,3	26.960,0	27.659,1	28.291,2	28.089,6	28.502,3
Cartera de inversiones financieras	25.940,3	24.548,9	25.729,9	24.548,9	25.088,5	25.598,8	25.317,6	25.729,9
Cartera interior	4.588,3	3.419,9	3.525,2	3.419,9	3.490,9	3.517,6	3.460,0	3.525,2
Valores representativos de deuda	1.217,1	734,3	734,3	734,3	655,2	619,3	630,9	734,3
Instrumentos de patrimonio	1.982,8	1.601,2	1.633,7	1.601,2	1.690,4	1.714,8	1.636,2	1.633,7
Instituciones de inversión colectiva	1.232,2	967,7	1.067,4	967,7	1.039,0	1.089,2	1.092,5	1.067,4
Depósitos en EE. CC.	98,6	47,7	19,1	47,7	35,3	27,8	30,6	19,1
Derivados	0,8	3,2	-0,4	3,2	4,7	-0,6	1,4	-0,4
Otros	56,8	65,9	71,1	65,9	66,2	67,1	68,4	71,1
Cartera exterior	21.348,2	21.125,7	22.202,8	21.125,7	21.594,6	22.078,8	21.855,4	22.202,8
Valores representativos de deuda	4.617,7	3.243,8	2.683,8	3.243,8	2.909,1	2.852,4	2.822,6	2.683,8
Instrumentos de patrimonio	6.133,8	6.548,1	7.157,9	6.548,1	6.940,2	7.150,3	6.943,3	7.157,9
Instituciones de inversión colectiva	10.549,0	11.297,4	12.335,3	11.297,4	11.718,5	12.049,4	12.050,8	12.335,3
Depósitos en EE. CC.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	34,1	23,8	8,3	23,8	13,3	12,4	23,5	8,3
Otros	12,5	12,6	17,5	12,6	13,5	14,4	15,2	17,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,8	3,2	1,8	3,2	3,0	2,4	2,2	1,8
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	2.659,8	2.219,3	2.476,4	2.219,3	2.387,9	2.541,8	2.517,3	2.476,4
Neto deudores/acreedores	192,1	191,4	295,5	191,4	182,1	150,0	254,2	295,5

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.710	1.644	1.611	1.642	1.629	1.604	1.611	1.623
Renta fija ⁴	281	276	266	279	272	265	266	267
Renta fija mixta ⁵	173	174	181	181	182	183	181	183
Renta variable mixta ⁶	185	186	192	188	186	187	192	192
Renta variable euro	113	104	94	100	98	96	94	92
Renta variable internacional	263	276	307	278	285	295	307	315
Garantizado renta fija	66	55	43	53	51	50	43	43
Garantizado renta variable ⁷	155	133	114	130	125	117	114	112
Fondos globales	255	248	263	252	253	252	263	267
De gestión pasiva ⁸	133	118	88	114	110	93	88	89
Retorno absoluto	84	72	61	65	65	64	61	61
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.739.183	12.660.100	15.816.557	13.586.390	14.325.481	14.783.710	15.816.557	16.412.954
Renta fija ⁴	3.668.324	4.135.294	5.476.096	4.435.899	4.621.057	4.766.153	5.476.096	5.523.487
Renta fija mixta ⁵	1.087.881	1.203.280	1.459.004	1.364.227	1.406.147	1.411.225	1.459.004	1.508.751
Renta variable mixta ⁶	707.159	745.112	721.346	806.042	648.612	681.278	721.346	733.235
Renta variable euro	598.901	530.107	778.138	705.654	737.047	774.026	778.138	888.621
Renta variable internacional	2.655.123	3.043.542	3.882.184	3.298.703	3.545.847	3.671.230	3.882.184	4.360.391
Garantizado renta fija	154.980	135.320	77.430	127.437	115.807	109.449	77.430	76.949
Garantizado renta variable ⁷	428.470	356.439	265.043	348.061	308.880	273.878	265.043	256.806
Fondos globales	1.359.915	1.409.759	1.989.428	1.506.594	1.920.588	2.046.838	1.989.428	1.888.431
De gestión pasiva ⁸	429.428	511.251	505.514	513.333	530.215	522.529	505.514	507.222
Retorno absoluto	646.042	587.040	659.411	477.482	488.319	524.138	659.411	666.097
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0	317.695,5
Renta fija ⁴	78.583,2	81.015,9	88.422,8	82.209,7	83.503,3	86.173,0	88.422,8	87.043,7
Renta fija mixta ⁵	40.819,9	43.200,4	50.869,7	48.373,9	48.143,1	48.904,9	50.869,7	50.600,3
Renta variable mixta ⁶	28.775,8	30.432,7	28.141,1	32.601,3	24.893,5	25.970,6	28.141,1	27.765,8
Renta variable euro	10.145,1	7.091,1	8.279,6	7.771,9	8.232,2	8.180,2	8.279,6	7.803,1
Renta variable internacional	34.078,9	37.722,5	51.222,2	42.746,1	46.464,6	47.217,0	51.222,2	50.954,5
Garantizado renta fija	4.809,3	4.177,0	2.346,7	3.929,5	3.585,6	3.356,7	2.346,7	2.312,6
Garantizado renta variable ⁷	13.229,1	11.037,1	8.094,9	10.745,2	9.339,3	8.394,1	8.094,9	7.787,8
Fondos globales	43.041,9	40.944,5	67.591,0	43.120,7	62.913,0	67.783,8	67.591,0	63.902,1
De gestión pasiva ⁸	14.073,8	14.014,3	12.500,4	13.571,5	13.587,1	13.137,3	12.500,4	12.326,1
Retorno absoluto	11.818,3	10.057,4	7.231,2	7.793,7	8.383,9	6.513,4	7.231,2	7.198,0

