



CNMV BOLETÍN
Octubre
2023



CNMV BOLETÍN

**Octubre
2023**

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	Informe de coyuntura de mercados	11
II	Informes y análisis	53
	Impacto de las recompras de acciones en el valor de mercado de las empresas cotizadas españolas (2011-2022) María Gutiérrez Urtiaga y Maribel Sáez Lacave	55
	Mercados alternativos de renta fija: el mercado español MARF Jesús González Redondo	83
III	Anexo legislativo	125
IV	Anexo estadístico	135

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	Depositorio central de valores
DFI	Documento de datos fundamentales para el inversor
DLT	Tecnología de libros de cuentas distribuidos
EAF	Empresa de asesoramiento financiero
EBA	Autoridad Bancaria Europea
EBITDA	Beneficio bruto
ECA	Entidad de crédito y ahorro
ECC	Entidad de contrapartida central
ECR	Entidad de capital riesgo
EFAMA	Asociación Europea de Fondos de Inversión y Gestión de Activos
EICC	Entidad de inversión colectiva de tipo cerrado
EIOPA	Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación
EIP	Entidad de interés público
EMIR	Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado
ESFS	Sistema Europeo de Supervisores Financieros
ESI	Empresa de servicios de inversión
ESMA	Autoridad Europea de Valores y Mercados
ETF	Fondo de inversión cotizado
FCR	Fondo de capital riesgo
FESE	Fondo de emprendimiento social europeo
FI	Fondo de inversión
FIA	Fondo de inversión alternativo
FICC	Fondo de inversión colectiva de tipo cerrado
FII	Fondo de inversión inmobiliaria

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

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

I Informe de coyuntura de mercados (*)

(*) Este informe ha sido elaborado por el Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Índice

1	Panorámica general	15
2	Mercados de renta fija	20
2.1	Tipos de interés	20
2.2	Primas de riesgo	27
2.3	Emissiones de deuda y contratación	31
3	Mercados de renta variable	37
3.1	Precios y rentabilidades	37
3.2	Volatilidad	41
3.3	Rentabilidad por dividendo y PER	42
3.4	Contratación, emisiones y liquidez	43

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Nuevo Código de buen gobierno de la ciberseguridad	19
Recuadro 2:	La OCDE comienza la elaboración de un informe sobre la revitalización del mercado de capitales español, apoyado por la Unión Europea	36
Recuadro 3:	Aumenta la actividad de los minoristas en el mercado de renta variable respecto a 2021	49

1 Panorámica general

La evolución de los mercados tanto en el ámbito internacional como en el nacional sigue condicionada por el endurecimiento de la política monetaria y por el reciente aumento del riesgo geopolítico, cuyas consecuencias para la inflación y la actividad económica son difíciles de pronosticar¹. Las tasas de inflación muestran una senda claramente descendente desde hace meses, pero se sitúan, todavía, en niveles alejados de los objetivos de los bancos centrales. Además, continúa la preocupación relacionada con la evolución de las tasas subyacentes y el precio de la energía, y también con los efectos de segunda ronda en otros precios. La actividad económica presenta una desaceleración notable en algunas economías y los últimos pronósticos contienen revisiones a la baja, si bien existe un grado de incertidumbre elevado en torno a la duración y al impacto derivado del fuerte aumento acumulado en los tipos de interés que, *a priori*, se estima mayor en las economías con más endeudamiento y más dependientes de la financiación a tipo variable. A pesar de dicha incertidumbre, las previsiones apuntan a crecimientos más débiles, pero no a caídas generalizadas en los niveles de actividad.

La política monetaria ha seguido endureciéndose en 2023, aunque se observan algunas diferencias entre áreas económicas. En EE. UU., la Reserva Federal subió los tipos 1 vez en el tercer trimestre del año en 25 puntos básicos (p.b.), hasta situarlos en el rango del 5,25-5,5 %, al igual que el Banco de Inglaterra, y el Banco Central Europeo (BCE) decidió 2 incrementos de 25 p.b., hasta el 4,5 %. En el conjunto del año, la entidad europea acumula 2 puntos porcentuales (p.p.) de subidas y 4,5 desde que comenzó el periodo de subidas de los tipos de interés, mientras que la institución estadounidense, que afrontó este proceso con más anticipación e intensidad, acumula 1 punto de subida este año y 5,25 en total.

Los mercados financieros han incorporado este escenario de mayor inflación, de endurecimiento de la política monetaria y de incertidumbre sobre la actividad económica con una cierta variabilidad. En el caso de los mercados de acciones, los principales índices de renta variable mostraron revalorizaciones significativas en el primer trimestre del año, perdieron intensidad en el segundo y, finalmente, registraron leves descensos en el tercero (inferiores al 5 % en la mayor parte de los casos). En el acumulado de 2023 se contabilizan avances importantes: los índices europeos se han revalorizado entre un 7,5 % y un 19,1 % (14,6 % el Ibex 35), los estadounidenses entre un 1,1 % y un 26,3 % y los japoneses algo más del 20 %.

1 Aunque la fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones puntuales, no se puede ignorar el aumento del riesgo político a raíz del importante recrudecimiento del conflicto Israel-Palestina que, sin duda, tendrá consecuencias significativas tanto en el terreno político como en el económico a nivel mundial.

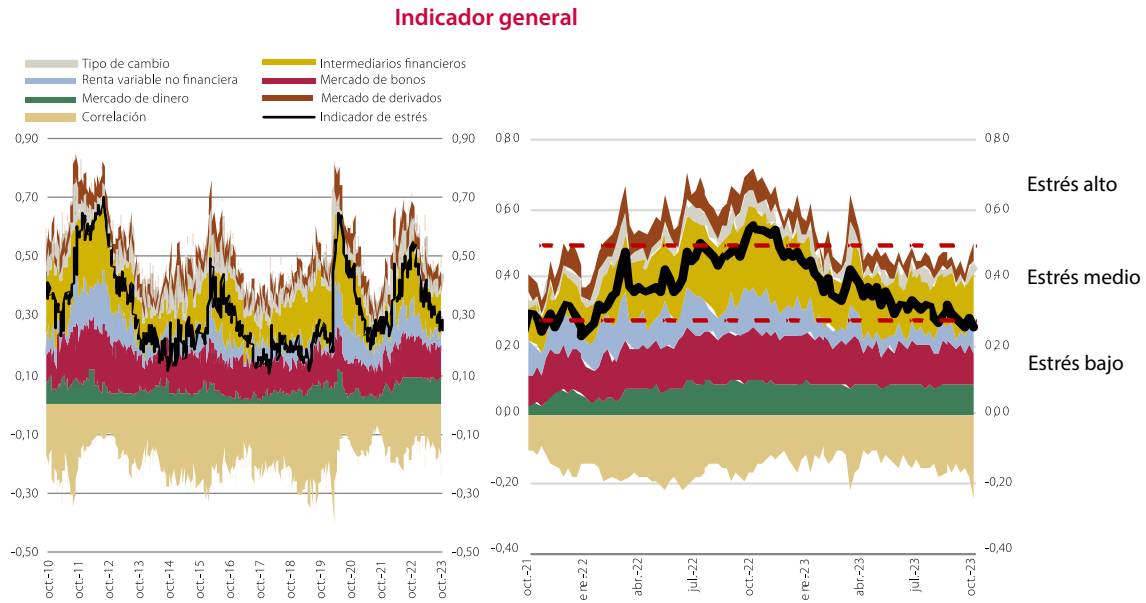
Los mercados de deuda soberana a largo plazo han experimentado subidas en sus rendimientos durante el tercer trimestre del año (especialmente intensas en la última parte de este), de entre 40 y 76 p.b. en la zona euro y en EE. UU., en consonancia con las expectativas de tipos de interés elevados durante un periodo de tiempo prolongado. La evolución de estos rendimientos a lo largo de 2023 ha sido irregular, pero alcista en términos generales. En marzo se registraron descensos asociados a los problemas experimentados por varias entidades bancarias en EE. UU. y en Europa, pero después se han producidos aumentos. Esta tendencia se ha acentuado en las semanas de octubre, con niveles más cercanos al 5 % en EE. UU. y entre el 3 % y el 5 % en Europa. En España este rendimiento alcanzaba el 3,9 % (28 p.b. más). Las subidas de los tipos de interés han sido más intensas en los plazos más cortos, por lo que se ha producido un aplanamiento sustancial en las curvas de tipos en muchas economías, e incluso una inversión de estas en algunos casos.

En este contexto el indicador de estrés de los mercados financieros españoles² se ha mantenido alrededor del umbral que separa los niveles de riesgo medio y bajo (0,27) en este último trimestre, hasta situarse la primera semana de octubre en 0,25³. Tras haber alcanzado niveles de riesgo alto a finales de 2022, este indicador ha ido descendiendo paulatinamente a lo largo de 2023, con algunos altibajos, hasta el mencionado 0,25 (véase gráfico 1). El aumento de los tipos de interés ha provocado que los segmentos que han alcanzado los mayores niveles de riesgo en el tercer trimestre hayan sido los de renta fija, tanto a corto (mercado monetario) como a largo plazo (mercado de bonos), con máximos por encima de 0,60⁴. Cabe mencionar que el nivel de correlación entre los distintos segmentos financieros ha descendido ligeramente en los últimos tres meses, lo que ha contribuido a la disminución del indicador general.

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

3 Este indicador tiene frecuencia semanal. El dato que se presenta en este informe corresponde al 6 de octubre.

4 No obstante, estos valores han sido notablemente inferiores a los alcanzados en la segunda mitad de 2022, cuando el riesgo en el mercado de bonos llegó a situarse en algunos momentos por encima de 0,75.



Fuente: CNMV.

	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23
Tipos de interés a corto plazo¹ (%)				
Tipo de interés oficial	2,50	3,50	4,00	4,50
€STR 3 meses	1,00	2,08	2,97	3,52
€STR 12 meses	-0,11	0,55	1,45	2,42
Tipos de cambio²				
Dólar/euro	1,07	1,09	1,09	1,06
Yen/euro	140,7	144,8	157,2	158,1
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	2,23	2,63	2,80	3,01
5 años	2,16	2,45	2,50	2,69
10 años	2,13	2,40	2,40	2,70
EE. UU.				
3 años	4,05	4,10	4,27	4,74
5 años	3,77	3,83	3,95	4,48
10 años	3,62	3,66	3,75	4,37
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años³ (p.b.)				
Zona euro				
<i>High yield</i>	620	599	595	563
BBB	227	219	215	197
AAA	81	107	102	89
EE. UU.				
<i>High yield</i>	501	516	491	435
BBB	202	211	209	181
AAA	74	89	85	70
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales⁴ (%)				
Eurostoxx 50	14,3	13,7	1,9	-5,1
Dow Jones	15,4	0,4	3,4	-2,6
Nikkei	0,6	7,5	18,4	-4,0
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	45,3	21,6	73,5	32,0
Bovespa (Brasil)	-0,3	-7,2	15,9	-1,3
Shangai Comp. (China)	2,1	5,9	-2,2	-2,9
BSE (India)	4,8	-4,5	11,2	2,8
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	11,7	12,2	3,9	-1,7
PER del Ibex 35 ⁵	10,8	11,6	11,0	10,4
Volatilidad del Ibex 35 ⁶ (%)	19,3	16,1	14,8	14,6
Contratación en el SIBE ⁷	1.230	1.357	1.201	945

Fuente: CNMV, Refinitiv Datastream y Bolsa de Madrid.

- 1 Promedio mensual de datos diarios. El tipo de interés oficial corresponde al tipo marginal de la subasta semanal en el último día del periodo.
- 2 Datos a final del periodo.
- 3 Promedio mensual de datos diarios. En la zona euro, el diferencial se calcula respecto al bono de deuda pública alemana.
- 4 Se ofrecen las rentabilidades trimestrales acumuladas en cada periodo.
- 5 Ratio precio-beneficios (*price/earnings ratio*).
- 6 Volatilidad implícita. Media aritmética del trimestre.
- 7 Promedio diario, en millones de euros.

La CNMV difundió el 13 de julio el Código de buen gobierno de la ciberseguridad¹, que ha sido elaborado en el seno del Foro Nacional de Ciberseguridad. Este foro está compuesto por un grupo de expertos en esta materia que han analizado las distintas normativas y estándares existentes desde una perspectiva práctica y actual con el fin de mejorar el buen gobierno corporativo en esta cuestión.

El objetivo del Código es proponer a las organizaciones prácticas dirigidas a sustentar un modelo de buen gobierno de la ciberseguridad y facilitar su gestión en las redes y los sistemas de información. Asimismo, pretende contribuir a la mejora del proceso de toma de decisiones en este ámbito por parte de los órganos de gobierno de las organizaciones y, en especial, del órgano de administración.

Este Código ofrece recomendaciones de alcance general, organizadas en principios para que pueda ser utilizado cualquier organización que persiga realizar una adecuada gobernanza de la ciberseguridad. El Código no pretende constituirse en un nuevo estándar de controles que deben implementarse para alcanzar un determinado nivel de cumplimiento, sino que recoge 13 principios que permitirían a las organizaciones verificar su madurez para lograr los objetivos necesarios. Para cada uno de estos principios, se aportan una serie de recomendaciones concretas para ayudar, con un enfoque práctico, a alinearse con ellos.

El primer principio del Código alude a la proporcionalidad e indica que las recomendaciones se deben aplicar teniendo en cuenta las características de la organización, tales como su complejidad, tamaño, riesgos a los que se enfrentan, recursos disponibles y otras circunstancias. El resto de los principios se han organizado en tres grandes bloques:

1. Estrategia y organización

Detalla los principios más importantes sobre los que los órganos de gobierno deben construir la estrategia y organización de la ciberseguridad. Estos principios están relacionados, de manera directa, con la gestión de la ciberseguridad y aluden al alineamiento de la ciberseguridad con la misión y la visión de la compañía, a cuestiones de responsabilidad y organización y al uso ético de los recursos.

2. Gestión

Incluye el conjunto de actividades, controles y decisiones fundamentales que deben guiar a las organizaciones para garantizar que disponen de una madurez adecuada en materia de ciberseguridad, entre otras la prevención, detección, respuesta y recuperación ante incidentes. Estos principios deben ser aplicados por la dirección de la organización desde la Unidad de Ciberseguridad o Seguridad de la Información.

3. Supervisión

Detalla los elementos mínimos que deben validar los órganos de gobierno de la organización, así como los requerimientos básicos que debe cubrir la información requerida para poder realizar esta validación. Concreta cómo debería llevarse a cabo la supervisión de forma continua por parte de la dirección de las organizaciones y la Unidad de Ciberseguridad o Seguridad de la Información.

Aunque el Código no es un documento de la CNMV ni constituye una recomendación de la institución a las sociedades cotizadas, dado el interés que puede tener para ellas y el creciente nivel de riesgo de ciberataques², la CNMV difunde este nuevo Código y contribuye a su conocimiento entre las cotizadas y entidades supervisadas.

1 Foro Nacional de Ciberseguridad (2023). *Código de buen gobierno de la ciberseguridad*.

2 Véase el epígrafe sobre riesgo cibernético en la publicación de la CNMV (2023). *Nota de estabilidad financiera* (2023). Junio, n.º 24. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/NotaEstabilidad/Nota_Estab_Financ_jun_23.pdf

2 Mercados de renta fija

2.1 Tipos de interés

Durante el tercer trimestre de 2023 los tipos de interés a corto plazo de las principales economías mantuvieron la tendencia alcista que han venido registrando desde principios del año pasado, siguiendo con las líneas marcadas por los bancos centrales. Estos han incrementado los tipos de interés oficiales de forma significativa desde principios de 2021 para combatir el fuerte repunte de la inflación, que, si bien se ha ido reduciendo respecto a los máximos marcados en 2022, aún se encuentra por encima de los objetivos de las autoridades monetarias. Durante este periodo, el BCE ha endurecido el tono de la política monetaria más que su homólogo en EE. UU., por lo que se ha reducido el diferencial entre los tipos de interés a 3 meses en EE. UU. y en la zona euro. A mediados de año dicho diferencial, se situaba en 192 p.b. y descendía hasta 163 p.b. a finales de septiembre (véase gráfico 2).

Desde principios de año el BCE ha subido los tipos de interés oficiales 6 veces, produciéndose 2 subidas de 50 p.b. durante febrero y marzo y otras 4 de 25 p.b. en lo que resta de periodo. De esta forma, los tipos marcados por la autoridad monetaria europea al cierre del tercer trimestre de 2023 se situaban en el 4,5 % para las operaciones principales de refinanciación, en el 4 % para la facilidad marginal de depósito y en el 4,75 % para la de crédito. En consonancia con estos incrementos, los tipos de interés a 3 meses⁵ han aumentado 242 p.b. desde principios de año en

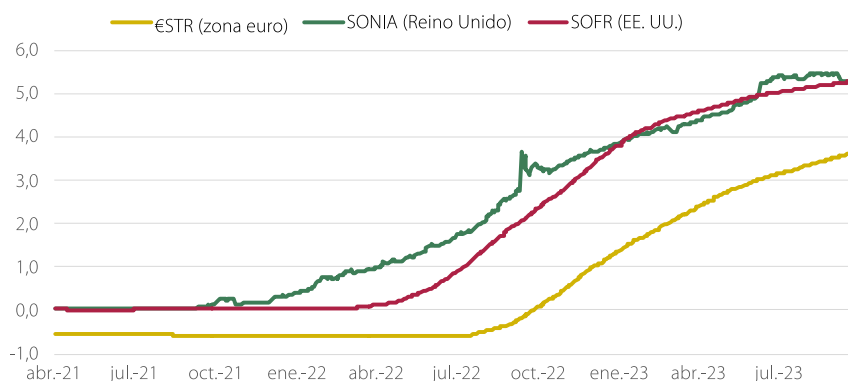
5 Tipos €STR.

la zona euro, situándose en el 3,60 % a finales de septiembre. Las subidas de tipos de interés decididas por la autoridad monetaria han tenido en cuenta, entre otras cosas, las previsiones de inflación que maneja la institución, que apuntan a tasas más elevadas este año y el que viene⁶. En cuanto a los programas de compra realizados por el BCE, se continúa reduciendo el tamaño de la cartera de activos incluidos en el programa APP⁷, pues no se está reinvertiendo el principal de los valores que van venciendo. En el marco del programa PEPP⁸, el BCE prevé seguir reinvertiendo el principal de los valores adquiridos conforme estos vayan venciendo, al menos hasta finales de 2024.

En EE. UU. los tipos de interés a 3 meses⁹ se incrementaron 27 p.b. durante el último trimestre y se situaron en el 5,27 %. Este ligero crecimiento viene impulsado por la subida de 25 p.b. del tipo oficial realizada por la Reserva Federal (Fed) a finales de julio, que continúa la tendencia de meses anteriores, aunque con menor intensidad. Desde principios de año, el tipo oficial de referencia ha pasado del 4,5 % al 5,5 %, con lo que marca niveles máximos desde 2001. Además de dicho aumento, la autoridad monetaria indicó que continuará con su política de reducción de la cartera de activos.

Tipos de interés a 3 meses

GRÁFICO 2



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 29 de septiembre.

El Banco de Inglaterra, que inició el proceso de subidas en diciembre de 2021, ha situado el tipo oficial en el 5,25 %, un nivel similar al de 2007. Este nivel se alcanzó tras la última decisión del banco central en agosto (de 25 p.b.), que se acumula a las anteriores y que en total dan lugar a un aumento de tipos en 2023 de 175 p.b. Los tipos de interés a corto plazo han mantenido cierta estabilidad durante el tercer trimestre (la referencia SONIA a 3 meses cerró septiembre en el 5,29 %, un nivel

6 Los últimos pronósticos de inflación se sitúan en el 5,6 % en 2023, el 3,2 % en 2024 y el 2,1 % en 2025, por encima de los emitidos en marzo (5,3 % en 2023, 2,9 % en 2024 y 2,1 % en 2025).