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 2022.

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.

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 pasiva (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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ¹
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.739.183	12.660.100	15.816.557	13.586.390	14.325.481	14.783.710	15.816.557	16.412.954
Personas físicas	11.534.957	12.437.954	15.541.300	13.346.642	14.068.930	14.518.217	15.541.300	16.135.879
Residentes	11.440.086	12.339.829	15.427.337	13.245.856	13.964.805	14.408.799	15.427.337	16.020.376
No residentes	94.871	98.125	113.963	100.786	104.125	109.418	113.963	115.503
Personas jurídicas	204.226	222.146	275.257	239.748	256.551	265.493	275.257	277.075
Entidades de crédito	1.928	1.403	746	1.479	1.465	1.483	746	764,00
Otros agentes residentes	201.408	219.849	273.421	237.336	254.112	262.995	273.421	275.211
Entidades no residentes	890	894	1.090	933	974	1.015	1.090	1.100,00
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0	317.695,5
Personas físicas	231.434,8	230.573,8	264.075,7	240.434,7	250.264,3	255.030,4	264.075,7	259.691,9
Residentes	228.214,4	227.444,5	260.321,1	237.165,7	246.838,9	251.485,0	260.321,1	255.990,1
No residentes	3.220,4	3.129,3	3.754,6	3.269,0	3.425,4	3.545,4	3.754,6	3.701,7
Personas jurídicas	47.942,6	49.120,7	60.625,3	52.430,5	58.782,9	60.602,2	60.625,3	58.003,7
Entidades de crédito	523,7	480,0	472,5	531,3	513,2	482,8	472,5	469,7
Otros agentes residentes	46.628,9	47.995,2	59.288,6	51.233,9	57.559,6	59.358,6	59.288,6	56.677,8
Entidades no residentes	790,0	645,4	864,2	665,4	710,1	760,8	864,2	856,2

1 Datos disponibles: enero de 2022.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
SUSCRIPCIONES								
Total fondos de inversión	156.702,7	113.265,7	149.415,0	27.903,2	35.042,4	51.735,6	27.554,9	35.082,0
Renta fija	91.050,8	51.487,7	58.255,2	12.703,3	13.896,5	16.922,1	11.740,5	15.696,3
Renta fija mixta	14.154,1	15.496,2	21.134,0	3.179,3	6.104,1	6.481,4	3.653,1	4.895,4
Renta variable mixta	11.156,0	8.861,2	11.113,2	2.077,5	2.962,5	3.042,2	2.078,5	3.029,9
Renta variable euro	2.998,4	2.232,1	3.005,8	600,2	1.008,8	976,7	467,4	553,0
Renta variable internacional	16.864,0	15.974,8	19.019,8	3.982,7	5.194,4	5.883,0	3.526,1	4.416,3
Garantizado renta fija	854,1	424,7	9,0	1,4	2,2	4,7	0,7	1,3
Garantizado renta variable	898,2	74,2	86,8	25,2	33,1	30,5	11,7	11,6
Fondos globales	12.713,7	11.391,1	30.193,0	3.371,2	3.655,2	16.386,3	5.197,2	4.954,4
De gestión pasiva	2.261,9	4.944,6	2.827,9	1.460,4	1.062,9	936,6	374,8	453,5
Retorno absoluto	3.751,5	2.379,0	3.770,3	501,9	1.122,6	1.072,2	505,1	1.070,4
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	154.273,0	112.634,4	121.839,9	25.979,4	28.035,7	41.143,4	21.214,5	31.446,3
Renta fija	80.046,4	47.611,0	49.850,1	11.016,6	12.562,8	14.936,3	9.133,2	13.217,9
Renta fija mixta	16.004,2	14.974,6	13.671,0	3.051,5	4.025,5	3.710,1	2.972,4	2.962,9
Renta variable mixta	7.943,7	7.667,5	14.639,8	1.996,7	1.794,9	10.262,5	979,2	1.603,1
Renta variable euro	6.540,2	4.205,3	2.979,1	919,3	925,8	838,3	546,2	668,8
Renta variable internacional	12.963,1	13.449,4	13.586,3	2.906,0	3.120,1	4.393,9	2.974,9	3.097,5
Garantizado renta fija	1.136,7	1.030,6	1.720,9	247,4	153,7	340,1	229,5	997,6
Garantizado renta variable	2.739,2	2.245,2	2.914,0	370,0	332,7	1.437,3	832,6	311,5
Fondos globales	15.133,7	12.743,7	15.234,6	3.487,6	2.750,3	3.400,7	2.404,0	6.679,7
De gestión pasiva	5.272,0	4.985,6	4.372,9	1.210,0	776,1	1.231,4	869,4	1.496,1
Retorno absoluto	6.493,7	3.721,4	2.871,1	774,2	1.594,0	592,8	273,1	411,2

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

	2019	2020	2021	2020		2021		
				IV	I	II	III	IV
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	2.467,5	660,3	27.620,3	1.938,1	7.009,8	10.633,7	6.337,3	3.639,6
Renta fija	10.732,6	2.062,6	7.674,2	1.714,0	1.324,9	1.237,0	2.632,1	2.480,2
Renta fija mixta	-1.506,1	2.619,5	6.574,7	219,6	4.789,7	-705,8	761,9	1.728,9
Renta variable mixta	3.288,8	1.601,4	-4.179,3	147,0	1.375,3	-8.279,2	1.091,9	1.632,7
Renta variable euro	-3.588,2	-2.007,7	13,8	-319,2	82,3	135,8	-88,8	-115,3
Renta variable internacional	4.113,8	2.633,1	5.260,9	1.078,9	2.082,0	1.257,6	600,9	1.320,5
Garantizado renta fija	-282,6	-707,4	-1.787,1	-245,4	-226,2	-335,5	-228,7	-996,8
Garantizado renta variable	-1.857,0	-2.254,2	-2.949,3	-380,2	-299,6	-1.406,6	-943,3	-299,9
Fondos globales	-2.553,9	-1.501,2	22.755,0	-92,7	1.075,3	18.527,0	4.878,0	-1.725,3
De gestión pasiva	-3.026,8	-23,8	-2.700,6	179,9	-862,2	-294,8	-500,6	-1.043,0
Retorno absoluto	-2.852,9	-1.761,9	-3.041,9	-363,5	-2.331,7	498,4	-1.866,2	657,6
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	18.002,8	-310,6	17.471,5	10.679,0	6.169,7	5.558,4	260,2	5.483,3
Renta fija	961,9	371,5	-265,8	525,9	-130,6	56,8	38,4	-230,3
Renta fija mixta	1.866,9	-220,0	1.160,1	1.029,4	389,1	481,2	5,4	284,3
Renta variable mixta	2.231,0	55,5	1.890,4	1.266,6	793,7	572,3	-14,1	538,5
Renta variable euro	1.556,4	-1.044,9	1.176,4	1.011,8	598,9	325,1	37,3	215,1
Renta variable internacional	5.561,1	1.012,7	8.242,5	3.881,1	2.941,7	2.462,1	151,6	2.687,0
Garantizado renta fija	204,4	75,2	-43,3	24,8	-21,4	-8,5	-0,1	-13,3
Garantizado renta variable	530,0	62,2	7,2	89,3	7,8	0,6	-1,9	0,7
Fondos globales	3.460,8	-595,3	3.894,8	1.980,3	1.101,2	1.265,6	-7,1	1.535,1
De gestión pasiva	1.133,2	-28,7	1.192,9	610,6	421,4	310,4	55,0	406,1
Retorno absoluto	498,7	1,7	216,5	259,3	68,0	92,6	-4,3	60,2