7 APP: Programa de compra de activos (Asset Purchase Programme, en inglés)

8 PEPP: Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) (Pandemic Emergency Purchase Programme, en inglés)

9 Tipos SOFR.

similar al del comienzo de dicho trimestre), pero acumula un aumento significativo en el año (de 1,53 p.p.).

En Japón los tipos de interés oficiales siguen en negativo y sin cambios desde febrero de 2016. Los últimos movimientos realizados por parte del Banco de Japón han ido en la línea de mantener sus tipos oficiales en el -0,1 % y seguir comprando bonos del Gobierno japonés sin límite presupuestario, con el fin de que el rendimiento del bono soberano a 10 años permanezca cerca de cero.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%								
	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23
Zona euro								
Oficial	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	3,50	4,00	4,50
3 meses	-0,40	-0,54	-0,58	2,07	2,07	2,08	2,97	3,52
6 meses	-0,34	-0,52	-0,54	2,57	2,57	1,54	2,54	3,26
12 meses	-0,26	-0,50	-0,50	3,03	3,03	0,55	1,45	2,42
EE. UU.								
Oficial	1,75	0,25	0,25	4,50	4,50	5,00	5,25	5,50
3 meses	1,91	0,23	0,21	4,74	4,74	4,43	4,94	5,23
6 meses	1,90	0,26	0,31	5,16	5,16	3,92	4,72	5,12
12 meses	1,97	0,34	0,52	5,47	5,47	n.d.	n.d.	n.d.
Reino Unido²								
Oficial	0,75	0,10	0,25	3,50	3,50	4,25	5,00	5,25
3 meses	0,79	0,03	0,16	3,78	3,78	4,21	4,97	5,40
6 meses	0,87	0,04	0,36	4,30	4,30	4,36	5,29	5,51
12 meses	0,97	0,10	0,72	4,39	4,39	4,46	5,62	5,59
Japón³								
Oficial	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3 meses	-0,06	-0,10	-0,08	-0,04	-0,04	n.d.	n.d.	n.d.
6 meses	0,01	-0,06	-0,05	0,05	0,05	n.d.	n.d.	n.d.
12 meses	0,11	0,05	0,05	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: Refinitiv Datastream.

- 1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Desde 2023 contiene las referencias recomendadas como alternativa al Libor: en la zona euro, los tipos €STR; en EE. UU., los SOFR, y en el Reino Unido, la referencia SONIA. Datos hasta el 29 de septiembre.
- 2 También se ha incluido la referencia SONIA a 12 meses en el dato de diciembre de 2022 debido a la finalización del Libor en libras a este plazo.
- 3 El tipo de referencia recomendado es el TONAR, que es *overnight*, sin que existan referencias líquidas a plazo.

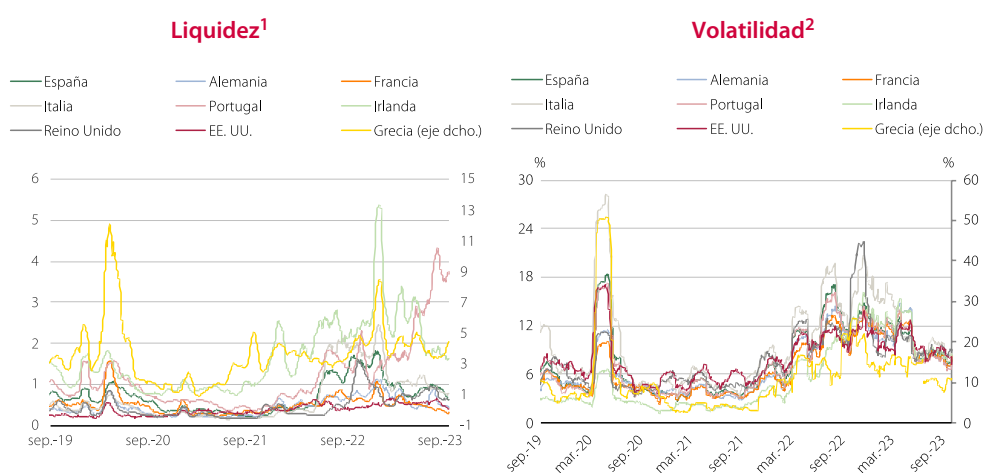
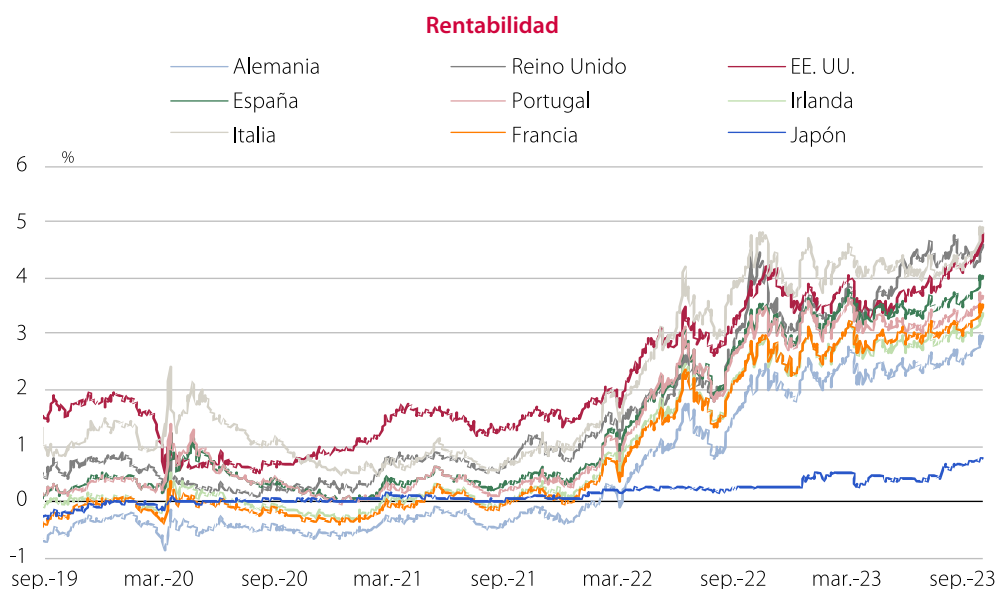
En este contexto, los movimientos en el rendimiento de los bonos soberanos a 10 años durante el último trimestre han sido al alza en términos generales, destacando el caso de EE. UU. Los aumentos se intensificaron en los últimos días de septiembre y primeros de octubre debido a las expectativas que descuentan tipos de interés oficiales elevados durante un periodo de tiempo mayor y una tasa de inflación que convergerá hacia los objetivos de los bancos centrales, pero lentamente.

El balance anual arroja incrementos de diverso calibre en estos rendimientos, más leves en los países de la zona euro respecto a la evolución observada en EE. UU. y el Reino Unido. En los países de la zona euro se encuentran aumentos de hasta 30 p.b. en el año e incluso casos como Grecia, donde el rendimiento del bono

soberano presenta un descenso (de 24 p.b.) en 2023, como consecuencia de los avances en materia económica de aquel país. Los rendimientos se situaban a finales del tercer trimestre entre el 2,8 % de Alemania y el 4,8 % de Italia (3,9 % en España). En EE. UU. y el Reino Unido los aumentos anuales ascienden a 74 y 77 p.b. respectivamente, lo que deja el nivel de tipos en el 4,57 % y el 4,44 %.

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg, Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 29 de septiembre.

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

Continúa el aplanamiento de las curvas de tipos de interés o la inversión de estas en muchas economías de referencia. Esta evolución se deriva de un aumento mucho más rápido e intenso de los tipos de interés en los plazos más cortos, que se mueven en sintonía con las decisiones de los bancos centrales, mientras que los rendimientos de los activos a largo plazo no se han tensionado tanto. En estos últimos, las perspectivas de un crecimiento de la actividad económica más débil

pueden explicar, parcialmente, este menor aumento. En ocasiones, el hecho de que las curvas de tipos de interés se inviertan se asocia a periodos de recesión económica en el futuro.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 3

%

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23
Alemania								
3 años	-0,62	-0,78	-0,72	2,23	2,23	2,63	2,80	3,01
5 años	-0,54	-0,75	-0,56	2,16	2,16	2,45	2,50	2,69
10 años	-0,27	-0,57	-0,31	2,13	2,13	2,40	2,40	2,70
EE. UU.								
3 años	1,64	0,19	0,95	4,05	4,05	4,10	4,27	4,74
5 años	1,68	0,38	1,23	3,77	3,77	3,83	3,95	4,48
10 años	1,86	0,93	1,46	3,62	3,62	3,66	3,75	4,37
Reino Unido								
3 años	0,53	-0,07	0,61	3,37	3,37	3,50	4,71	4,69
5 años	0,58	-0,04	0,67	3,41	3,41	3,40	4,44	4,57
10 años	0,78	0,26	0,83	3,38	3,38	3,54	4,32	4,39
Japón								
3 años	-0,14	-0,14	-0,11	0,02	0,02	-0,03	-0,05	0,09
5 años	-0,11	-0,11	-0,09	0,17	0,17	0,13	0,07	0,27
10 años	-0,02	0,02	0,05	0,33	0,33	0,37	0,40	0,70

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 29 de septiembre.

En España, el rendimiento de la deuda pública y privada a corto plazo ha seguido aumentando, si bien los ascensos han sido menos intensos en los activos de deuda privada, quedando además la rentabilidad de estos activos por debajo de la de la deuda pública. Así, los activos de deuda pública han ido ofreciendo rendimientos notablemente superiores conforme el BCE incrementaba los tipos, de manera que, en septiembre, el rendimiento de las Letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses era del 3,55 %, el 3,72 % y el 3,74 %, respectivamente, en promedio mensual, lo que supone aumentos en el trimestre de entre 23 y 37 p.b. y de entre 127 y 206 p.b. en el conjunto del año.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 4

%

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23
Letras del Tesoro								
3 meses	-0,58	-0,70	-0,78	1,49	1,49	2,62	3,19	3,55
6 meses	-0,47	-0,59	-0,63	2,16	2,16	2,91	3,35	3,72
12 meses	-0,48	-0,63	-0,60	2,47	2,47	3,02	3,51	3,74
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,20	0,49	0,38	2,27	2,27	0,84	1,00	1,68
6 meses	0,52	0,55	0,50	0,98	0,98	1,43	1,65	1,80
12 meses	0,71	1,44	0,81	1,46	1,46	1,85	2,75	2,96

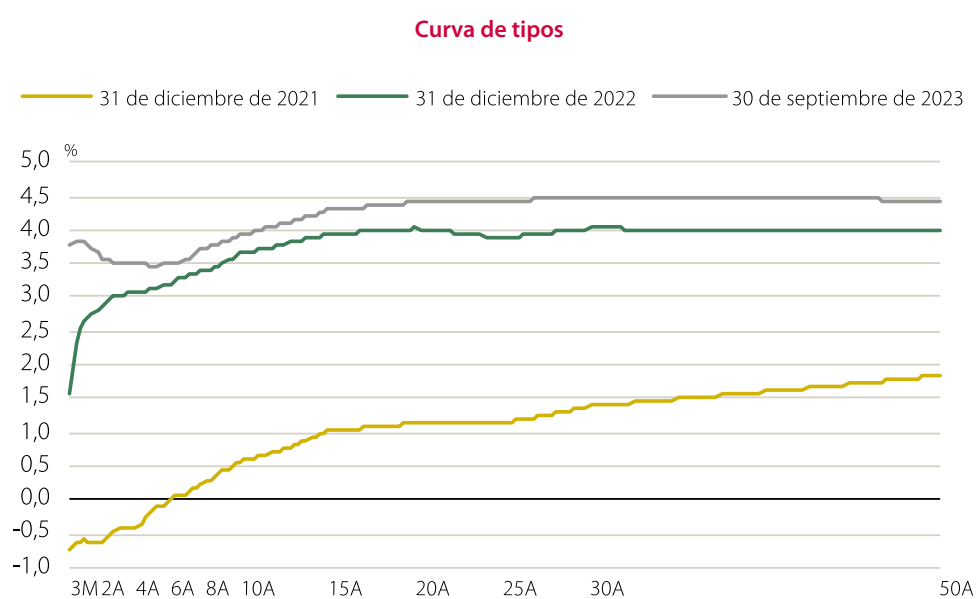
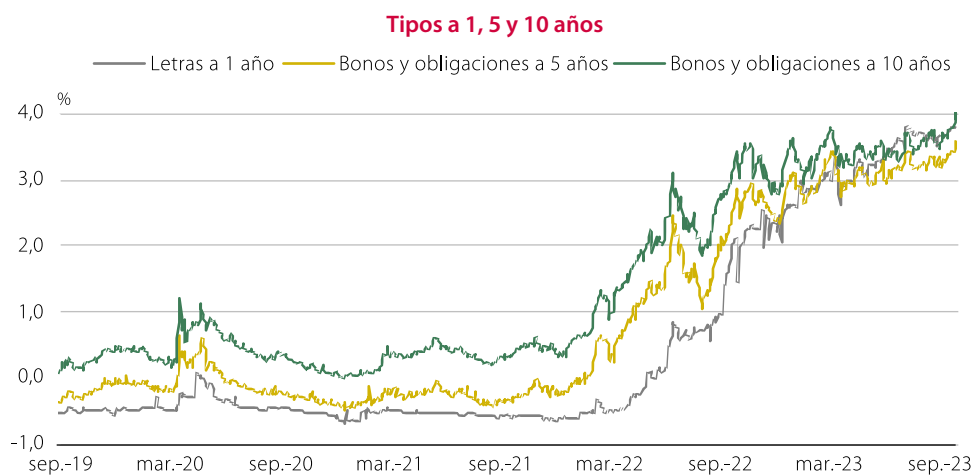
Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

Por su parte, el rendimiento de los activos de deuda privada a corto plazo se situó en septiembre en el 1,68 %, el 1,80 % y el 2,96 % en los plazos de 3, 6 y 12 meses, respectivamente. Estas cifras implican un incremento de entre 15 y 68 p.b. respecto al trimestre anterior y de hasta 1,5 p.p. en el conjunto del año. El hecho de que, en promedio, los tipos de emisión de los pagarés se sitúen por debajo de los niveles observados para los activos de deuda pública a los mismos plazos se debe a la existencia de emisiones de pagarés efectuadas por algunas entidades bancarias con tipos de interés muy bajos.

Los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo experimentaron también subidas durante el último trimestre, similares a las de los activos a corto plazo en el caso de la deuda pública. Así, el tipo de interés de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años se situaba en septiembre (en promedio mensual) en el 3,43 %, el 3,37 % y el 3,72 %, lo que supone incrementos respecto a junio de entre 26 y 35 p.b. En el acumulado del año estos rendimientos presentan una variación mucho menor que la de los tipos a corto plazo, pues esa oscila entre los 54 y los 89 p.b. Por tanto, también se ha producido en el caso español un aplanamiento sensible en la curva de tipos de interés (véanse los paneles del gráfico 4), pero no una inversión de esta.



Fuente: Refinitiv Datastream y Bloomberg. Datos hasta el 29 de septiembre.

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-22	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23
Renta fija pública								
3 años	-0,29	-0,53	-0,48	2,54	2,54	3,05	3,17	3,43
5 años	-0,06	-0,42	-0,20	2,71	2,71	3,12	3,11	3,37
10 años	0,45	0,05	0,39	3,18	3,18	3,45	3,37	3,72
Renta fija privada								
3 años	0,20	-0,19	0,12	3,07	3,07	3,81	4,32	4,38
5 años	0,23	-0,13	0,13	2,93	2,93	3,73	4,17	4,27
10 años	0,79	0,41	0,56	3,11	3,11	4,43	4,51	4,74

Fuente: Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

En cuanto al rendimiento de la deuda privada a largo plazo, se observa un aumento algo inferior al de la deuda pública en el último trimestre, pero acumula

incrementos más intensos en el año. Así, durante el mes de septiembre, la rentabilidad (en promedio mensual) de estos activos alcanzaba valores del 4,38 %, el 4,27 % y el 4,74 % en los plazos a 3, 5 y 10 años, respectivamente, situándose entre 6 y 23 p.b. más que en junio y entre 1,31 y 1,63 p.p. más que en diciembre del año pasado. Por tanto, se ha producido una ampliación de la prima de riesgo de los activos de renta fija privada a largo plazo, prima que se sitúa entre 90 y 102 p.b. dependiendo del plazo.

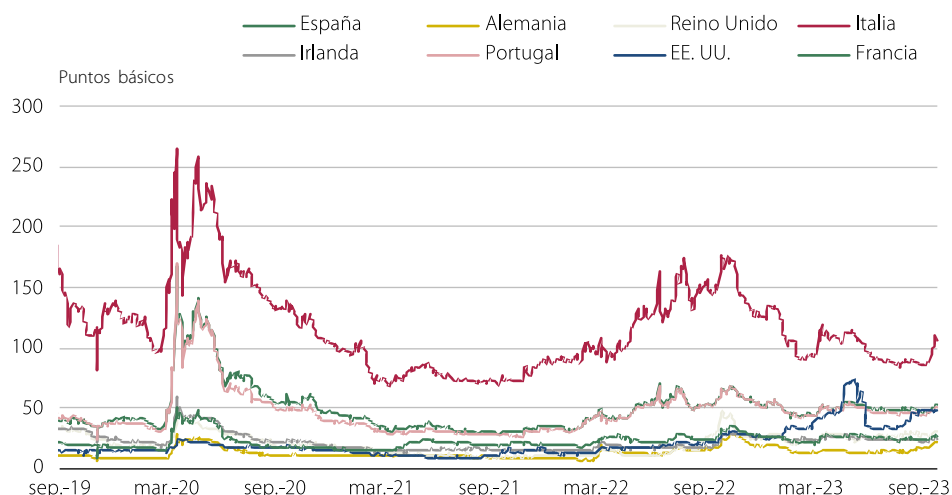
2.2 Primas de riesgo

Las primas de riesgo de crédito soberano de las economías avanzadas, evaluadas a través de los contratos CDS (*Credit Default Swap*) a 5 años, han mostrado, en general, una ligera subida durante este tercer trimestre de 2023. Dentro de la zona euro, los aumentos más relevantes se produjeron en Italia (16,7 p.b.), en Grecia (12 p.b.) y en Alemania (7,7 p.b.), hasta 111,8 p.b., 93,5 p.b. y 22,5 p.b., respectivamente. En el caso italiano, el aumento se explica por la revisión a la baja efectuada por el Gobierno italiano sobre el crecimiento y al alza sobre el déficit tanto en 2023 como en 2024. En el resto de las economías de la zona euro, las variaciones de los CDS soberanos fueron poco relevantes. Fuera del ámbito europeo destaca el incremento de la prima de riesgo del bono de deuda soberano en EE. UU., que aumentó casi 14 p.b. en el trimestre, y en Japón, donde lo hizo 11,3 p.b. En general, los aumentos no son muy elevados, pero sí son ilustrativos de la incertidumbre existente en torno al impacto de la subida de tipos de interés sobre la actividad económica en su conjunto y, en particular, sobre las finanzas públicas. En el caso estadounidense, fue precisamente el deterioro fiscal esperado para los próximos tres años el determinante de la rebaja de la calificación crediticia a largo plazo de esta economía desde AAA hasta AA+ efectuada por Fitch en agosto y, consecuentemente, de la prima de riesgo.

El balance anual de las primas de riesgo derivadas de estos CDS señala variaciones muy pequeñas al alza y a la baja en las principales economías, exceptuando EE. UU., Grecia e Italia. Hasta final de septiembre, la prima de riesgo soberano en EE. UU. aumentaba 22,6 p.b., pues a los elementos comentados con anterioridad se unió, en el periodo comprendido entre marzo y mayo de este año, la incertidumbre relacionada con los problemas de varios bancos de tamaño mediano. En cambio, la prima de riesgo en Grecia y en Italia recoge descensos de 50 y 26 p.b., respectivamente.