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

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	7,67	0,85	6,81	4,18	2,41	2,14	0,36	1,97
Renta fija	1,83	0,99	0,15	0,79	-0,04	0,19	0,16	-0,15
Renta fija mixta	5,75	0,50	3,37	2,70	1,06	1,31	0,23	0,80
Renta variable mixta	9,79	1,60	8,43	4,64	2,89	2,79	0,26	2,35
Renta variable euro	16,01	-12,72	16,30	15,60	8,62	4,46	0,81	2,99
Renta variable internacional	21,00	4,76	19,98	11,53	7,73	5,97	0,85	5,85
Garantizado renta fija	4,52	2,18	-0,85	0,70	-0,43	-0,12	0,10	-0,43
Garantizado renta variable	4,20	1,00	0,59	0,90	0,19	0,09	0,11	0,20
Fondos globales	9,24	-0,30	8,04	5,29	2,93	2,58	0,40	2,56
De gestión pasiva	7,88	0,29	9,61	4,61	3,31	2,43	0,53	3,38
Retorno absoluto	4,93	0,87	3,78	2,81	1,14	1,38	0,08	1,04
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,85	0,83	0,86	0,22	0,21	0,22	0,21	0,22
Renta fija	0,44	0,42	0,40	0,11	0,10	0,10	0,10	0,10
Renta fija mixta	0,92	0,88	0,88	0,23	0,22	0,22	0,21	0,22
Renta variable mixta	1,29	1,28	1,28	0,34	0,34	0,32	0,29	0,33
Renta variable euro	1,49	1,45	1,30	0,37	0,33	0,33	0,32	0,32
Renta variable internacional	1,41	1,31	1,31	0,36	0,34	0,33	0,30	0,34
Garantizado renta fija	0,36	0,36	0,36	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Garantizado renta variable	0,47	0,44	0,44	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Fondos globales	1,03	1,07	1,15	0,27	0,28	0,30	0,28	0,29
De gestión pasiva	0,42	0,41	0,37	0,09	0,10	0,09	0,09	0,09
Retorno absoluto	0,81	0,78	0,68	0,20	0,20	0,19	0,14	0,15
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,06	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,09	0,09	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	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,05	0,05	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,06	0,07	0,06	0,02	0,02	0,02	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

%

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ²
Total fondos de inversión	7,12	0,78	6,31	2,34	1,93	0,10	1,81	-1,95
Renta fija	1,38	0,62	-0,31	-0,16	0,07	0,05	-0,28	-0,42
Renta fija mixta	4,75	-0,03	2,49	0,85	1,04	0,02	0,56	-1,43
Renta variable mixta	9,25	0,59	7,18	2,56	2,42	-0,03	2,05	-2,62
Renta variable euro	14,27	-8,75	16,72	8,58	4,28	0,42	2,66	-2,77
Renta variable internacional	22,18	2,83	21,14	7,87	5,74	0,42	5,77	-4,05
Garantizado renta fija	3,98	1,68	-1,29	-0,52	-0,22	-0,02	-0,54	-0,60
Garantizado renta variable	3,62	0,70	0,06	0,08	0,00	-0,03	0,01	-0,44
Fondos globales	8,45	-0,31	7,90	3,10	2,28	0,01	2,32	-2,71
De gestión pasiva	7,45	0,44	9,82	3,28	2,36	0,40	3,48	-1,81
Retorno absoluto	3,94	0,94	3,02	0,97	1,15	-0,07	0,95	-1,16

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 2022.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2019	2020	2021	2020		2021		
				IV	I	II	III	IV
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ¹	7.548	7.961	8.786	7.961	8.067	8.299	8.450	8.786
Patrimonio (millones de euros)	2.832,40	2.912,60	3.543,40	2.912,60	3.085,30	3.273,00	3.352,50	3.543,40
Suscripciones (millones de euros)	1.290,00	454,5	845	125,6	134,4	245,6	157,5	307,6
Reembolsos (millones de euros)	937	407,2	409,2	120,5	62,5	157,1	62,8	126,8
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	353	47,3	435,8	5,1	71,9	88,5	94,6	180,8
Rendimientos netos (millones de euros)	217,2	27,7	193,1	212,3	100,8	98,9	-16,4	9,7
Rentabilidad (%)	10,35	1,77	5,9	7,66	3,22	3,36	-1	0,27
Rendimientos de gestión ² (%)	9,94	2,35	7,39	7,93	3,77	3,76	-0,41	0,57
Gastos comisión de gestión ² (%)	1,19	1,43	1,47	0,53	0,29	0,58	0,26	0,34
Gastos de financiación ² (%)	0,00	0,02	0,14	0,02	0,04	0,03	0,03	0,05
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ¹	2.859	2.858	5.385	2.858	3.020	3.848	4.457	5.385
Patrimonio (millones de euros)	566,7	652,8	831	652,8	666	727,3	676,1	831
Suscripciones (millones de euros)	72,3	32,4	237,8	18,1	4,6	45,9	26,8	160,5
Reembolsos (millones de euros)	0,3	3,1	121,8	2,6	11,7	0,2	91,4	18,5
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	71,4	29,3	116	15,5	-7,1	45,7	-64,6	142
Rendimientos netos (millones de euros)	26,5	56,8	62,2	15,3	20,3	15,6	13,4	12,9
Rentabilidad (%)	5,23	3,71	9,35	2,44	3,14	2,18	1,78	1,94
Rendimientos de gestión ³ (%)	6,32	4,24	10,68	2,55	3,49	2,72	2,53	2,26
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,63	1,39	1,37	0,34	0,33	0,34	0,38	0,37
Gastos comisión de depósitos ³ (%)	0,06	0,06	0,06	0,02	0,01	0,01	0,02	0,02