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

GRÁFICO 5

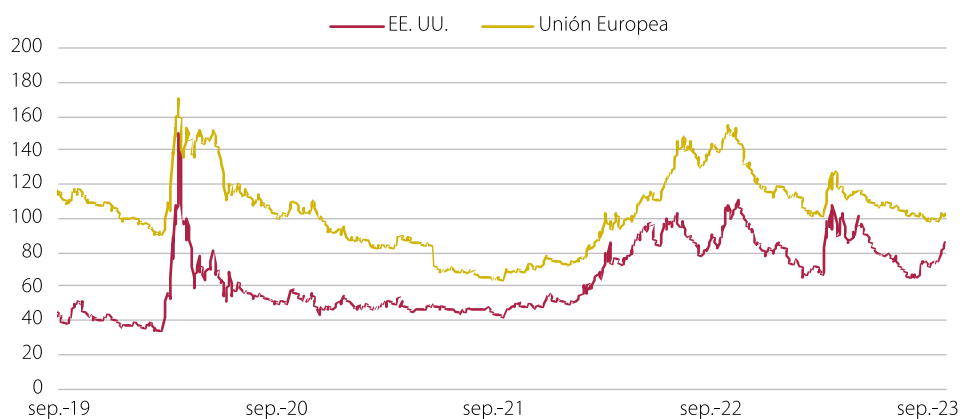


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 29 de septiembre.

Por su parte, la evolución de la prima de riesgo del sector bancario (CDS a 5 años) en el tercer trimestre del año presentó aumentos en EE. UU. y descensos en Europa. Como se observa en el gráfico 6, en EE. UU. la evolución de este indicador se vio sensiblemente afectada en los meses de marzo y abril por los problemas de varios bancos, pero con posterioridad volvió a valores similares a los de principios de año. Más recientemente, la tendencia alcista de esta prima de riesgo se enmarca dentro de un contexto de revisión general de las primas de aquella economía. Por su parte, la prima de riesgo de los bancos europeos registraron un cierto incremento en los meses de marzo y abril debido a la incertidumbre generada tras los problemas de varios bancos en EE. UU. y en Europa, pero después han mostrado un declive paulatino. El balance anual arroja descensos para estas últimas (-16 p.b.) hasta 101 p.b. y un leve ascenso (2 p.b.) para las estadounidenses, hasta 85 p.b.

Primas de riesgo de crédito al sector bancario (CDS a 5 años)

GRÁFICO 6



Fuente: Refinitiv Datastream, índices elaborados por CMA. Datos hasta el 29 de septiembre.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas muestran estabilidad o leves descensos en el conjunto del año. Como puede observarse en el cuadro 6, únicamente se registró un cierto repunte de estas primas en los activos de peor calidad crediticia (*high yield*) en EE. UU. en el primer trimestre del año, coincidiendo con el periodo de turbulencias asociado al sector bancario. En el conjunto de 2023 se aprecian descensos de distinta intensidad tanto en la zona euro como en EE. UU., próximos a 60 p.b. en los activos de mayor riesgo y entre 20-30 p.b. para los activos BBB. En el caso de los activos de deuda AAA se observa un leve aumento para los de las compañías de la zona euro (8 p.b.) y un descenso para las de EE. UU. (-4 p.b.).

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 6

Diferencial respecto a la deuda pública a 10 años, puntos básicos

	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-21	dic.-22	mar.-23	jun.-23	sep.-23
Zona euro²								
<i>High yield</i>	489	443	428	620	620	599	595	563
BBB	137	124	121	227	227	219	215	197
AAA	66	53	66	81	81	107	102	89
EE. UU.								
<i>High yield</i>	430	418	350	501	501	516	491	435
BBB	141	126	119	202	202	211	209	181
AAA	46	47	39	74	74	89	85	70

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 29 de septiembre.

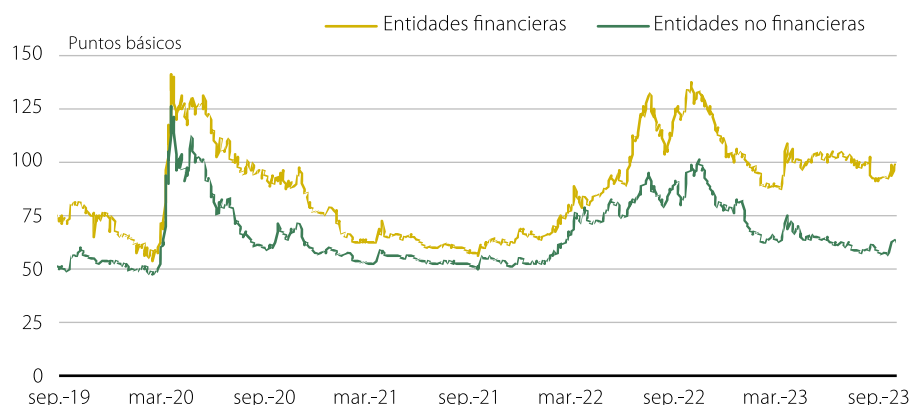
2 Diferencial respecto al bono alemán.

En España, la prima de riesgo soberano ha mostrado pocas oscilaciones en el ejercicio, si bien en los últimos días de septiembre se ha producido un ligero incremento. Así, esta prima, medida como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo, se situaba a finales de septiembre en 109,3 p.b., 10,2 p.b. más que a mitad de año y prácticamente el mismo valor que a principios de este. La prima del CDS ha mostrado una variabilidad inferior, situándose al finalizar el tercer trimestre en 52,6 p.b., 2,5 p.b. más que en junio y 2,5 p.b. menos que en diciembre de 2022.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 29 de septiembre.

Las primas de riesgo de los subsectores privados españoles experimentaron pocos cambios en el tercer trimestre, tras una primera parte de descensos y ascensos en los últimos días de este. Como muestra el gráfico 8, el promedio de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de septiembre en 98 p.b., 3,7 p.b. menos que a finales de junio y 5,8 p.b. menos respecto a finales de 2022. En cuanto a las sociedades no financieras, dichos contratos cotizaban en 63,1 p.b. de media a final del trimestre, prácticamente el mismo nivel que a mediados de año, pero notablemente inferior al de principios del ejercicio (casi 20 p.b. por debajo). El buen comportamiento relativo de la actividad económica puede explicar, parcialmente, la evolución más favorable de la prima de riesgo de crédito de las entidades no financieras respecto de las financieras, además del efecto negativo que puede haber tenido sobre estas últimas el reciente periodo de turbulencias en el sistema bancario, en particular, los eventos relativos a ciertos bancos de EE. UU. y Suiza.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 29 de septiembre.

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

2.3 Emisiones de deuda y contratación

Las emisiones brutas de deuda a largo plazo efectuadas en los mercados internacionales desde principios de año hasta finales de septiembre disminuyeron un 3 % en términos interanuales y se situaron en algo más de 9 billones de dólares¹⁰. Estos descensos, que continúan la tendencia de 2022, se explican, en parte, por el endurecimiento de las condiciones de financiación tras las políticas de subidas de tipos aplicadas por los bancos centrales. Se observa una heterogeneidad importante entre sectores y entre regiones. Así, el sector financiero ha protagonizado la reducción más notable en el volumen de emisiones, con un 9,6 % menos que en el mismo periodo del año anterior, seguido del sector público, en el que las emisiones disminuyeron un 4,3 % en términos interanuales. Por el contrario, el sector no financiero incrementó el volumen de emisiones de deuda un 16 % respecto a 2022.

Por regiones, se observa una clara divergencia entre la evolución del mercado primario de deuda en Europa y en EE. UU. Mientras que en la economía estadounidense se registró un volumen de emisiones por importe de 4,1 billones de dólares hasta septiembre, un 14,2 % menos en términos interanuales, en Europa se emitieron 2,2 billones de dólares, lo que supone un 40,1 % más respecto a 2022. La diferencia en el calendario de vencimientos entre ambas regiones, que da lugar a distintas necesidades de refinanciación, junto con un endurecimiento de las condiciones de financiación mayor y más temprano en EE. UU., podrían explicar esta diferencia.

Las emisiones brutas de deuda soberana disminuyeron un 4,3 % con respecto a los primeros 9 meses de 2022, hasta los 3,4 billones de dólares. Estos resultados se ven especialmente condicionados por la contracción de las emisiones de este tipo de deuda en EE. UU. durante este último año, que supusieron un 15,8 % menos respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. En Europa, en cambio, se registró un aumento importante en el volumen de emisiones tras dos años de caídas significativas.

Las emisiones brutas de deuda efectuadas por las compañías pertenecientes al sector financiero retrocedieron un 9,6 % en 2023. El descenso global se explica, casi en su totalidad, por lo acontecido en EE. UU., donde las emisiones de las entidades financieras registraron un descenso del 39,8 %, hasta los 501.000 millones. Esta evolución se enmarca en un contexto de problemas en algunas entidades de tamaño mediano en el periodo entre marzo y mayo de este año, que ha podido condicionar la evolución del mercado primario de deuda en ese país. Por el contrario, tanto en Europa como en Japón se observaron avances en las emisiones de deuda de estas entidades: en Europa se incrementaron un 13,8 % y alcanzaron los 691.000 millones de dólares, la cifra más alta de los últimos años, y en Japón lo hicieron un 58 %, hasta los 101.000 millones de dólares.

10 La disminución de las emisiones netas de deuda desde principios de año fue más intensa, del 46 %, y dio lugar a unas emisiones netas de 735.538 millones de dólares. Tuvo origen tanto en la caída de las emisiones brutas como en el incremento de los vencimientos en su conjunto.

Finalmente, en cuanto al sector privado no financiero, como se ha comentado anteriormente, se registró un aumento generalizado de las emisiones de deuda en 2023. En Europa, EE. UU. y Japón estas subidas fueron del 26,8 %, hasta 339.000 millones de dólares; del 19 %, hasta 629.000 millones, y del 10,5 %, hasta 85.000 millones, respectivamente. Las cifras del sector en EE. UU. resultan especialmente destacables, ya que contrastan con la reducción de las emisiones en el resto de los sectores.

Emisiones brutas internacionales de renta fija

GRÁFICO 9



Fuente: Dealogic. Datos semestrales hasta el 30 de septiembre. Los datos correspondientes a los meses faltantes de 2023 han sido semestralizados.

Las emisiones de renta fija privada efectuadas por los emisores españoles en España en el tercer trimestre (registradas en la CNMV y realizadas en el MARF) alcanzaron un importe próximo a los 13.000 millones de euros. Las efectuadas en el exterior, en julio y agosto, fueron próximas a 19.900 millones.

Dentro de las emisiones efectuadas en España, en el trimestre las registradas en la CNMV se redujeron en un 61 % respecto al mismo trimestre del año anterior, debido, sobre todo, a la disminución de las emisiones de pagarés. Por su parte, el MARF registró un importe de admisiones de 3.297 millones, cifras similares a las del

tercer trimestre del año pasado. Así, en este periodo el 75 % de las emisiones en España se registró en la CNMV y el resto se admitió en el MARF.

En el acumulado del año, las emisiones de renta fija registradas en España se sitúan en 71.813 millones de euros, un 21 % menos que en el mismo periodo de 2022 (61.109 millones en la CNMV y 10.704 millones en el MARF). Destaca la disminución de emisiones de cédulas hipotecarias (sobre todo en el tercer trimestre), de cédulas territoriales y de bonos de titulización, cuyos importes se situaron en 20.550, 750 y 8.655 millones de euros, respectivamente, lo que supone una reducción del 25 %, el 79 % y el 50 %, con relación al mismo periodo de 2022. Por el contrario, las emisiones de bonos y obligaciones no convertibles aumentaron intensamente durante 2023, situándose en 3.620 millones de euros, 3 veces el importe del año anterior.

Como se ha comentado anteriormente, también disminuyó de forma significativa la emisión de pagarés, que, entre enero y septiembre, ascendió a 21.674 millones, un 24,4 % menos que en 2022. Cabe destacar que casi la mitad de este importe fue emitido durante el primer trimestre del año.

Las emisiones admitidas en el MARF hasta septiembre alcanzaron un importe de 10.703 millones de euros, un 2,9 % más que en el mismo periodo de 2022 (10.402 millones). Durante el año se ha mantenido la importancia relativa de los pagarés dentro de este mercado, suponiendo, al igual que el año pasado, un 93 % de los registros totales.

Importes nominales en millones de euros

CNMV	2023							
	2019	2020	2021	2022	mar.	jun.	sep.	ene.- sep.
A largo plazo	52.305	80.753	59.533	59.073	19.152	17.093	3.190	39.435
Bonos y obligaciones no convertibles ²	9.101	5.545	3.080	1.739	1.241	1.489	889	3.619
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	1.210	1.800	130	1.000	0	1.130
Cédulas hipotecarias	22.933	22.960	28.920	31.350	8.750	11.800	0	20.550
Cédulas territoriales	1.300	9.150	5.500	3.540	750	0	0	750
Bonos de titulización	16.471	35.0811	18.376	20.645	3.801	2.804	2.051	8.655
Participaciones preferentes	1.000	1.750	1625	0	1.100	0	250	1.350
Otras emisiones	1.500	6.266	823	0	3.380	0	0	3.380
A corto plazo¹	15.085	22.257	20.157	39.524	10.447	4.745	6.483	21.675
Pagarés de empresa	15.085	22.257	20.157	39.524	10.447	4.745	6.483	21.675
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	67.390	103.610	79.690	98.598	29.599	21.838	9.673	61.110
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas:	3.214	14.312	5.727	1.825	1.653	836	533	3.022
Admitidas en el MARF	10.348	9.651	13.968	13.772	3.868	3.539	3.297	10.704
Total	77.738	113.261	93.658	112.370	33.467	25.377	11.406	71.814

Fuente: CNMV.

1 Las cifras de emisión de pagarés corresponden a los importes colocados.

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

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior en el acumulado del año ascienden a 94.900. Este último resulta un 37,5 % más elevado que el del mismo periodo del año anterior y se explica por el avance de las emisiones tanto a largo plazo (38,8 %) como a corto plazo (36,3 %). Cabe destacar que, en el conjunto de estas emisiones, las de corto plazo muestran un importe agregado ligeramente superior al de las de largo plazo desde hace varios meses. También es importante señalar que parece haberse producido una cierta especialización en el tipo de emisiones de largo plazo que se realiza en el exterior y en España: en el exterior las emisiones se concentran mayoritariamente en bonos y obligaciones convencionales, mientras que las emisiones registradas en la CNMV se concentran en cédulas hipotecarias y en bonos de titulización.

Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior

CUADRO 8

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2022	2023			
					mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
A largo plazo	53.234	46.282	64.089	48.037	18.995	16.312	9.589	44.896
Participaciones preferentes	3.070	1.850	3.820	0	800	1.000	0	1.800
Obligaciones subordinadas	1.755	0	1.350	0	1.368	0	0	1.368
Bonos y obligaciones	48.409	44.432	58.920	48.037	16.827	14.318	9.589	40.733
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	994	0	995
A corto plazo	47.087	45.714	63.104	64.834	18.053	21.658	10.309	50.021
Pagarés de empresa	47.087	45.714	63.104	64.834	18.053	21.658	10.309	50.021
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	100.321	91.996	127.194	112.871	37.048	37.971	19.897	94.916
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo								
Instituciones financieras	57.449	42.120	40.597	58.750	15.636	15.429	9.014	40.079
Sociedades no financieras	34.893	28.928	29.036	24.093	6.121	4.802	3.724	14.647
Total	92.342	71.048	69.633	82.843	21.757	20.232	12.737	54.726

Fuente: Banco de España. Los datos del tercer trimestre son de julio y agosto.

El importe de las emisiones de deuda con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles del sector privado se situó en 4.406 millones en el tercer trimestre del año, muy por encima de las de 2022 (2.530 millones en el mismo periodo). El importe acumulado en 2023 hasta septiembre es de 10.352 millones de euros, superando también los 8.640 millones de 2022. El número de emisiones se sitúa en 7 para las entidades financieras y en 12 para las sociedades no financieras. Por tipo de emisión, predominaron las emisiones verdes, que fueron un total de 15, frente a las 2 sociales y 2 sostenibles¹¹.

En conjunto, y con los datos acumulados hasta septiembre, se podría deducir, de seguir la tendencia observada, que las emisiones totales realizadas por los emisores españoles experimentarían a final de año un aumento cercano al 4 % con respecto al año 2022.

Por último, en cuanto a la actividad registrada en los centros de negociación españoles, se ha observado una cierta heterogeneidad entre los distintos centros, con avances en la negociación de deuda en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) y en los sistemas multilaterales de negociación (SMN), y descensos agregados en los sistemas organizados de contratación (SOC). La negociación acumulada en el SEND en los tres primeros trimestres del año se situó por encima de los 17.000 millones, un 18,7 % más que en 2022. En los SMN, destacó el incremento de la negociación en SENAF, que pasó de 75.000 millones entre enero

11 Las emisiones ASG efectuadas por las AA. PP. en el conjunto del año ascienden a 4.396 millones de euros, prácticamente la misma cifra que en 2022.

y septiembre de 2022 a 242.000 en el mismo periodo de 2023. En el caso de los SOC, se observaron diferencias tanto entre los diferentes centros como entre tipos de deuda. Así, aunque en términos agregados la negociación en estos centros cayó un 27,7 %, hasta los 493.700 millones de euros, la contratación de deuda pública española presentó avances en dos SOC: CAPI y TEUR (Tradition). CAPI registró un aumento de negociación total próximo al 13 %, que hizo aumentar su relevancia dentro de los SOC desde el 25 % hasta el 28 %. Por el contrario, tanto la negociación en CIMB como en TEUR experimentó descensos, del 38,2 % y el 35,6 %, respectivamente. La relevancia de este último retrocedió desde el 68 % hasta el 44 %.

La OCDE comienza la elaboración de un informe sobre la revitalización del mercado de capitales español, apoyado por la Unión Europea

RECUADRO 2

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) comenzó a principios de julio de este año los trabajos para la elaboración del informe «Propuestas para un mercado de capitales que apoye un crecimiento económico sostenible». En la reunión inicial participaron el responsable de la Dirección General de Apoyo a las Reformas Estructurales (DG REFORM) de la Comisión Europea, el director de Asuntos Financieros y Empresariales de la OCDE, la subdirectora general de Legislación Financiera de la Secretaría General del Tesoro y el presidente de la CNMV.

El proyecto había sido previamente propuesto por la CNMV y el Gobierno de España a la Comisión Europea, bajo el título «Capital markets for a vibrant and sustainable Spanish economy and corporate sector». Dicho proyecto contó con la participación de la CNMV, la Comisión Europea, el Ministerio de Asuntos Económicos y la OCDE.

La finalidad del proyecto es fomentar el uso de los mercados de capitales españoles como medio de financiación de las empresas españolas, especialmente en el contexto de la necesaria transición hacia una economía sostenible, además de impulsar el uso de los instrumentos de financiación verde. Todo ello con el objetivo global de aumentar la competitividad y contribuir al logro de un mayor crecimiento y resiliencia de la economía española.

La colaboración prevista contempla la celebración de reuniones entre la OCDE y los agentes de los mercados españoles, con el fin de definir una estrategia que incluya posibles reformas en el ámbito del mercado de capitales y en el del acceso a la financiación que contribuyan activamente a alcanzar los objetivos mencionados.

Se estima que la duración de este proyecto, financiado por la Unión Europea a través del Instrumento de Apoyo Técnico¹, sea de 20 meses y que finalmente se materialice, entre otros hitos, en un informe con un diagnóstico del mercado de capitales en España, recomendaciones y un plan de acción a finales de 2024.

La valoración inicial de este proyecto fue muy positiva por parte de todos los participantes. El director general de la DG Reform indicó que contar con

mercados de capitales más profundos e integrados permite proporcionar fuentes de financiación más diversas y sostenibles, al mismo tiempo que se avanza en los objetivos de la Unión de los Mercados de Capitales. De la misma manera, el director de la OCDE resaltó que un mercado de capitales que funcione bien puede proporcionar a las empresas españolas acceso al capital necesario para la innovación y el crecimiento, y al mismo tiempo fomenta un sector empresarial dinámico y resiliente, que respalda el crecimiento económico a largo plazo.

La CNMV dio la bienvenida a esta iniciativa y agradeció el apoyo de las autoridades españolas, en especial del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital a través de la Secretaría General del Tesoro, y la receptividad de la Comisión Europea y la OCDE en este ámbito tan relevante. Para la institución, la revitalización del mercado de capitales es absolutamente esencial para las posibilidades de crecimiento y transformación de nuestra economía. Este proyecto incorpora apoyo técnico internacional de primer orden y se confía en que cristalice en propuestas y reformas beneficiosas para nuestro mercado.

¹ https://reform-support.ec.europa.eu/our-projects/country-factsheets/spain_en

3 Mercados de renta variable

3.1 Precios y rentabilidades

Después de un primer semestre de avances, los principales índices de renta variable internacional experimentaron caídas en el tercer trimestre por la perspectiva de que el escenario de tipos de interés elevados se vaya a mantener más tiempo de lo previsto¹², en un contexto de cierto deterioro de la situación económica. La intensidad de las caídas fue ligera y permite que todos los índices acumulen ganancias relevantes en el ejercicio, pero persiste el riesgo de descensos adicionales en los próximos meses si se mantiene la incertidumbre sobre la evolución de los tipos y la inflación, a la vez que se confirma la ralentización económica y el menoscabo de los beneficios empresariales en algunas regiones. Con la excepción del índice japonés Topix, todos los grandes índices presentaron recortes en el trimestre, que fueron algo más intensos para algunos índices europeos (entre los que destacó el 5,1 % del europeo Eurostoxx 50 y el 4,7 % del Dax 30 alemán) y algo más discretos para los índices estadounidenses (entre el 2,6 % del Dow Jones y el 4,1 % del Nasdaq). Por su parte, el Ibex retrocedió un 1,7 %, algo menos que los grandes índices europeos.

¹² Véase epígrafe «Tipos de interés».

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 9

%								
	2019	2020	2021	2022	mar.-23	jun.-23	sep.-23	ene.- sep.-23
Mundo								
MSCI World	25,2	14,1	20,1	19,5	7,3	6,3	-3,8	9,6
Zona euro								
Eurostoxx 50	24,8	-5,1	21,0	-11,7	13,7	1,9	-5,1	10,0
Euronext 100	24,9	-3,6	23,4	-9,6	10,4	1,0	-3,6	7,5
Dax 30	25,5	3,5	15,8	-12,3	12,2	3,3	-4,7	10,5
Cac 40	26,4	-7,1	28,9	-9,5	13,1	1,1	-3,6	10,2
Mib 30	28,3	-5,4	23,0	-13,3	14,4	4,1	0,0	19,1
Ibex 35	11,8	-15,5	7,9	-5,6	12,2	3,9	-1,7	14,2
Reino Unido								
FTSE 100	12,1	-14,3	14,3	0,9	2,4	-1,3	1,0	2,1
EE. UU.								
Dow Jones	22,3	7,2	18,7	-8,8	0,4	3,4	-2,6	1,1
S&P 500	28,9	16,3	26,9	-19,4	7,0	8,3	-3,6	11,7
Nasdaq-Cpte	35,2	43,6	21,4	-33,1	16,8	12,8	-4,1	26,3
Japón								
Nikkei 225	18,2	16,0	4,9	-9,4	7,5	18,4	-4,0	22,1
Topix	15,2	4,8	10,4	-5,1	5,9	14,2	1,5	22,8

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 En moneda local. Datos hasta el 29 de septiembre.

La evolución de los principales índices bursátiles en el año presenta avances en todas las regiones (véase cuadro 9), que son más intensos en el caso de los mercados de Japón y el índice tecnológico estadounidense Nasdaq. Aun así, la mayoría de los índices no consiguen recuperar todas las pérdidas acumuladas en 2022 y se sitúan por debajo de los niveles de cierre de 2021. En la zona euro, los avances oscilaron entre el 10 % del europeo Eurostoxx 50 y el 19,1 % del italiano Mib 30, mientras que en el Reino Unido se limitaron al 2,1 % en el caso del británico FTSE 100. Asimismo, los índices estadounidenses mostraron un comportamiento desigual, con avances del 26,3 % para el tecnológico Nasdaq —al amparo de las perspectivas de desarrollo de la inteligencia artificial— que se redujeron a solo un 1,1 % del índice Dow Jones, ligado a las compañías del sector financiero y de la economía tradicional. Por su parte, los índices de Japón presentaron el mejor comportamiento entre los grandes índices mundiales, con importantes avances del 22,1 % y el 22,8 % para el Nikkei 225 y el Topix, respectivamente.

En España, el Ibex 35 finalizó el trimestre con un retroceso del 1,7 %, mostrando el mejor comportamiento entre los grandes índices de la zona euro después del índice italiano, y en el conjunto del año avanza un 14,6 %, casi 5 p.p. más que el Eurostoxx 50. A pesar de esta ligera caída, el avance acumulado por el Ibex 35 en el año le permite recuperar todas las pérdidas del ejercicio anterior, si bien todavía se mantiene ligeramente por debajo de los valores que presentaba antes del estallido de la pandemia.

La evolución del Ibex 35 en el trimestre fue similar a la de las compañías de mediana capitalización (-1,9 %), mientras que las empresas de menor tamaño mostraron un comportamiento más débil (-4,5 %), al acusar en mayor medida el

endurecimiento de las condiciones financieras. Aunque ambos tipos de compañías presentan una evolución alcista en el año (con avances del 7,1 % y el 2,5 %, respectivamente), su revalorización es sensiblemente inferior a la de las grandes sociedades, que se ven favorecidas en mayor medida por su expansión internacional y menor exposición a las perspectivas de deterioro de la situación económica en la zona euro y, también, como se ha comentado, por afrontar un menor encarecimiento relativo de las condiciones de financiación. Asimismo, los índices latinoamericanos de las compañías que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, presentaron una evolución en el trimestre ligeramente mejor que la de los grandes índices europeos (con retrocesos del 0,2 % y 2,2 %, respectivamente) debido a la evolución relativamente más positiva del principal mercado de valores latinoamericano¹³, así como a la estabilidad de las divisas del área¹⁴ en el trimestre.

Casi todos los sectores finalizaron el trimestre con pérdidas, destacando los retrocesos del sector tecnológico y el de las energías renovables, pese a lo cual la mayoría de ellos presentan una evolución positiva en el ejercicio. La intensidad de las caídas fue heterogénea entre las distintas compañías y sectores, pero la mayoría acusó el impacto en su valoración del incremento de los tipos, así como el efecto del aumento del coste de su deuda y el deterioro de sus perspectivas de negocio en un contexto de ralentización económica.

Además de las compañías tecnológicas y del sector de las energías renovables, los retrocesos se extendieron, en menor medida, a las compañías eléctricas, los productores de materias primas, las empresas industriales, las del sector de la alimentación y las de servicios de consumo, entre las que destacaron las caídas de las sociedades del sector turístico, del transporte y el comercio. En el caso de las empresas tecnológicas, destacó la caída de Amadeus, afectada por el descenso de todas las compañías del sector a nivel internacional; mientras que el sector de las energías renovables y el eléctrico acusaron la caída de los precios de la energía eléctrica y el crecimiento continuo de la capacidad instalada, en el caso de las primeras. Por su parte, tanto los productores de materias primas como las compañías industriales se vieron afectados por las perspectivas de un deterioro de la actividad económica, a la vez que las empresas del sector alimentario se vieron afectadas por la caída de la demanda y el incremento de los costes de producción. Asimismo, también destacaron los retrocesos del sector turístico, del transporte y del comercio por la finalización de la temporada turística y el debilitamiento de la demanda de bienes de consumo.

13 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, retrocedió un 1,3 % en el tercer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano, IPC, lo hizo un 5 %.

14 En el tercer trimestre del año el real brasileño se depreció un 1,8 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano se apreció un 1,5 %.

Rentabilidad de los índices y sectores del mercado bursátil español

CUADRO 10

Índices	2020	2021	2022	mar.-23 ¹	jun.-23 ¹	sep.-23 ¹	ene.- sep.-23
Ibex 35	-15,5	7,9	-5,6	12,2	3,9	-1,7	14,6
Madrid	-15,4	7,1	-4,8	11,8	3,5	-1,3	14,3
Ibex Medium Cap	-9,7	8,6	-7,4	7,1	-2,4	-1,9	2,5
Ibex Small Cap	18,9	1,8	-12,8	11,9	0,3	-4,5	7,1
FTSE Latibex All-Share	-22,0	5,8	10,7	-2,8	5,8	-0,2	2,6
FTSE Latibex Top	-19,1	13,5	7,8	-4,5	12,2	-2,2	4,8
Sectores²							
Servicios financieros	-26,4	20,3	7,9	13,3	2,8	6,8	24,5
Banca	-27,5	20,7	9,0	13,9	3,1	6,9	25,6
Seguros	-23,6	7,3	-8,3	0,2	-4,6	6,8	2,1
Petróleo y energía	5,0	-1,6	5,2	4,0	0,6	-5,8	-1,4
Petróleo	-40,8	26,5	42,2	-4,5	-6,0	16,8	5,2
Electricidad y gas	14,2	-4,2	-1,0	6,0	2,5	-9,8	-2,0
Mat. básicos, industria y construcción	-2,5	9,3	-11,3	10,1	4,5	-2,4	12,2
Construcción	-16,3	15,2	-4,3	9,8	3,7	-2,7	10,7
Fabricación y montaje de bienes de equipo	50,7	-20,4	-13,8	6,5	9,6	0,1	16,9
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	-0,1	28,7	-14,2	10,2	1,7	-6,9	4,3
Ingeniería y otros	-6,1	29,2	-46,3	13,0	15,5	6,0	38,3
Tecnología y telecomunicaciones	-21,9	9,0	-22,8	19,9	3,3	-8,5	13,3
Telecomunicaciones y otros	-25,8	15,7	-25,7	16,4	-1,8	-3,3	10,5
Electrónica y <i>software</i>	-18,8	1,2	-17,0	26,2	11,6	-16,0	18,3
Bienes de consumo	-15,3	0,9	-17,0	16,4	11,4	0,1	29,8
Textil, vestido y calzado	-17,3	9,5	-14,2	24,3	14,7	-0,5	42,0
Alimentación y bebidas	10,6	-1,6	-12,9	9,2	-1,7	-5,4	1,6
Productos farmacéuticos y biotecnología	-18,3	-17,9	-0,7	-13,2	11,1	6,9	3,1
Servicios de consumo	-36,7	-1,9	-15,9	21,8	3,6	-5,5	19,3
Ocio, turismo y hostelería	-27,8	27,5	-35,7	26,2	13,7	-5,2	36,0
Transporte y distribución	-38,8	-2,6	-13,7	22,8	3,7	-5,7	20,1
Servicios inmobiliarios	-32,1	13,0	-16,0	-4,2	-0,8	-0,9	-5,8

Fuente: BME y Refinitiv Datastream.

1 Variación sobre el trimestre anterior.

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

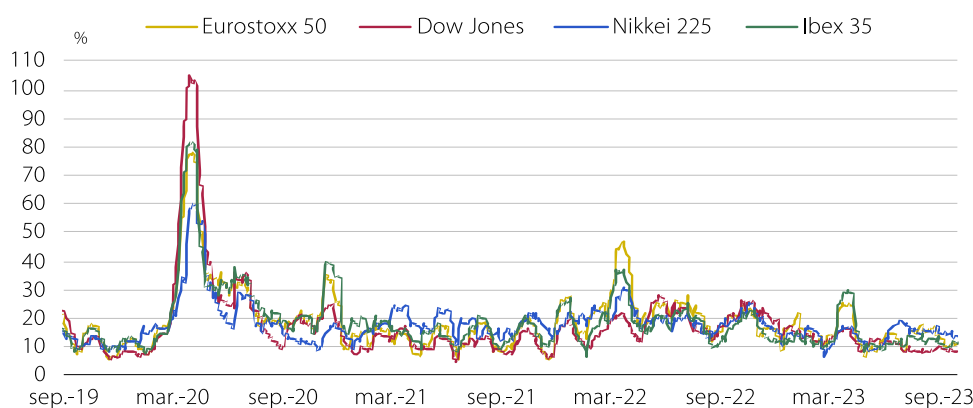
Por otro lado, los mayores avances correspondieron a los servicios financieros y al sector petrolífero, así como a las compañías relacionadas con la ingeniería y la farmacia. El sector financiero sigue favorecido por el aumento de los tipos de interés, que contribuye a incrementar los márgenes de intermediación de los bancos y propicia la actividad de las aseguradoras. Las compañías del sector petrolífero se están beneficiando del aumento del precio del petróleo, que acumula una revalorización del 27 % desde finales de junio. Las empresas de ingeniería están en auge por la expansión de la actividad ligada a este sector y las compañías farmacéuticas se benefician de su carácter anticíclico y, también, en casos concretos, de la recuperación de la cotización de algunas sociedades que habían sufrido fuertes pérdidas el año pasado.

3.2 Volatilidad

La volatilidad histórica de los índices bursátiles más relevantes ha ido disminuyendo durante gran parte del año hasta situarse en niveles muy reducidos, aunque en el tercer trimestre se han observado ligeros incrementos en el caso del europeo Eurostoxx 50 y el japonés Nikkei 225 (véase gráfico 10). La volatilidad del Eurostoxx 50 se incrementó en el último trimestre coincidiendo con la subida de tipos del BCE y las perspectivas de deterioro económico, si bien en la última parte de este alcanzó valores reducidos (en torno al 10 %). La volatilidad del tercer trimestre se sitúa, en valores promedios, por debajo del 14 % y el 9 % en el Eurostoxx 50 y el Dow Jones (en ambos casos inferiores a su media histórica), respectivamente, mientras que este indicador supera el 15 % en el Nikkei 225, por encima de su registro medio histórico.

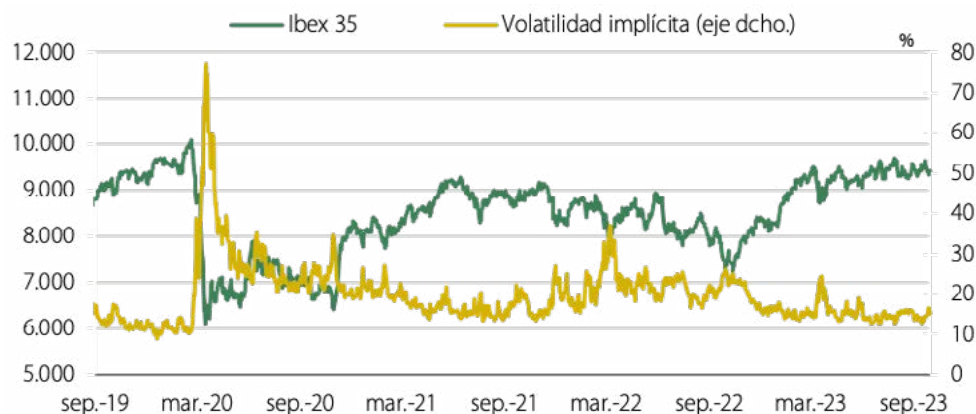
Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 29 de septiembre.

En el caso del Ibex 35, el valor de la volatilidad histórica acumula 4 trimestres de descensos consecutivos y marca su registro más bajo del último año (12,14 %). El valor de este indicador se sitúa por debajo de su promedio anual del 13,6 %, siendo su comportamiento, al contrario de lo que es habitual, menos volátil que el del propio Eurostoxx 50 o el de otras plazas europeas que han acusado más el endurecimiento de la política monetaria. Como refleja el gráfico 11, el progresivo descenso de la volatilidad —medida a través de la volatilidad implícita de las opciones sobre este índice— responde a la menor variabilidad que ha ido mostrando a lo largo del año el Ibex 35, que prácticamente ha oscilado entre los 9.000 y los 9.640 puntos desde finales de marzo sin grandes movimientos diarios.



Fuente: Refinitiv Datastream y MEFF. Datos hasta el 29 de septiembre.

1 Volatilidad implícita *at the money* (ATM) del primer vencimiento.

3.3 Rentabilidad por dividendo y PER

La rentabilidad por dividendo disminuyó para todos los grandes índices como consecuencia del avance de las cotizaciones en el conjunto del año, en un contexto de incremento de la remuneración de los accionistas en la mayoría de las compañías o sectores. A lo largo del ejercicio, este indicador ha retrocedido en la mayoría de los índices, aunque la intensidad del descenso ha ido ralentizándose conforme la magnitud de las alzas en los mercados se iba disipando.

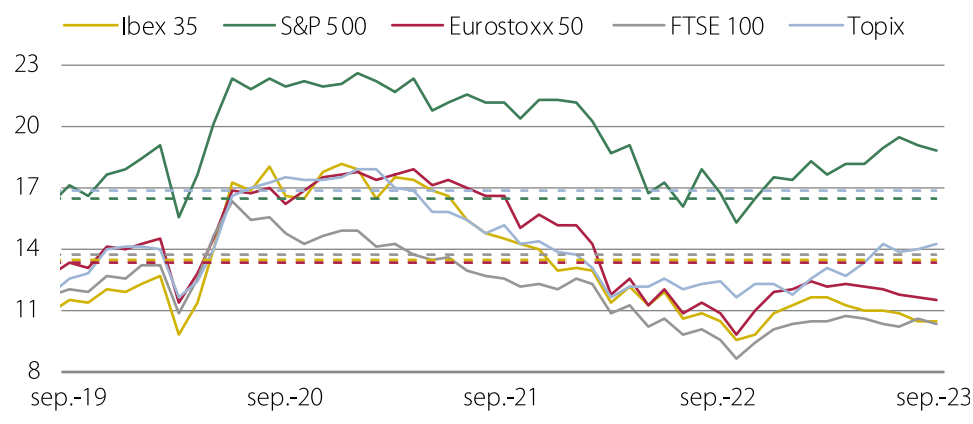
La rentabilidad por dividendo de los índices europeos sigue presentando valores superiores a los de los índices de EE. UU. y Japón, aunque se ha reducido su diferencia ligeramente. La rentabilidad por dividendo del índice estadounidense S&P 500 se situaba a finales de septiembre en el 2 % (frente al 2,2 % de finales de 2022), mientras que la del europeo Eurostoxx 50 alcanzaba el 3,2 % (3,5 % a finales de 2022). Aunque la rentabilidad por dividendo de todos los índices europeos ha disminuido, los mayores descensos corresponden al índice español Ibex 35 (0,5 p.p., hasta el 3,4 %), debido sobre todo al aumento del denominador como consecuencia del mejor comportamiento del índice, y, en menor medida, al propio Eurostoxx 50 (0,4 p.p., hasta el 3,2 %) y al alemán Dax 30 (0,4 p.p., hasta el 3,4 %). Asimismo, la mayor rentabilidad por dividendo sigue correspondiendo al italiano Mib 30 (4,4 %) seguido del británico FTSE 100 (3,8 %), mientras que el español Ibex 35 (3,4 %) ha observado cómo su rendimiento por dividendo se igualaba al del alemán Dax 30.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable, que había aumentado en los primeros meses del año, invirtió su evolución en meses posteriores, si bien se observa un grado de heterogeneidad notable entre índices (véase gráfico 12). En el tercer trimestre, estas ratios mostraron un ligero retroceso tanto en la zona euro como en EE. UU., en línea con la caída de las cotizaciones de las acciones y acompañada de la perspectiva de mantenimiento de los beneficios empresariales para los próximos meses. En

contraste, estas ratios aumentaron en el mismo periodo ligeramente en el Reino Unido y en Japón, apoyadas por la evolución alcista de estos mercados. A finales de septiembre el valor de esta ratio era más alta para los índices estadounidenses que para los europeos, con valores de 18,7 veces para el S&P 500, frente a las 11,4 y 10,4 veces del Eurostoxx 50 y el británico FTSE 100, respectivamente. Por su parte, el japonés Topix 500 alcanzaba un valor intermedio de 14,2 veces. A su vez, como se observa en el gráfico 12, con la excepción del S&P 500, todas las ratios PER se sitúan por debajo de sus valores medios alcanzados en la última década.