1 Datos por compartimento.

2 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2019	2020	2021	2020				2022
				I	II	III	IV	I ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.595	1.515	1.452	1.506	1.487	1.469	1.452	1.456
Sociedades de inversión	2.560	2.421	2.275	2.377	2.328	2.301	2.275	2.268
IIC de IIC de inversión libre	7	7	10	8	9	10	10	10
IIC de inversión libre	62	69	72	73	71	72	72	72
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	292.865,2	309.047,2	315.632,6	324.701,0	317.695,5
Sociedades de inversión	28.385,5	26.564,8	28.049,3	27.245,8	27.827,0	27.625,4	28.049,3	27.337,0
IIC de IIC de inversión libre	566,7	652,8	831,0	666,0	727,3	725,2	831,0	-
IIC de inversión libre	2.832,4	2.912,6	3.543,4	3.085,3	3.273,0	3.267,4	3.543,4	-
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	310,8	311,0	311,0	311,1	311,0	311,0	311,2
Sociedades de inversión inmobiliaria	763,5	907,1	913,2	890,0	890,2	910,5	913,2	916,1

1 Datos disponibles: enero de 2022.

2 Información de registro de IIC.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2019	2020	2021	2020	2021	II	III	IV
				IV	I			
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	178.841,5	199.419,3	276.231,9	199.419,3	219.851,3	249.927,6	261.733,8	276.231,9
Fondos	30.843,4	27.355,5	36.662,6	27.355,5	27.861,7	32.797,0	34.459,8	36.662,6
Sociedades	147.998,1	172.063,8	239.569,4	172.063,8	191.989,7	217.130,6	227.274,0	239.569,4
N.º DE INVERSORES								
Total	3.361.901	4.312.340	6.073.537	4.312.340	4.865.192	5.231.449	5.609.293	6.073.537
Fondos	521.648	592.053	776.206	592.053	635.555	697.470	723.358	776.206
Sociedades	2.840.253	3.720.287	5.297.331	3.720.287	4.229.637	4.533.979	4.885.935	5.297.331
N.º DE INSTITUCIONES³								
Total	1.033	1.048	1.074	1.048	1.046	1.058	1.068	1.074
Fondos	399	407	416	407	421	423	424	416
Sociedades	634	641	658	641	625	635	644	658
ESTADO DE ORIGEN³								
Luxemburgo	462	472	501	472	480	486	493	501
Francia	222	225	222	225	228	229	228	222
Irlanda	220	222	231	222	221	224	225	231
Alemania	48	45	50	45	48	50	50	50
Reino Unido	23	23	0	23	0	0	0	0
Países Bajos	4	3	3	3	3	3	3	3
Austria	30	32	33	32	34	34	33	33
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	5
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	11	13	14	13	14	14	14	14
Liechtenstein	4	4	5	4	4	4	4	5
Portugal	3	3	0	3	3	3	3	0
Suecia	0	0	9	0	5	5	9	9

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

	2019	2020	2021	2021				2022
				I	II	III	IV	I ²
FONDOS								
Número	2	2	2	2	2	2	2	2
Participes	483	483	482	483	483	482	482	482
Patrimonio (millones de euros)	309,4	310,8	311,0	311,0	311,1	311,0	311,0	311,2
Rentabilidad (%)	-0,02	0,47	0,07	0,06	0,01	-0,01	0,01	0,05
SOCIEDADES								
Número	3	3	2	2	2	2	2	2
Accionistas	316	315	209	207	205	208	209	209
Patrimonio (millones de euros)	763,5	907,1	913,2	890,0	890,2	910,5	913,2	916,1

1 Instituciones de inversión colectiva (IIC) que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: enero de 2022.