PER¹ de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 12



Fuente: Refinitiv Datastream. Datos para la última sesión de cada mes. Datos hasta el 30 de septiembre.

1 Los beneficios por acción del denominador de esta ratio están basados en previsiones a 12 meses. Las líneas punteadas representan los promedios históricos para cada índice desde 2000.

En España, la ratio PER del Ibex 35 ha ido disminuyendo en los últimos meses apoyada en la recuperación de los beneficios empresariales esperados, desde 11,3 veces en enero hasta 10,4 veces en septiembre —su valor más bajo en lo que va de año—. El valor de la ratio PER del índice español se mantiene todavía en valores inferiores a los del Eurostoxx 50 (1,4 veces) y, además, ha ampliado su diferencial respecto a este desde principios de año debido a las perspectivas de mayor crecimiento de los beneficios empresariales del mercado español (véase gráfico 12).

3.4 Contratación, emisiones y liquidez

Los volúmenes de negociación de las principales bolsas¹⁵ presentaron caídas significativas en todas las regiones entre enero y septiembre, salvo en Japón, donde fueron más moderadas. El alza de los tipos de interés y el entorno de baja volatilidad ha desincentivado la actividad de contratación en las bolsas (véase cuadro 11). En EE. UU. la caída de la negociación fue cercana al 30 %¹⁶, se extendió a todos los mercados y fue algo más intensa en Cboe Global Markets (-33,8 %). Asimismo, en Europa los retrocesos de la negociación también fueron generalizados en todos

15 Según los datos publicados por la Federación Mundial de Bolsas y la Federación Europea de Bolsas.

16 Datos hasta el 30 de septiembre para BME, y hasta el 31 de agosto en los demás operadores de mercado, excepto para Cboe Global Markets que son a 30 de junio.

los mercados, aunque se observó más heterogeneidad, destacando los mayores descensos en la bolsa de Londres y en Deutsche Börse (del 41,4 % y el 38,1 %, respectivamente), frente a caídas más moderadas en Euronext, en Cboe Equities Europe y en el propio BME (del 22,6 %, el 19,4 % y el 19,3 %, respectivamente). Como se ha indicado al principio, el mejor comportamiento relativo correspondió a los mercados de Japón, donde la contratación retrocedió únicamente un 8,8 %.

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Miles de millones de euros

	2019	2020	2021	2022	mar.-23	jun.-23	sep.-23 ¹	ene.-23 ¹ (%)
Operador de mercado								
EE. UU. ²	36.874	61.492	65.954	72.051	15.306	14.529	7.539	-29,0
Nasdaq OMX	14.210	21.840	23.553	25.703	5.540	5.356	3.612	-28,2
NYSE ³	10.918	22.991	24.637	28.399	6.218	5.870	3.926	-27,3
Cboe Global Markets	11.747	16.661	17.764	17.949	3.548	3.303	-	-33,8
Japan Exchange Group	4.542	5.399	5.555	5.551	1.300	1.499	994	-8,8
London Stock Exchange Group	1.784	1.837	1.320	1.175	252	227	65	-41,4
Euronext ³	1.713	2.193	2.493	2.698	700	579	360	-22,6
Deutsche Börse	1.344	1.812	1.686	1.437	314	262	159	-38,1
BME ⁴	469	429	378	352	90	75	62	-19,3
Cboe Equities Europe ⁵	1.667	1.462	1.568	2.268	623	483	286	-19,4

Fuente: Federación Mundial de Bolsas de Valores, Federación Europea de Bolsas de Valores y CNMV.

- 1 Datos hasta el 30 de septiembre para BME y hasta el 31 de agosto para los demás operadores de mercado, excepto para Cboe Global Markets que son a 30 de junio. Las variaciones interanuales mostradas en esta columna abarcan los periodos acumulados hasta el último mes mencionado en cada caso.
- 2 Desde 2009 se considera la suma de Nasdaq OMX, New York Stock Exchange (NYSE) y Cboe Global Markets (antes BATS).
- 3 Incluye Bélgica, Holanda, Francia, Portugal, Irlanda y, desde mayo de 2021, Borsa Italiana.
- 4 Bolsas y Mercados Españoles. No incluye Latibex.
- 5 BATS Europe hasta febrero de 2017, fecha en que fue adquirido por el grupo Cboe Global Markets.

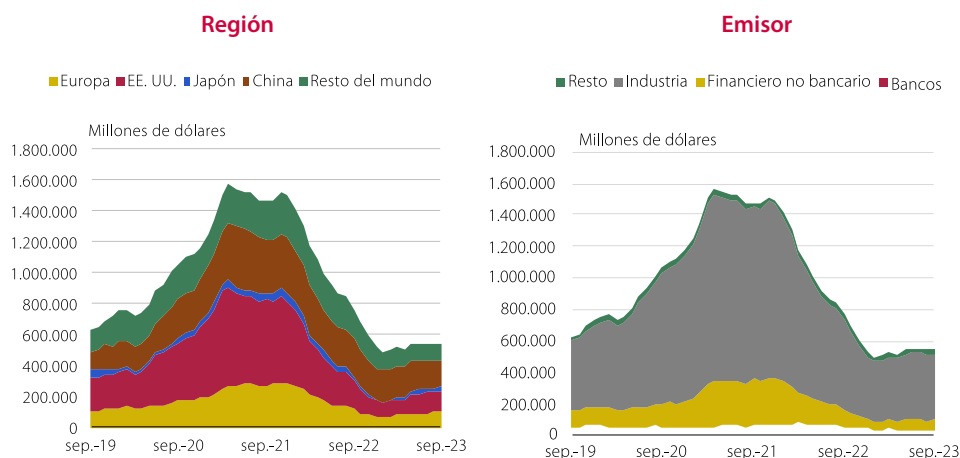
Las emisiones de renta variable en los mercados financieros internacionales, que en 2022 registraron un descenso del 28 %, se han recuperado levemente en lo que va de este año, si bien los volúmenes continúan muy lejos de los importes observados en 2020 y 2021 (véase gráfico 13). Así, entre enero y septiembre, el volumen total de acciones emitidas se situó en 425.000 millones de dólares, un 5,2 % más que en el mismo periodo de 2022. El análisis por regiones revela que este incremento se puede explicar casi de forma exclusiva por el avance de las emisiones en Europa y EE. UU., con variaciones superiores al 50 % respecto al ejercicio pasado, hasta importes de 84.337 millones y 112.114 millones de dólares, respectivamente. En cambio, se aprecia un descenso notable de las emisiones efectuadas en China (-26,4 %) y en otras regiones económicas (-20,3 %).

Por sectores, se observan diferencias entre los bancos y otras entidades financieras, que presentan caídas en el volumen de emisiones, y el resto de las entidades emisoras, que experimentan avances. Así, las emisiones de los bancos han

descendido más de un 30 % entre enero y septiembre y las de las entidades financieras no bancarias lo han hecho un 2,6 %. Estos dos subsectores concentran algo menos del 20 % del volumen total de acciones emitidas. En cambio, las empresas industriales, que realizan aproximadamente el 75 % de las emisiones totales (328.000 millones de dólares entre enero y septiembre), han mostrado un crecimiento del 10 % y el resto de las entidades emisoras, del 7 %.

Emisiones internacionales de renta variable

GRÁFICO 13



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

La contratación de renta variable española se situó cerca de 128.000 millones de euros en el tercer trimestre del año, un 14,1 % menos que en el mismo trimestre de 2022 y la cifra más baja en un trimestre de los últimos 10 años. Este retroceso tiene su origen tanto en la caída de los volúmenes de negociación en BME (-13,2 %) como en los centros de negociación competidores (-14,8 %).

El volumen negociado de valores españoles acumulado en lo que va de año supera los 476.000 millones de euros, un 17,8 % menos que en el mismo periodo de 2022. Como ya se ha indicado en la explicación de los volúmenes de negociación en los mercados internacionales, se ha observado un descenso de la contratación de acciones, también en España, de forma paulatina, que en gran medida puede responder al aumento de los tipos de interés y al descenso progresivo de la volatilidad, circunstancia que desincentiva la negociación algorítmica y de alta frecuencia. Del importe total, 220.160 millones de euros correspondieron al mercado regulado español (un 19,6 % menos) y 256.000 millones, a centros de negociación competidores (un 16,2 % menos). En los últimos meses, la caída de actividad en ambos ha sido similar, lo que se puede atribuir, al menos en parte, a la evolución de la volatilidad del mercado. Así, en periodos de mayor volatilidad de las cotizaciones, la negociación de valores tiende a incrementarse más en los centros competidores, que concentran en mayor medida la negociación de alta frecuencia, pero en periodos de descenso de esta como el actual, esta tendencia se atenúa. Como puede deducirse del cuadro 12, el importe agregado de negociación en los centros competidores ha sido superior en todos los trimestres de 2023 al registrado en BME, si bien la cuota

Importes en millones de euros

	2019	2020	2021	2022	mar.-23	jun.-23	sep.-23	ene.- sep.-23
Total	805.833,0	780.343,5	690.205,8	738.361,6	188.170,4	160.330,6	127.661,1	476.162,2
Admitida en SIBE	805.826,6	778.341,0	690.198,4	738.353,3	188.169,4	160.329,7	127.661,0	476.160,2
BME	460.267,4	418.512,6	365.170,2	351.801,8	87.332,8	73.976,7	58.850,8	220.160,3
Cboe Equities ²	256.772,5	275.682,4	238.466,3	297.465,9	73.290,9	64.241,8	47.937,5	185.470,2
Turquoise	30.550,6	23.242,2	23.101,3	19.474,6	5.244,7	3.699,4	3.332,7	12.276,8
Otros	58.236,1	62.903,8	63.460,6	69.611,0	22.301,0	18.411,8	17.540,0	58.252,9
Corros	6,2	2,5	7,4	8,3	1,0	0,9	0,1	2,0
Pro memoria								
Contratación en BME de RV extranjera	3.480,5	4.273,8	4.236,0	4.770,9	885,9	503,4	2.562,2	3.951,5
BME MTF Equity ³	4.007,7	3.929,0	3.536,5	3.837,3	996,8	732,5	528,8	2.258,0
Latibex	136,6	79,5	48,9	93,4	28,9	18,2	11,4	58,5
ETF	1.718,0	2.551,1	1.549,0	1.604,8	374,5	234,9	361,2	970,6
Total contratación BME	469.616,6	429.348,5	374.655,6	362.116,5	89.619,8	75.466,6	62.314,5	227.400,9
% RV española en BME respecto al total RV española	57,4	53,9	53,3	48,8	46,8	46,5	46,5	46,7
Internalizadores sistemáticos⁴	141.308,3	144.694,4	48.469,9	42.059,5	11.897,0	11.983,2	8.661,9	32.542,1

Fuente: Bloomberg y elaboración propia.

- 1 Incluye la negociación de renta variable española sujeta a reglas de mercado o SMN (*lit más dark*). La renta variable española en bolsas españolas es aquella con ISIN español que está admitida a negociación en el mercado regulado de BME, por lo que no incluye el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). La renta variable extranjera es aquella admitida a negociación en el mercado regulado de BME cuyo ISIN no es español.
- 2 Incluye la negociación que hasta 2020 se realizaba en Chi-X y BATS, que desde enero de 2021 se trasladó a Ámsterdam como consecuencia del *brexit*.
- 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*.

de este último se ha mantenido estable en el 46,5 %^{17, 18} en los últimos trimestres, ligeramente por debajo de los valores de 2022¹⁹.

En cuanto a la distribución de la negociación de acciones españolas entre el mercado regulado y otros mercados y centros de contratación competidores, esta siguió concentrada en el mercado regulado y el mercado Cboe Global Markets, pues entre ambos acumulan en torno al 85 % del total negociado. Este último mercado, que opera desde Ámsterdam, continúa ostentando una posición de liderazgo entre los competidores de BME, al situarse su contratación del tercer

17 Porcentajes calculados sobre la negociación total sujeta a reglas de mercado no discrecionales.

18 Otras fuentes de información alternativas —en particular, las proporcionadas por BME a partir de los datos de Liquidmetrix— apuntan a una cuota de mercado de BME en la negociación de los valores superior, del 67,9 % en el mes de septiembre. La diferencia se explica por el volumen de negociación en los centros exteriores, que es considerablemente inferior en la información proporcionada por Liquidmetrix.

19 En los tres primeros trimestres de 2022 se situó de media en el 47,5 %, frente al 46,6 % del mismo periodo de 2023.

trimestre en casi 48.000 millones de euros, lo que representa el 70 % de la contratación en el exterior y más del 81 % de lo negociado por BME en el mismo periodo. A pesar del liderazgo de Cboe entre los centros foráneos, se observa una cierta pérdida de relevancia de este respecto a los demás, que han aumentado a lo largo del año su proporción de lo negociado en el exterior hasta más del 25 %, manteniéndose Turquoise relativamente estable en torno al 5 % (véase cuadro 12).

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se situó cerca de 8.660 millones de euros en el tercer trimestre y de 32.542 millones en el conjunto del año. Estas cifras suponen una caída interanual del 5,7 % en el primer caso, pero un avance del 4,2 % en el segundo, debido a los crecimientos acumulados en el primer semestre. Por tanto, la importancia relativa de este tipo de negociación, que había descendido sensiblemente en 2021 y 2022, registró una pequeña recuperación hasta el 6,4 %²⁰ (5 % en 2022 y 6,5 % en 2021²¹).

Las emisiones de renta variable en los mercados nacionales se situaron en 1.982 millones de euros en el tercer trimestre, niveles similares a los de hace 1 año. De este importe, casi la totalidad correspondió a ampliaciones de capital bajo el formato de dividendo elección, alcanzando el resto de posibles modalidades de captación de capital valores testimoniales. El formato dividendo elección contribuye a reforzar los balances de las compañías, al limitar las salidas de flujos de caja de la empresa. Su importe en el trimestre alcanzó 1.975 millones de euros, casi un 16 % más que en el mismo periodo de 2022. En el conjunto del año, las emisiones acumuladas de renta variable se han situado en 3.508 millones de euros, por debajo de los 4.209 millones del mismo periodo de 2022. Asimismo, en lo que va de ejercicio no ha tenido lugar ninguna salida a bolsa en el mercado, si bien hay indicios de posible reactivación del mercado en el próximo año. Por otro lado, hay que destacar el mantenimiento del dinamismo del mercado alternativo BME Growth, que, en lo que va de año, ha incorporado ocho nuevas compañías, así como la aparición del SMN Portfolio Stock Exchange, en el que se han integrado otras tres sociedades.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compraventa (*bid-ask spread*), se mantuvieron en niveles satisfactorios y valores similares a los de trimestres anteriores. A pesar del descenso de la negociación, los reducidos niveles de volatilidad del trimestre permitieron que el diferencial de compraventa se situara de media en el 0,062 %, ligeramente por debajo de los valores de los 2 primeros trimestres del año y de la media del conjunto del ejercicio (0,064 %). Como se observa en el gráfico 14, el indicador de liquidez del Ibex 35, que se deterioró de forma muy leve en el primer trimestre del año, tras conocerse ciertos problemas en algunos bancos de EE. UU. y Suiza, mejoró con posterioridad, hasta situarse en valores similares a los observados en los años inmediatamente anteriores a la pandemia. Las condiciones de liquidez del mercado se valoran en términos favorables.

20 Negociación total definida como la suma de aquella sujeta a reglas de mercado no discrecionales y la realizada por internalizadores sistemáticos.

21 En el periodo 2018-2020 la participación de la contratación a través de internalizadores sistemáticos se estima entre el 13 % y el 15 %.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta

CUADRO 13

	2020	2021	2022	mar.-23	jun.-23	sep.-23	ene.- sep.-23
NÚMERO DE EMISORES¹							
Total	28	32	27	6	8	10	24
Ampliaciones de capital	28	31	27	6	8	10	24
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES¹							
Total	40	50	55	9	10	10	29
Ampliaciones de capital	40	49	55	9	10	10	29
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	0	0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV) ²	0	1	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	8.903,1	12.227,7	2.520,3	13,9	451,2	7,6	472,6
Con derecho de suscripción preferente	6.837,2	7.060,4	254,5	0	150,1	0	150,1
Sin derecho de suscripción preferente	150,1	100,0	200,0	0	0	0	0,0
Colocaciones aceleradas	750,0	0	251,7	0	2,9	0	2,9
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	233,0	3.525,3	1.381,2	0	0	6,1	6,1
Ampliaciones de capital por conversión	162,4	109,5	81,6	13,9	26,8	1,5	42,2
Otras	770,3	1.432,6	351,6	0,0	271,4	0,0	271,4
Ampliaciones de capital liberadas⁴	6.194,9	5.478,1	3.591,5	1.025,6	35,6	1.974,7	3.035,9
De las cuales dividendo elección	6.193,1	5.478,1	3.590,0	1.025,6	35,6	1.974,7	3.035,9
Total ampliaciones de capital	15.098,0	17.505,8	6.111,8	1.039,5	486,6	1.982,3	3.508,5
Ofertas públicas de venta	0,0	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth⁵							
Número de emisores	9	44	41	12	11	15	38
Número de emisiones	14	77	88	30	21	24	75
Importe efectivo (millones de euros)	238,0	2.441,0	2.329,5	102,9	567,9	496,6	1.167,3
Ampliaciones de capital	238,0	2.441,0	2.329,5	102,9	567,9	496,6	1.167,3
De ellas, mediante OPS	173,0	1.654,0	1.487,1	0,0	481,3	455,1	936,4
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0

Fuente: BME y elaboración propia.

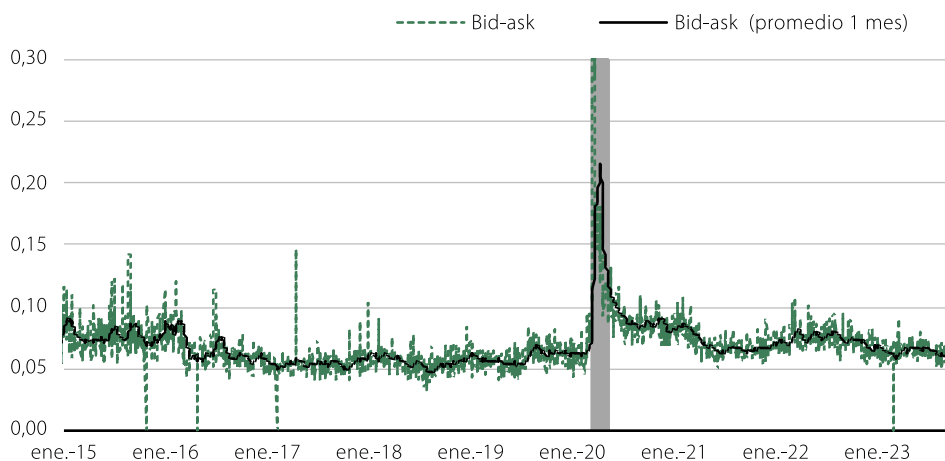
1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos del MAB, ETF ni Latibex.

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. Fuente: BME y elaboración propia.



Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Se presenta información sobre el *bid-ask spread* del Ibex 35 y el promedio del último mes. Las líneas verticales del gráfico hacen referencia a la introducción de la prohibición cautelar sobre ventas en corto con fecha 11 de agosto de 2011, a su posterior levantamiento el 16 de febrero de 2012, a la nueva prohibición del 23 de julio de 2012 y a su levantamiento el 1 de febrero de 2013, así como a la prohibición más reciente, que se extendió entre el 16 de marzo y el 18 de mayo de 2020. Las dos últimas prohibiciones afectaron a todas las entidades.

Aumenta la actividad de los minoristas en el mercado de renta variable respecto a 2021

RECUADRO 3

La CNMV³ ha actualizado el análisis del comportamiento de los inversores minoristas en el mercado de renta variable, que publicó por primera vez en 2021, y actualizado el cuadro de mandos (*dashboard*²) interactivo con los datos de 2022.

En 2021, la CNMV publicó un informe¹ en el que describía la evolución del comportamiento de los inversores minoristas en los mercados de renta variable durante 2019 y 2020. Aquel ejercicio tenía como protagonista la publicación de un cuadro de mandos interactivo, que permite conocer el comportamiento de estos inversores durante la pandemia y determinar posibles cambios relevantes respecto a los patrones observados con anterioridad. El trabajo puso de manifiesto un fuerte aumento de la participación de estos inversores en bolsa en los primeros meses de la pandemia, que fue atenuándose con el tiempo.

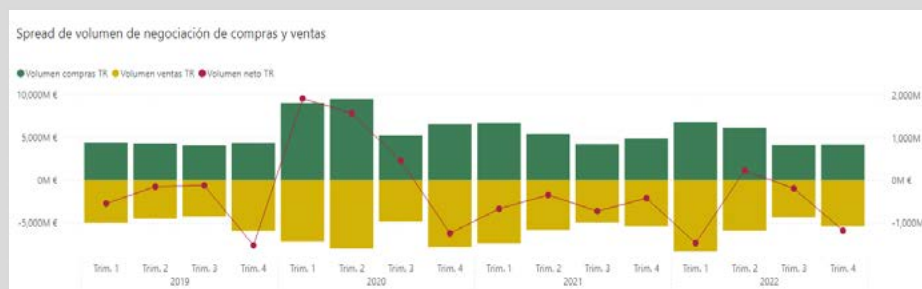
Desde entonces, el cuadro de mandos se actualiza con carácter anual.

De acuerdo con la información recibida y elaborada por la CNMV, la participación de los inversores minoristas en el mercado de renta variable se incrementó ligeramente en 2022, con lo que se interrumpió el descenso observado en 2021. En particular, su presencia en el total de las compras negociadas en acciones del Ibex 35 se situó en el 6,27 % (6,13 % en 2021) y en el total de las ventas fue del 7,04 % (6,74 % en 2021). Estos niveles de participación son superiores a los que se observaban antes de la pandemia.

En 2022 el volumen de compras de los inversores minoristas sobre acciones del Ibex 35 fue de 21.216 millones de euros y el de ventas, de 23.837 millones, lo que supone un descenso del 0,4 % en el primer caso respecto a 2021 y un aumento del 1,6 % en el segundo. Como se observa en el gráfico R3.1, estos volúmenes, muy similares a los del año pasado, son inferiores a los registrados durante la pandemia, pero superiores a los observados antes de esta. En 2022 volvió a ser mayor la posición vendedora de los minoristas.

Evolución del volumen de negociación de compras y ventas trimestrales

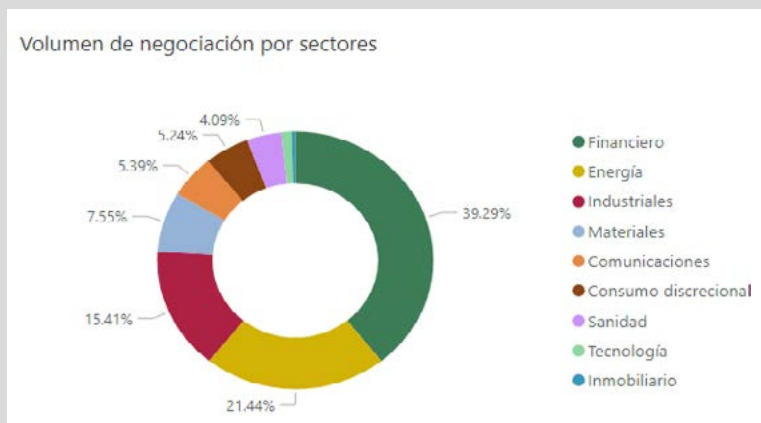
GRÁFICO R3.1



Fuente: CNMV. El volumen neto se representa en el eje derecho. Pulse aquí para abrir en Power BI.

El número de operaciones de compra y venta realizadas por los minoristas descendieron de forma notable en 2022, un 15,7 % las de compra y un 16,1 % las de venta, lo que supone, dados unos volúmenes de negociación en valor absoluto similares a los del año previo, un incremento considerable en el volumen medio por operación en todos los tramos de edad contemplados. Este fue de 3.017 euros en las operaciones de compra y de 3.472 euros en las de venta, frente a 2.733 y 2.997 euros respectivamente en 2021.

Por sectores, la mayor parte de la negociación continuó realizándose sobre valores del sector financiero y su importancia aumentó hasta superar el 39 % del total (véase gráfico R3.2), interrumpiendo los descensos registrados en 2020 y 2021. También aumentó la relevancia de la negociación en valores de los sectores de consumo discrecional y de materiales, mientras que se produjeron descensos en las compañías industriales, de la salud y de las comunicaciones.



Fuente: CNMV.
 Pulse aquí para abrir en Power BI.

La proporción mayoritaria del volumen negociado con acciones del Ibex 35 siguió realizándose por parte de hombres: en 2022 fue del 81,1 % (80,7 % en 2021). El porcentaje negociado por mujeres descendió en los trimestres centrales del año y se recuperó ligeramente al final de este. En el conjunto de 2022 su participación fue del 18,9 %.

Finalmente, cabe destacar que el descenso de la edad media del inversor observado en el primer semestre de 2020 (con la entrada de numerosos inversores jóvenes) siguió revirtiéndose en 2022 en el caso de los hombres, con un promedio de 51,6 años (51,1 en 2021), mientras que descendió nuevamente en el caso de las mujeres (54,8 años en 2022 frente a 55,2 en 2021). En ambos casos, las edades medias continúan siendo inferiores a las observadas antes de la pandemia. Por otra parte, cabe destacar el significativo aumento del número de inversores en el mercado desde finales de febrero hasta principios de marzo de 2022, coincidiendo con los momentos más turbulentos en el mercado a raíz de la guerra en Ucrania.

Para un mayor detalle acerca de este trabajo, véase el cuadro de mandos interactivo publicado en la web de la CNMV.

- 1 https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT_78_Comp_minoristas_COVID_ES.pdf
- 2 Microsoft Power BI
- 3 <https://www.cnmv.es/WebServices/VerDocumento/Ver?t=%7b1d1082f9-5aaa-4add-8732-640aee82ad55%7d>

II Informes y análisis

Impacto de las recompras de acciones en el valor de mercado de las empresas cotizadas españolas (2011-2022)

María Gutiérrez Urtiaga (*)

Maribel Sáez Lacave

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

1 Introducción

A medida que las recompras de acciones se han hecho más populares entre empresas de todo el mundo, estas operaciones también se han vuelto más polémicas. Por un lado, la literatura más tradicional consideraba las recompras como un mecanismo beneficioso que podía explotar ineficiencias en la imposición, enviar al mercado una señal sobre el valor de la empresa o mejorar los problemas de agencia (Bhattacharya y Jacobsen, 2016). Pero, por otro lado, en la última década, las recompras han sido muy criticadas y existe una percepción de que estas operaciones llevan a las empresas a infrainvertir y reducen el crecimiento de la economía a largo plazo (Lazonick, 2014).

Sin embargo, la literatura empírica coincide en demostrar que los accionistas reciben los anuncios de recompras como buenas noticias, ya que las empresas que anuncian una recompra obtienen, de media, rendimientos anormales positivos tanto a corto plazo como a largo plazo (Ikenberry, Lakonishok y Vermaelen, 1995; Peyer y Vermaelen, 2009; Dittmar y Field, 2015), aunque los rendimientos anormales a largo plazo parecen haberse reducido en los últimos años y ser menores en los países europeos (Fu y Huang, 2016; Manconi, Peyer y Vermaelen, 2019).

En este trabajo se estudia la reacción del mercado a los anuncios de recompra de acciones realizados por empresas cotizadas españolas durante el periodo 2011-2022. El estudio muestra un gran aumento de las operaciones durante el periodo de estudio, totalizando 211 anuncios de recompras, la mayoría de ellas con el objetivo de amortizar acciones o de pagar remuneraciones en acciones. Los resultados muestran que, tras el anuncio, las empresas obtienen a corto plazo (3 días posteriores al anuncio) rendimientos anormales pequeños de media, pero significativos, de alrededor del 1 %. Además, el análisis de sección cruzada refleja que el tamaño de la reacción depende de manera importante de las características del anuncio. Los rendimientos anormales son mayores cuando el porcentaje máximo a comprar es mayor y cuando se trata del primer anuncio de recompra realizado por la empresa. Adicionalmente, estos rendimientos anormales están correlacionados negativamente con la rentabilidad en los meses anteriores y con el tamaño. Esto podría indicar que los gestores recompran acciones cuando estiman que la acción está infravalorada. Por otra parte, no hay evidencia de rendimientos anormales para plazos más largos.

En general, los resultados obtenidos a corto plazo pueden interpretarse como un mecanismo utilizado por los gestores cuando entienden que el precio es bajo y la empresa está infravalorada. Pero, independientemente de la razón que motiva la recompra, los resultados del anuncio no causan, de media, grandes movimientos del valor. Dicho esto, también hay que subrayar que es difícil juzgar el efecto real de la recompra, ya que no es posible saber cómo de infravalorada entendían los gestores que se encontraba la acción.

Por otra parte, la falta de resultados significativos a largo plazo parece invalidar la idea de que las recompras perjudican a los accionistas por causar un problema de infrainversión. Como mínimo, los resultados obtenidos indicarían que los beneficios que generan las recompras (por ejemplo, por el mejor alineamiento de los incentivos de gestores y accionistas) son superiores al perjuicio causado por una menor inversión a largo plazo.

En todo caso, es necesaria la cautela al interpretar los resultados. En primer lugar, hay que tener en cuenta que el reducido tamaño de la muestra limita el poder de los test realizados. En segundo lugar, los resultados indican que cada recompra es única, hay mucha desviación en las reacciones y el mercado tiene en cuenta las características particulares de la recompra propuesta y de la empresa que la realiza.

El resto del trabajo está organizado en cinco secciones adicionales a esta introducción. En la sección 2 se revisan las posibles explicaciones detrás de las operaciones de recompra de acciones y de la reacción del mercado a estas. A continuación, se presentan los datos y se discuten las características de la muestra en la sección 3. La metodología empleada para el cálculo de los rendimientos anormales se explica en la sección 4 y los resultados del análisis, tanto para el corto como para el largo plazo, se encuentran en la sección 5. Por último, la sección 6 presenta unas breves conclusiones.

2 Revisión de la literatura relevante

En esta sección, se revisa brevemente, en primer lugar, la literatura sobre reacción del mercado a las distribuciones de efectivo y al pago de dividendos y las posibles explicaciones comunes a ambos casos. En segundo lugar, se discuten las investigaciones sobre la relación entre dividendos y recompras, así como sus similitudes y diferencias¹.

2.1 Reacción del mercado a los anuncios de recompras y dividendos

La cuestión principal que ha centrado la atención de los investigadores con relación a las distribuciones de efectivo es la reacción positiva del mercado a los anuncios de dividendos o recompras. En concreto en EE.UU., la reacción media ante un anuncio de recompra se sitúa entre el 2 % y el 3 % (Vermaelen, 2005; Peyer y Vermaelen, 2009; Obernberger, 2014), mientras que ante un aumento (disminución) del dividendo respecto al anterior ejercicio la reacción media es del 1,5 % (-3 %) y ante un inicio (omisión) de pago de dividendos en un ejercicio determinado es del 3 % (-7 %) (DeAngelo *et al.*, 2009).

1 En este caso, el estudio se centrará más en la evidencia empírica al respecto. El lector interesado en un análisis más detallado de toda esta literatura puede consultar el siguiente artículo: Sáez Lacave, M. y Gutiérrez Urriaga, M. (2019). «Recompras y operativa de acciones propias». *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 99-130. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_III_2019.pdf

Existen varias explicaciones a estas reacciones positivas. En primer lugar, según la *teoría de la señalización* —desarrollada por Dann (1981), Vermaelen (1981), y Lakonishok y Vermaelen (1990) —, el dividendo o la recompra serían interpretados por los inversores como una señal de que los gestores esperan mayores rentabilidades futuras. En cambio, según la segunda, la *teoría de los costes de agencia* (Jensen, 1986), las distribuciones de efectivo no son una señal, sino una constatación de que los costes de agencia se están reduciendo, ya que las recompras reducen el flujo de caja libre y, si los gestores desean invertir, deberán hacerlo captando nuevos fondos y no con beneficios retenidos. La tercera teoría, *teoría de la estructura de capital óptima*, está relacionada con la segunda, ya que afirma que la reacción del mercado a las distribuciones es positiva porque se aumenta el endeudamiento y se consigue una estructura de capital que alinea mejor los intereses de los gestores y los accionistas (Dittmar, 2000; Lie, 2005). Sin embargo, esta última teoría no puede generalizarse a todas las empresas, ya que, aunque algunas de ellas cambian su estructura de capital tras distribuir efectivo, muchas otras realizan simultáneamente emisiones de capital, por lo que las distribuciones no afectan a su estructura de capital y, sin embargo, también son recibidas con rentabilidades anormales positivas (Chen y Wang, 2012).

A continuación, el artículo se centrará en la evidencia empírica respecto a las teorías de la señalización y de los costes de agencia, que son, con diferencia, las más estudiadas.

2.1.1 La teoría de la señalización

La explicación más extendida sobre las reacciones significativas del mercado a los anuncios de distribución es la teoría de la señalización. Esta teoría muestra que, en presencia de información asimétrica, las empresas pueden usar varias modalidades de señalización para transmitir información privilegiada al público, entre las cuales están los cambios en la política de dividendos. Específicamente, los administradores pueden usar anuncios de pago de dividendos para señalar cambios en sus expectativas sobre las perspectivas futuras de la empresa (Miller y Rock, 1985).

Según esto, la teoría predice reacciones positivas (negativas) a los anuncios de aumentos (disminuciones) de dividendos a corto plazo. Empíricamente, los estudios confirman esta predicción. Los anuncios de dividendos están asociados con rendimientos anormales de alrededor del 3 %, mientras que las omisiones y recortes de dividendos generan rendimientos anormales que oscilan entre el -3,5 % y el -7 % (Michaely, Thaler y Womack, 1995; Kahle y Williams, 2018). Las autorizaciones de recompra en mercado abierto, que representan una señal más débil y de menos compromiso de distribuir efectivo a los accionistas en relación con la recompra, las ofertas públicas de adquisición o los dividendos regulares en efectivo están asociados con rendimientos anormales del 2,6 %, pero las suspensiones provocan caídas de precios del 1,4 % en promedio (Bargeron *et al.*, 2022).

Según esta teoría, una señal efectiva debería ser reconocida por el mercado rápidamente. Por lo tanto, las rentabilidades anormales a largo plazo observadas reflejarían un mercado menos eficiente en la incorporación de información. Estos rendimientos anormales a largo plazo son mayores en empresa pequeñas que han obtenido rendimientos bajos en los meses anteriores al anuncio y que son

empresas de valor (*value firms*), caracterizadas por bajas ratios de valor de mercado sobre el valor en libros (Ikenberry, Lakonishok y Vermaelen, 1995; Peyer y Vermaelen, 2009; Manconi, Peyer y Vermaelen, 2019). En todo caso, los rendimientos a largo plazo parecen haber disminuido en los últimos años (Obernberger, 2014; Fu y Huang, 2016; Lee, Park y Pearson, 2020). En general, la literatura no parece inclinada a aceptar la idea de un mercado altamente ineficiente y, por lo tanto, la teoría de la señalización no cuenta con un fuerte sustento empírico, al menos para justificar las rentabilidades anormales a largo plazo (Allen y Michaely, 2003; Farre-Mensa, Michaely y Schmalz, 2014).

2.1.2 La teoría de los costes de agencia

Esta hipótesis sugiere que las distribuciones se utilizan para resolver problemas de agencia. Se viene a decir que el pago de dividendos puede reducir los costes de agencia asociados con el flujo de efectivo libre, al eliminar el exceso de efectivo bajo el control de los administradores (Jensen, 1986). Allen y Michaely (2003) concluyen que los dividendos y las recompras parecen usarse para reducir la posible sobreinversión. Más recientemente, John, Knyazeva y Knyazeva (2011) muestran que las empresas con mayores tasas de flujos de caja libres y sujetas a un menor control por parte de los accionistas por estar situadas sus oficinas centrales en ubicaciones más remotas de EE. UU. tienden a pagar más a los accionistas. Otros estudios sugieren que las empresas mejor gobernadas pagan más (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny, 2000; Alzahrani y Lasfer, 2012).

La línea de investigación que más polémica ha despertado en los últimos años se refiere al cortoplacismo, es decir, si al intentar evitar la sobreinversión, se está incurriendo en infrainversión. ¿Recortan los administradores las inversiones a largo plazo para financiar distribuciones motivadas por objetivos a corto plazo? Las distribuciones de efectivo tienden a correlacionarse negativamente con la inversión (Grullon y Michaely, 2004; Boudry, Kallberg y Liu, 2013), pero esta correlación no implica necesariamente una relación causal: una escasez de oportunidades de inversión podría impulsar tanto una inversión baja como distribuciones altas a los accionistas. Además, no hay evidencia de destrucción de valor para los accionistas a largo plazo (Moore, 2023; Bargerón y Bonaimé, 2020). En este sentido, Fried y Wang (2019) y Roe (2018) explican que, cuando se toman las distribuciones netas —es decir, distribuciones de efectivo en dividendos y recompras menos emisiones de acciones—, el porcentaje de beneficios distribuido por las empresas cotizadas estadounidenses baja del 90 % a menos del 50 % de los beneficios netos. Finalmente, el dinero distribuido, principalmente por empresas cotizadas maduras, puede canalizarse a inversiones en empresas pequeñas con mejores oportunidades de inversión (Fried y Wang, 2019).

2.2 Recompras frente a dividendos

Aunque las recompras y los dividendos son similares por representar distribuciones de efectivo a los accionistas, también existen importantes diferencias entre ellos, no solo respecto a su operativa y frecuencia, sino también en las posibles motivaciones específicas de las recompras.

Lo primero que llama la atención, tal como explican Bonaimé y Kahle (2022), es que, al menos en EE. UU., las empresas gastan hoy en día más fondos en recompras que en dividendos y, además, de manera creciente desde el cambio de siglo. Sin embargo, las recompras varían más que los dividendos: las recompras tienden a subir y a bajar con el ciclo económico, mientras que los dividendos suelen aumentar de forma constante a lo largo del tiempo.

Adicionalmente, ha habido un incremento en la proporción de empresas que recompran, tanto de forma aislada como en concepto de complemento de pagos de dividendos. Por el contrario, las empresas que solo pagan dividendos se han vuelto raras. Aunque el valor real de los pagos por dividendos ha crecido, los rendimientos de los pagos, definidos como los pagos escalados por capitalización de mercado, se han mantenido estancados. Por otra parte, se observa un fenómeno similar con los anuncios de recompra: aunque el valor agregado en dólares de los anuncios de recompra ha aumentado con el tiempo, en EE. UU. la frecuencia de estos anuncios se ha mantenido estable desde el cambio de siglo. Tomados en su conjunto, estos patrones sugieren que las grandes empresas representan la mayor parte del crecimiento de las distribuciones. Ya sea por dividendos o por recompras, los pagos se concentran cada vez más en menos empresas (Fried y Wang, 2019). Pero siempre con una tendencia a que los dividendos se concentren especialmente en las empresas de mayor tamaño y más rentables (DeAngelo, DeAngelo y Skinner, 2004; Kahle y Stulz, 2017; Kahle y Stulz, 2021).

¿Cuáles son las explicaciones propuestas para el aumento relativo de las recompras frente a los dividendos?

2.2.1 Mayor flexibilidad de las recompras

La primera explicación es la mayor flexibilidad de las recompras. Los administradores prefieren la flexibilidad de las recompras a la rigidez de los dividendos (Brav *et al.*, 2005). El mercado espera dividendos estables y reacciona negativamente si estos no se mantienen de un año para otro; sin embargo, esto no ocurría inicialmente con las recompras, que se entendían como operaciones aisladas. La flexibilidad aumenta la capacidad de la empresa para invertir en proyectos rentables a medida que van surgiendo. Además, la flexibilidad de pago de las recompras permite reducir las necesidades de cobertura (Bonaimé, Hankins y Harford, 2014). Adicionalmente, los niveles de pago se correlacionan positivamente con la capacidad de endeudamiento (Kumar y Vergara-Alert, 2020) y los mercados de capital internos (Jordan, Liu y Wu, 2018), pero negativamente con las amenazas del mercado de productos (Hoberg, Phillips y Prabhala, 2014).

Por otra parte, hay empresas para las que la flexibilidad financiera adicional de las recompras frente a los dividendos no es muy necesaria. Estas empresas pueden optar por los planes de *accelerated share repurchases* (ASR) preestablecidos y la regla 10b5-1, que les permiten comprometerse a pagos más regulares, similares a los dividendos, mientras utilizan recompras². Por lo tanto, paradójicamente,

2 Los programas de recompra acelerada de acciones (ASR) son acuerdos regulares entre una empresa y un banco de inversión en virtud del cual la empresa compra del banco de inversión, en una sola ope-

aunque es la flexibilidad de las recompras la que las ha llevado a ser más populares, las empresas recompran de un modo cada vez más regular, por lo que los inversores han llegado a esperar su continuación (aunque todavía no en la misma medida en que esperan que los dividendos persistan).

En todo caso, considerando este efecto de la mayor flexibilidad de las recompras, tanto las explicaciones basadas en la señalización como las basadas en la reducción de los costes de agencia pierden fuerza para explicar las recompras, al tener los gestores menor compromiso con su mantenimiento a largo plazo. Y de igual manera, las recompras serían menos peligrosas en cuanto a infrainversión, puesto que es una política más fácil de revertir si aparecen buenas oportunidades de inversión.

Por lo tanto, si las motivaciones y problemas generales de las recompras pierden peso en el caso de las recompras, es importante investigar las motivaciones específicas de las recompras que no estarían presentes en el caso de los dividendos.

2.2.2 Infravaloración, *market timing* y sincronización

La infravaloración es una razón válida por sí misma para realizar recompras de acciones, sin que sea necesario querer señalar ni mandar ningún mensaje al mercado ni querer resolver problemas de agencia. De hecho, cuando se les pregunta, los directores financieros rechazan la noción de que el propósito de la recompra sea dar una señal y apuntan a que la razón más evidente para recomprar acciones es «beneficiarse de un precio de acciones infravalorado» (Brav *et al.*, 2005). Esto implicaría que los gestores tienen capacidad de realizar *market timing*, es decir, de identificar momentos en los que el precio de mercado es bajo.

En efecto, los administradores pueden recomprar acciones cuando creen que el precio es reducido por razones varias, como puede ser cumplir con las obligaciones de entrega de acciones a los directivos o empleados, o para contrarrestar las caídas del precio de las acciones resultantes de *shocks* de liquidez negativa en el mercado (Hong, Wang y Yu, 2008).

Y este interés de los gestores en comprar cuando creen que el precio es bajo llevaría a la sincronización de precios: los gestores recompran cuando consideran que el precio es bajo y los inversores observan la operación e infieren las creencias de los gestores, ajustando su propia valoración, de modo que las expectativas de unos y otros se sincronizan.

La evidencia empírica parece en línea con esta interpretación de las recompras. En efecto, las empresas tienden a recomprar acciones después de una caída importante en sus precios (Comment y Jarrell, 1991; Ikenberry, Lakonishok y Vermaelen, 1995; Stephens y Weisbach, 1998; Jagannathan, Stephens y Weisbach, 2000; Peyer y Vermaelen, 2009). Por ejemplo, Peyer y Vermaelen (2009) examinaron 3.481 operaciones de recompra en los EE. UU. desde 1991 hasta 2001 y

ración, todas las acciones que desea y procede a amortizarlas. El banco de inversión se las vende en corto, tomándolas prestadas de inversores institucionales. Después, utiliza el dinero pagado por la empresa para recomprar las acciones en el mercado, sin la participación directa de la empresa.

observaron que las empresas, en promedio, experimentaban rendimientos del -9.05 % en el periodo de 6 meses antes de sus anuncios y, en cambio, obtenían rendimientos anormales positivos en el periodo posterior. También encontraron que las empresas con los rendimientos más negativos en el periodo previo a la recompra experimentaban los rendimientos a largo plazo anormales más altos en el periodo posterior a la recompra. Lee, Park y Pearson (2020) examinaron una gran muestra de recompras más recientes y reportaron que este patrón es más débil en el nuevo milenio.

Además, esta idea de que los gestores son capaces de identificar momentos en los que la acción está infravalorada para recomprar se ha podido contrastar de manera más fiable en EE. UU. a partir de que la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) cambiara en 2004 el sistema de reporte. Disponer de datos más granulares y fiables sobre los precios de recompra ha permitido comprobar la capacidad de *market timing*, o de *leer el mercado*, por parte de los administradores de manera más directa. Los estudios que utilizan estos datos generalmente reportan que los administradores recompran a precios ventajosos. Pero esta habilidad se concentra en ciertos subconjuntos de empresas: empresas que lo hacen de manera ocasional, empresas pequeñas, empresas de alto crecimiento y empresas con acciones más líquidas y con menor propiedad institucional (De Cesari *et al.*, 2012; Ben-Rephael, Oded y Wohl, 2014; Dittmar y Field, 2015).

Todo esto parece indicar que, mientras que algunas empresas se sincronizan con éxito con el mercado cuando recompran, estas transacciones ventajosas tienden a ser pequeñas y poco frecuentes. Los rendimientos anormales *ex post* y la capacidad de sincronización de un programa de recompra dependen de su entorno, tipo de empresa y década de implementación.

Además, es importante destacar que el *market timing* y la sincronización del mercado constituyen un juego de suma cero. Si realmente los gestores tienen capacidad de leer el mercado y compran cuando el precio es demasiado bajo, habrá una transferencia de riqueza de los accionistas vendedores a los no vendedores que beneficia a largo plazo a unos accionistas solo si otros accionistas (vendedores) sufren pérdidas (Babenko, Tserlukevich y Wan, 2020). En este sentido, las recompras pueden analizarse como un conflicto entre accionistas a largo plazo, que se benefician cuando la empresa compra barato, y los accionistas a corto plazo, que pueden sufrir *shocks* de liquidez que los obliguen a vender a precios bajos (Fried y Wang, 2019). Las recompras, a diferencia de los dividendos, son una distribución asimétrica y no una remuneración por igual a todos los accionistas.

Por último, dado que esta explicación se basa en la idea de que los gestores compran barato aprovechando su información superior, las recompras podrían interpretarse como una manipulación del mercado. Esto está muy relacionado con la mecánica y las modalidades de recompra. Sin embargo, hoy en día, la gran mayoría de las operaciones de recompra se realizan bajo condiciones de *puerto seguro*, que las eximen de sospechas de manipulación³.

3 En concreto, en Europa la Directiva sobre abuso de mercado (*Market Abuse Directive* o MAD —ahora *Market Abuse Regulation* o MAR—), en su artículo 5, establece que las recompras se entenderán en puerto seguro

2.2.3 Otras teorías sobre las recompras

Existen, al menos, otras tres teorías sobre las recompras:

- La primera, bastante mecánica, tiene que ver con la liquidez. Eberhart, Maxwell y Siddique (2004) apuntan que las operaciones de compra y venta de sus propias acciones que hacen las empresas después de los anuncios de recompra aumentan la liquidez del valor y esto explicaría la reacción positiva del precio de las acciones a estos anuncios.
- La segunda se refiere al uso de las recompras para dar salida a accionistas descontentos y evitar las OPA o tomas de control hostiles. Según Bagwell (1991), la reacción del mercado a las recompras no sería por los efectos de estas, sino porque, tras la recompra, la posibilidad de una OPA continúe siendo alta.
- La tercera apuntaría a que las recompras permiten a los directivos aumentar su remuneración. En este sentido, la interpretación sería contraria a que las recompras reducen los problemas de agencia, sino que serían un reflejo de estos problemas. Es posible que los gestores estén usando las recompras como alternativa a los dividendos para aumentar su remuneración variable basada en valores contables, ya que las recompras permiten disminuir la dilución (los dividendos suponen caídas mecánicas del precio) y, por lo tanto, tener mayores ganancias por acción (Bonaimé *et al.*, 2020; Almeida, Fos y Kronlund, 2016). Adicionalmente, las recompras proporcionan liquidez cuando los propios gestores venden autocartera y se ha reportado que los administradores pueden usar las recompras para apuntalar los precios de las acciones motivados por un interés personal (Edmans, Fang y Huang, 2022; Moore, 2023).

Por último, las recompras podrían ser un síntoma de conflictos de intereses más generales. Por ejemplo, si las recompras se financian con deuda, como hacen ahora muchas empresas (Farre-Mensa, Michaely y Schmalz, 2023), pueden exacerbar conflictos de intereses entre accionistas y obligacionistas.

3 Datos y estadísticos descriptivos

Para comenzar, se recogen del repositorio oficial de anuncios de la CNMV todos los anuncios de recompra de acciones en mercado abierto de empresas cotizadas españolas desde enero de 2011 a diciembre de 2022. Los precios diarios de las acciones de las empresas del mercado continuo de la Bolsa de Madrid se extraen de Compustat Global y los datos contables, de Amadeus. Los datos para los modelos factoriales se obtienen de la página web de Kenneth French. Los datos de evolución de los

si: i) están en un programa de recompra público con la finalidad de reducir capital, ejecutar deuda convertible o remunerar a directivos o empleados con la entrega de acciones, o ii) en el caso de recompras que se hagan con un objetivo de estabilización de precios o de aumentar la liquidez, si se llevan a cabo según una práctica de mercado aceptada que establezca unos límites y unas condiciones técnicas. Las sanciones por incumplimiento se recogen en el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado.

índices del mercado español se descargan de la web de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y los datos de tipos de interés corrientes en la zona euro, de la web del Banco Central Europeo (BCE).

El cuadro 1 muestra cómo cambian las recompras de acciones a lo largo del periodo de estudio. El número de anuncios comienza siendo muy reducido y crece rápidamente a partir de 2015, hasta alcanzar un máximo de 48 al final del periodo de estudio. Aunque no es lo más frecuente, algunas empresas realizan más de un anuncio de recompra durante un mismo año. Además, hacia el final del periodo hay un número significativo de anuncios que son continuación de algún plan de recompra anterior, sea bien por una prórroga de la duración, bien por una ampliación del número de acciones a adquirir o una renovación de un plan ya cerrado (algunas empresas tienen planes anuales). Se observa también que, en la mayoría de los casos, los anuncios de recompra de acciones coinciden en el tiempo con otras noticias importantes, como pueden ser acuerdos adoptados en junta o anuncios de dividendos o de resultados. Como se verá más adelante, esto dificultará el cálculo de los rendimientos anormales vinculados a los anuncios de programas de recompra de acciones. Por último, de media, la duración de los programas es de 173 días y el porcentaje de capital máximo que se prevé adquirir es el 2,63 % del capital, sin que se observe en ninguno de estos dos parámetros una tendencia clara a lo largo del tiempo.

Estadísticos descriptivos de los anuncios de programas de recompra de acciones por año

CUADRO 1

Año	Número total de anuncios	Número de empresas	Prórrogas, renovaciones y ampliaciones	Número sin noticias simultáneas	Duración media	% de capital máximo a adquirir (media)
2011	4	4	0	4	273	4,2
2012	1	1	0	1	341	5
2013	4	3	0	1	72	9,4
2014	4	4	0	1	121	2,2
2015	12	8	2	4	362	2
2016	16	15	3	10	170	1,35
2017	12	11	3	4	184	2,8
2018	20	18	2	11	182	3,1
2019	19	19	1	8	228	3,29
2020	29	26	2	19	230	2,38
2021	41	34	6	23	105	1,65
2022	48	36	14	14	53	2,79
Total	211	180	33	100	173	2,63

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 2 desglosa el número de anuncios según el año y la finalidad de la recompra. Se aprecia que, mientras que las recompras de acciones con finalidad de canje (de títulos de deuda por acciones) son muy pocas y se mantienen estables a lo largo del periodo, tanto las recompras para entrega a directivos o empleados como las recompras para amortización de acciones crecen mucho, siendo estas últimas las que experimentan un gran crecimiento durante los últimos años del periodo de estudio.

Número de anuncios anuales de programas de recompra de acciones según su finalidad

CUADRO 2

Año	Número total de anuncios	Amortización de las acciones	Entrega a directivos o empleados	Canje	Mixtos
2011	4	0	1	2	1
2012	1	1			
2013	4	1	2	1	
2014	4	3			1
2015	12	7	5		
2016	16	5	9	2	
2017	12	7	4	1	
2018	20	12	5	3	
2019	19	12	7		
2020	29	15	13	1	
2021	41	17	22	2	
2022	48	30	14	1	3
Total	211	110	82	13	5

Fuente: Elaboración propia.

En el cuadro 3 se observa que, con respecto a las recompras para entrega a directivos o empleados, las que tienen por finalidad la amortización de capital tienen de media una mayor duración (199 frente a 141 días) y un mayor porcentaje de capital máximo a comprar (3,77 % frente a 0,67 %). El cuadro 4 presenta el listado de las empresas que anunciaron recompras con finalidad de amortización o con finalidad de entrega a directivos o empleados, indicando el número de veces que lo hicieron durante el periodo. El total de empresas en la muestra es de 157 y 62 realizaron al menos 1 operación de recompra (39 % de las empresas de la muestra). Hubo 40 empresas que realizaron al menos 1 recompra para amortización de acciones (25 % de empresas de la muestra) y 37 que anunciaron al menos 1 recompra para cumplir con planes de remuneración (23 % de las empresas).

Características de los programas de recompra de acciones según su finalidad (2011-2022)

CUADRO 3

Finalidad de la recompra	Número total de anuncios	Número de empresas	Prórrogas, Número de renovaciones y noticias simultáneas		Duración del periodo de recompra				% de capital máximo a adquirir			
			ampliaciones	anuncios sin	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.
Amortización de las acciones	111	40	21	41	199	162,1	20	878	3,77	2,9	0,04	17
Entrega a directivos o empleados	82	37	12	48	141	336,9	5	2.470	0,67	1,3	0,01	9,8
Canje	13	9	0	9	120	111,1	15	363	4,0	9,7	0,09	36,3
Mixtos	5	5	0	2	279	180,3	152	407	4,96	3,8	0,46	10,0
Total	211	91	33	100	173	245,3	5	2.470	2,63	3,7	0,01	36,3

Fuente: Elaboración propia.

Empresas con anuncios de planes de recompra de acciones según finalidad (2011-2022)

CUADRO 4

Empresa	N.º anuncios de amortización	Suma % acciones máximo	Empresa	N.º anuncios de entrega	Suma % acciones máximo
IBERDROLA	10	8,9	LOGISTA	9	1,7
FERROVIAL	9	27,3	REIG JOFRE	7	1,2
ERCROS	7	36,5	AMADEUS	5	0,4
MEDIASET	7	33,3	FLUIDRA	5	2,2
REPSOL	7	20,7	ENDESA	4	0,1
ACS	6	19,5	INDRA	4	2,0
BBVA	4	26,9	AXIARE	3	4,8
MIQUEL COSTAS	4	8,3	ENAGÁS	3	0,5
NEINOR HOMES	4	5,9	COLONIAL	3	4,4
ACERINOX	3	10,0	IAG	3	1,6
BANCO SANTANDER	3	21,9	NH HOTEL GROUP	3	0,1
LAR ESPAÑA	3	13,3	ARIMA	2	4,4
TALGO	3	19,9	CELLNEX TELECOM	2	0,1
VIDRALA	3	3,0	DIA	2	2,2
AMADEUS	2	8,5	FERROVIAL	2	0,5
APPLUS SERVICES	2	10,0	GREENERGY	2	1,7
CIE AUTOMOTIVE	2	10,0	INDITEX	2	0,2
ENCE	2	6,6	NATURGY	2	0,1
FCC	2	0,9	RENTA CORPORACIÓN	2	1,2
GLOBAL DOM. ACCESS	2	10,0	ATRESMEDIA	1	0,4
IAG	2	17,9	EDREAMS ODIGEO	1	9,8
ROVI	2	4,0	ENCE	1	1,0
NATURGY	2	3,9	GLOBAL DOM. ACCESS	1	1,0
PROSEGUR CASH	2	4,5	IBERDROLA	1	0,1
PROSEGUR SEG.	2	20,0	INM. DEL SUR	1	0,5
TUBACEX	2	5,4	LÍNEA DIRECTA	1	0,1
ACCIONA	1	5,0	MÁSMÓVIL IBERCOM	1	0,8
AEDAS HOMES	1	4,4	METROVACESA	1	0,1
CAIXABANK	1	10,0	NEINOR HOMES	1	1,2
DIA	1	6,2	NICOLÁS CORREA	1	0,8
FLUIDRA	1	1,8	PHARMA MAR	1	2,2
INM. DEL SUR	1	1,5	PRISA	1	0,1
LIBERBANK	1	2,0	PROSEGUR CASH	1	0,9
MELIÁ HOTELS	1	3,7	PROSEGUR SEG.	1	0,7
OHL	1	3,0	SOLTEC	1	0,5
PHARMA MAR	1	0,8	TELEPIZZA GROUP	1	3,4
PRIM	1	1,4	TUBACEX	1	0,1
SOLARIA	1	10,0			
UNICAJA BANCO	1	5,0			
VOCENTO	1	3,0			

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro 4 presenta el listado de las empresas que anunciaron recompras con finalidad de amortización o con finalidad de entrega a directivos o empleados, indicando el número de veces que lo hicieron durante el periodo. El total de empresas en la muestra es de 157 y 62 realizaron al menos 1 operación de recompra (39 % de las empresas de la muestra). Hubo 40 empresas que realizaron al menos 1 recompra para amortización de acciones (25 % de empresas de la muestra) y 37 que anunciaron al menos 1 recompra para cumplir con planes de remuneración (23 % de las empresas).

Tal como se ha tratado en la sección 2, una de las posibles causas de estos rendimientos anormales positivos alrededor de los anuncios de recompras es la habilidad de los gestores para anticiparse al mercado, o efecto *market timing*. Es decir, se compra porque se entiende que es barato, independientemente del uso que se les vaya a dar a esas acciones (que en la muestra estudiada se reparte casi igual entre amortización de acciones y entrega a empleados). Para poder investigar esta hipótesis, es necesario identificar las empresas que tienen una alta probabilidad de estar infravaloradas en un determinado momento. Siguiendo a Peyer y Vermaelen (2009), se construye un índice de infravaloración clasificando las observaciones empresa-día en terciles según cuál haya sido su rentabilidad bruta en los últimos seis meses y cuáles sean su capitalización y su ratio valor de mercado sobre valor en libros. El índice toma valores entre 0 y 6, siendo los valores más altos los correspondientes a empresas pequeñas que han obtenido bajos rendimientos en los meses previos al anuncio y tienen un bajo valor de mercado sobre valor en libros, entendiendo que estas empresas tienen más probabilidades de estar infravaloradas.

El cuadro 5 muestra los valores medios de estas variables y el índice de infravaloración para las observaciones de la muestra en conjunto y, específicamente, para los días en los que se produce algún anuncio de recompra, separando los valores de las empresas que realizan anuncios de las que no los realizan y considerando la finalidad de la recompra. Se incluyen también los valores de la ratio de pago de dividendos y del endeudamiento, que se espera reduzcan la probabilidad de que se produzca una recompra.

Se puede observar que los días sin anuncios son muy parecidos a los días con anuncios, salvo en la capitalización media, que es mayor en los días con anuncios, lo que es coherente con el hecho de que las recompras aumentan a lo largo de los años y la capitalización lo hace paralelamente. Atendiendo a los días con anuncios, se observa que, tal como podría esperarse, las empresas que realizan recompras están menos endeudadas y tienen una ratio de pago de dividendos más baja que las que no las realizan. Por lo que respecta a las medidas de infravaloración, lo que se observa es que las empresas que realizan recompras parecen estar menos infravaloradas de media que las que no las realizan. Sin embargo, conviene recordar que lo importante no es tanto la infravaloración, sino la percepción que tengan los gestores de la diferencia entre el valor de mercado y su estimación de valor. En todo caso, será necesario investigar la infravaloración en el análisis de regresión como posible variable explicativa de los rendimientos anormales.

Variable	Media	Desv. est.	Mín.	Máx.	Todas	Media de los días con anuncios			
						Empresas que no anuncian	Empresas que sí anuncian	Empresas que anuncian amortización	Empresas que anuncian entregas
Ratio de pago de dividendos	25,51	43,03	0	100	25,98	26,09	14,01	8,79	24,88
Ratio de endeudamiento	0,27	0,19	0	1,13	0,28	0,28	0,25	0,24	0,28
Capitalización	4,84E+09	1,22E+10	4.496.000	1,14E+11	5,06E+09	5,02E+09	9,70E+09	1,18E+10	7,99E+09
Market-to-book	2,48	13,39	-352,62	269,37	2,41	2,39	3,39	3,01	4,82
Rentabilidad bruta últimos 6 meses	1,03	0,36	0,03	15,05	1,03	1,03	1,03	1,06	1,03
Índice de infravaloración	2,96	1,62	0	6	2,97	2,97	2,42	2,49	2,29
Numero de observaciones	244.947				18.314	18.136	178	98	73

Fuente: Elaboración propia.

4 Metodología

El objetivo del estudio es estimar la reacción del mercado ante los anuncios de recompras de acciones. Es importante medir esta reacción tanto a corto plazo (en los días tras el anuncio) como a largo plazo (en los meses posteriores), ya que, si el mercado no es totalmente eficiente, ambas medidas podrían discrepar y, a corto plazo, podría haber tanto una sobrerreacción como una infrarreacción.

Para realizar esta estimación se calculan, en primer lugar, los rendimientos diarios de cada acción, siendo $R_{i,t}$ la rentabilidad diaria de la acción i el día t . Se intenta determinar si una rentabilidad es mayor o menor que la rentabilidad *normal* o esperada para ese día. Por lo tanto, la rentabilidad anormal (AR o *abnormal return*, utilizando la terminología anglosajona) se define como:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (1)$$

Después se calcula la rentabilidad anormal acumulada durante los días que van del anuncio al día t como la suma de los rendimientos anormales de todos esos días:

$$CAR_i(0, t) = \sum_{k=0}^{k=t} AR_{i,k} \quad (2)$$

Para el cálculo de la rentabilidad esperada se utilizan modelos diferentes si se está considerando el corto plazo o el largo plazo.

En el corto plazo, es muy improbable que las características de riesgo sistemático de los activos cambien de manera significativa. Por lo tanto, para el análisis a corto

plazo (es decir si t es un día cercano al día 0 o día del anuncio), se puede considerar *rentabilidad normal* la rentabilidad media diaria que ha tenido la acción en los días anteriores al anuncio; por ejemplo, entre los días -180 y -20. Entonces se calcula la rentabilidad esperada como sigue:

$$E(R_{i,t}) = \bar{R}_i = \frac{\sum_{d=-180}^{d=-20} R_{i,d}}{160} \quad (3)$$

Otra opción que se puede utilizar en el corto plazo y permite controlar por movimientos globales del mercado que puedan estar correlacionados con la decisión de recomprar es tomar como referencia normal la rentabilidad media del mercado. Esta rentabilidad de mercado puede tomarse como la rentabilidad del índice de mercado o calcularse como la media de la rentabilidad en ese día de todas las acciones de la muestra. En este último caso, si hay N empresas que cotizan en el mercado, la rentabilidad esperada se calcula como:

$$E(R_{i,t}) = R_{m,t} = \frac{\sum_{n=1}^{n=N} R_{n,t}}{N} \quad (4)$$

Para las estimaciones de rendimientos anormales a largo plazo, es preciso considerar el riesgo sistemático de la acción. Por lo tanto, en el modelo más básico, la rentabilidad esperada a largo plazo se calcula a partir del modelo CAPM de valoración de activos:

$$E(R_{i,t}) = R_f + \hat{\beta}_1(R_{m,t} - R_f) \quad (5)$$

donde R_f es la rentabilidad del activo libre de riesgo y $R_{m,t}$ es la rentabilidad del índice de mercado. También es posible aplicar un modelo de regresión factorial como, por ejemplo, el modelo de tres factores de Fama y French (1993):

$$E(R_{i,t}) = R_f + \hat{\beta}_1(R_{m,t} - R_f) + \hat{\beta}_2SMB_t + \hat{\beta}_3HML_t \quad (6)$$

En este último caso, el factor SMB_t (*small minus big*) es la diferencia en la rentabilidad de la cartera compuesta por las acciones de empresas pequeñas y la cartera de empresas grandes de este mercado durante el periodo t (1, 3 o 6 meses). Y HML_t (*high minus low*) es la diferencia en la rentabilidad de las carteras compuestas por las acciones de empresas con ratios de valor en libros altas y bajas sobre el valor de mercado. Si se está calculando la rentabilidad esperada a un mes vista, habrá que estimar las betas con una regresión por MCO que utilice una larga serie histórica de rendimientos y factores mensuales. Además, en este caso se utilizarán como factores de riesgo los factores regionales a nivel europeo de Fama y French (2012⁴).

4 Fama y French (2012) argumentan que los modelos factoriales con factores construidos para varios países deben usarse solo cuando existe suficiente integración económica. Para la construcción de los factores europeos, Fama y French utilizan los datos de Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Irlanda, Noruega, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza. Por lo tanto, en el caso de España, el grado de integración con los países utilizados para la construcción de los factores europeos es alto, aunque no homogéneo. Por otra parte, el empleo de factores específicos para España sería muy problemático, pues los factores estarían construidos con un número muy pequeño de acciones en cada cartera. Por lo tanto, el uso de los factores europeos parece la opción más razonable.

5 Resultados

5.1 Rendimientos anormales a corto plazo tras los anuncios de recompra

Se comienza observando la reacción del mercado a los anuncios de recompra a corto plazo, es decir, en los días más cercanos al anuncio, y se realizan dos análisis. En primer lugar, se investiga si los anuncios de recompras son considerados *buenas noticias* por parte de los inversores midiendo los rendimientos anormales alrededor del día del anuncio. En segundo lugar, se estudia en qué medida las características particulares del anuncio y la empresa que lo realiza determinan la reacción del mercado al anuncio. En concreto, se estudia en la sección cruzada la relación entre los rendimientos anormales tras el anuncio y los determinantes propuestos en la literatura. Estos determinantes se dividen en dos grupos. En el primer grupo se incluyen características de la empresa que realiza el anuncio: ratio de pago de dividendos, endeudamiento e índice de infravaloración. En el segundo grupo, las características propias del anuncio: objetivo de la recompra, porcentaje máximo de acciones a comprar, existencia o no de otras noticias alrededor de la recompra y un indicador en caso de que la recompra sea continuación de una anterior.

El cuadro 6 muestra los rendimientos anormales acumulados (CAR) para ventanas de 2 días (0,+1), 3 días (0,+2) y 4 días (0,+3) tras el anuncio (día 0). Las tres primeras columnas muestran los resultados tomando como rentabilidad normal de referencia la rentabilidad media del mercado del mismo día de la ventana. Las tres siguientes utilizan como referencia la rentabilidad media de las acciones de cada empresa en la ventana (-180, -20)⁵. El panel A utiliza todos los anuncios de recompras, mientras que el B incluye solo aquellos anuncios para los que no se encontraron otras noticias que pudiesen tener impacto sobre los precios en los días alrededor del anuncio. Esto da una estimación más precisa, pero, como el número de observaciones cae a la mitad, se pierde poder explicativo. Como puede verse fijándose en el modelo de media de mercado, si se consideran todos los anuncios y todos los objetivos, la rentabilidad anormal acumulada media es del 0,53 % para la ventana (0,+1), el 1,19 % para la ventana (0,+2) y el 1,68 % para la ventana (0,+3). Estas medias son todas positivas y significativas tanto en términos estadísticos como en términos económicos y de valor similar al que encuentran Manconi, Peyer y Vermaelen (2019) para una muestra de recompras de 31 países diferentes (excluyendo EE. UU.) durante el periodo 1998-2010. Sin embargo, son menores que las observadas en los estudios que se han realizado en EE. UU. que encuentran valores alrededor del 3-4 % (Peyer y Vermaelen, 2009).

Es interesante también destacar que la desviación típica es alta. Tomando los CAR (0,+3) del modelo de media de mercado y considerando todos los anuncios y todos los objetivos, la desviación típica de la rentabilidad anormal acumulada es del 8,6 %, estando el 25 % de las recompras por debajo del -1,8 % y el 25 %, por encima del 3,5 %. El 10 % con menores CAR está por debajo del -4 % y el 10 % con mayores CAR, por encima del 7 %.

5 Aunque no se reportan aquí, los resultados, disponibles bajo petición, son similares cuando se utiliza el modelo CAPM y el modelo de tres factores para medir los rendimientos anormales a corto plazo.

5.2 Determinantes de los rendimientos anormales a corto plazo en la sección cruzada

En el análisis previo se han analizado los rendimientos anormales medios del conjunto de empresas que realizan anuncios de recompras. Sin embargo, la reacción del mercado a los anuncios no es homogénea y depende de las características del anuncio y de la empresa que lo realiza. Para identificar estas diferencias en la reacción del mercado, debe realizarse un análisis de sección cruzada de los CAR obtenidos por las diferentes empresas.

Como el número de observaciones (anuncios) no permite llevar a cabo un análisis de regresión robusto, se realiza un test de diferencias de medias. Para ello se toman los valores medios de las variables de interés y se calculan los valores medios de los CAR (0,+3) para las observaciones por encima y por debajo de la media. En el caso de variables categóricas (0/1), se estudia la diferencia entre las observaciones que toman los valores 1 y 0. Después se calcula la diferencia y se realiza un test *t* de diferencia de medias. Los resultados se muestran en el cuadro 7⁶.

Comenzando con las características del anuncio, un primer resultado interesante, precisamente por no ser significativo, es que no parece haber diferencias importantes en los CAR de los anuncios que coinciden con otras noticias relevantes sobre la empresa y los que no. Por lo que respecta al resto de características del anuncio, el primer anuncio que realiza una empresa obtiene mayores rendimientos que los posteriores, seguramente por ser más inesperado y porque, al resultar más novedoso, el mercado le presta más atención. En cambio, aunque la media de los CAR es menor cuando el anuncio es de continuación de un plan ya existente, la diferencia no es significativa, pero esto podría deberse al reducido número de casos. Sí es significativa y positiva la diferencia de rendimientos entre empresas que anuncian porcentajes máximos de recompra mayores y menores. En cambio, una mayor duración del periodo de recompra parece corresponder con menores rendimientos anormales, aunque, de nuevo, la diferencia no es significativa. Este efecto del porcentaje y el plazo de recompra podría estar relacionado con ofrecer mayor liquidez al valor y más presión compradora cuanto más y más rápido se recompre, tal como se mencionaba en el epígrafe 2.2.c. Pero también iría en línea con el mayor compromiso que supone comprar una cantidad más elevada y, por lo tanto, con las teorías de señalización, de costes de agencia e incluso de *market timing* y señalización.

6 En el cuadro 7 solo se muestran los resultados del test de diferencia de medias para los CAR (0,+3). En análisis de robustez, se realizaron también estimaciones para las diferencias entre los terciles primero y tercero y entre los cuartiles primero y cuarto y se estudiaron así mismo las rentabilidades anormales para otros periodos, utilizando CAR (0,+1) y CAR (0,+2). Los resultados, disponibles bajo petición, son similares en todos los casos a los aquí presentados.

**Rendimientos anormales acumulados a corto plazo
tras los anuncios de recompras**

CUADRO 6

	Núm.	Rend. anormal respecto a rentabilidad media de mercado			Rend. anormal respecto a rentabilidad media de la empresa de (-180 a -20)		
		CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR
		(0,+1)	(0,+2)	(0,+3)	(0,+1)	(0,+2)	(0,+3)
A. Anuncios con otras noticias simultaneas							
Todos los objetivos	190	0,0053**	0,0119***	0,0168***	0,0050**	0,0115***	0,0162***
		(2,28)	(4,16)	(5,01)	(2,17)	(4,03)	(4,88)
Amortización de las acciones	107	0,0065**	0,0071**	0,0125***	0,0061**	0,0066*	0,0118***
		(2,34)	(2,11)	(3,18)	(2,22)	(1,95)	(3,01)
Entrega a directivos o empleados	69	0,0072*	0,0089*	0,0136**	0,0064	0,0078	0,0123**
		(1,73)	(1,78)	(2,31)	(1,57)	(1,57)	(2,11)
Canje	12	-0,013	0,0760***	0,0763***	-0,0106	0,0810***	0,0830***
		(-1,0)	(4,63)	(4,02)	(-0,80)	(5,017)	(4,447)
Otros	2	0,0000	-0,012	-0,008	-0,0039	-0,017	-0,015
		(0,00)	(-0,3)	(-0,19)	(-0,10)	(-0,47)	(-0,34)
B. Anuncios sin otras noticias simultáneas							
Todos los objetivos	89	0,0098***	0,0091**	0,01454**	0,0090***	0,0077*	0,0129***
		(3,00)	(2,26)	(3,10)	(2,77)	(1,95)	(2,77)
Amortización de las acciones	39	0,0109**	0,0068	0,0123*	0,0111**	0,0071	0,0127**
		(2,45)	(1,25)	(1,91)	(2,51)	(1,32)	(1,99)
Entrega a directivos o empleados	40	0,0113**	0,0134**	0,0204***	0,0095*	0,0107	0,0171**
		(2,06)	(1,99)	(2,62)	(1,75)	(1,60)	(2,23)
Canje	9	-0,001	0,0014	0,0002	-0,001	0,0009	-0,000
		(-0,1)	(0,16)	(0,02)	(-0,19)	(0,112)	(-0,03)
Otros	1	0,0109	-0,006	-0,006	-0,000	-0,023	-0,029
		(0,84)	(0,92)	(0,93)	(-0,00)	(-0,35)	(-0,38)

Fuente: Elaboración propia. Estadístico *t* entre paréntesis. Los asteriscos indican significatividad al 10 % (*), al 5 % (**) o al 1 % (***).

	Media de CAR (0,+3) respecto a rentabilidad media de la empresa					Media de CAR (0,+3) respecto a rentabilidad media mercado					
	N.º de anuncios	Por encima de la mediana	Por debajo de la mediana	Diferencia	Estadístico t	Grados de libertad	Por encima de la mediana	Por debajo de la mediana	Diferencia	Estadístico t	Grados de libertad
Otras noticias simultáneas	188	0,0195	0,0125	0,007	-0,555	186	0,0195	0,0147	0,0048	-0,4065	186
Primer anuncio de recompra	188	0,0298	0,0104	0,0194*	-1,413	186	0,0309	0,0114	0,0195*	-1,5091*	186
Continuación de programa anterior	188	0,0075	0,0178	-0,0103	0,5997	186	0,0097	0,0187	-0,0089	0,5513	186
Porcentaje de capital máximo a adquirir	185	0,0229	0,0087	0,0142*	-1,1101	183	0,0237	0,0099	0,0138*	-1,1501*	183
Duración del periodo de recompra	143	0,0099	0,0216	-0,0117	0,7236	141	0,0124	0,0223	-0,01	0,6583	141
Ratio pago de dividendos	166	0,0102	0,0112	-0,0011	0,1278	164	0,0127	0,0108	0,0019	-0,2355	164
Ratio endeudamiento	165	0,0138	0,0077	0,0061	-0,7342	163	0,0137	0,0101	0,0036	-0,4434	163
Índice de infravaloración	158	0,006	0,014	-0,008	0,8752	156	0,0047	0,0156	-0,0109	1,2148	156
Rentabilidad bruta últimos 6 meses	180	-0,001	0,0361	-0,0371***	2,8911	178	0,0052	0,0309	-0,0257**	2,1121**	178
Market-to-book	166	0,019	0,0016	0,0174**	-2,1371	164	0,0205	0,0023	0,0182**	-2,2731**	164
Capitalización	188	0,0084	0,0251	-0,0167*	1,3297	186	0,01	0,0255	-0,0155*	1,3062*	186

Fuente: Elaboración propia. Estadístico t entre paréntesis. Los asteriscos indican significatividad al 10 % (*), al 5 % (**) o al 1 % (***).

Al analizar las características de la empresa que realiza el anuncio, no hay diferencias significativas ni por lo que respecta a la ratio de pago de dividendos ni en cuanto al endeudamiento ni con relación al índice de infravaloración. Sin embargo, cuando se descompone este índice en sus tres componentes (rentabilidad, ratio valor de mercado-valor en libros y tamaño), sí hay diferencias importantes. En concreto, los resultados para la rentabilidad y el tamaño van en la dirección esperada: las empresas que han obtenido peores rendimientos durante los últimos seis meses o las de menor tamaño obtienen tras el anuncio rendimientos anormales más altos. Esto es coherente con la idea de que estas empresas podrían estar infravaloradas y el anuncio sirve como una llamada de atención para el mercado. Sin embargo, la ratio valor de mercado sobre valor en libros va en la dirección contraria a lo que predicen Peyer y Vermaelen (2009). Estos autores argumentan que las empresas con altos niveles de valor de mercado sobre valor en libros, que se interpreta como un indicador de altas perspectivas de crecimiento (*growth firms*), tienen más probabilidades de estar infravaloradas que las empresas con bajos valores de mercado respecto a valor en libros (*value firms*). No obstante, para la muestra estudiada, las empresas con mejores perspectivas de crecimiento son también aquellas cuyos anuncios son recibidos más positivamente por el mercado. Esto explica por qué el

índice de infravaloración, que combina las tres medidas anteriores, no es significativo. Las razones de este dispar resultado no parecen claras, pero podrían deberse a la composición sectorial de la muestra con un peso importante del sector bancario, con malas perspectivas de crecimiento durante el periodo estudiado.

5.3 Rendimientos anormales a largo plazo tras los anuncios de recompra

En este epígrafe se estudian los rendimientos anormales a largo plazo tras los anuncios de recompra. La mayoría de las explicaciones sobre las recompras y la reacción del mercado a estas tiene que ver con la información que los anuncios trasladan al mercado. Por lo tanto, si el mercado es eficiente, la reacción debería ocurrir a corto plazo y no debería haber rendimientos anormales a largo plazo.

De hecho, aunque los primeros estudios que se realizaron en EE. UU. encontraban rendimientos anormales significativos y elevados hasta en periodos de 48 meses (Ikenberry, Lakonishok y Vermaelen, 1995), los estudios más recientes encuentran que estos rendimientos anormales a largo plazo son mucho menores o incluso han desaparecido (Fu y Huang, 2016). Los estudios realizados para países europeos tampoco observan rendimientos significativos a largo plazo (Manconi, Peyer y Vermaelen, 2019).

Como se ha explicado en la sección sobre metodología, para el cálculo de los rendimientos anormales a largo plazo se utilizan modelos que tienen en cuenta el riesgo de mercado en el cálculo de los rendimientos normales o esperados. El cuadro 8 muestra los resultados obtenidos para el modelo CAPM y el modelo de tres factores de Fama y French para horizontes de 1 mes, 3 meses, 6 meses y 1 año. Las características de la muestra empleada, con la mayoría de las observaciones concentradas en el último año, impiden ampliar el análisis más allá de 12 meses, ya que se perdería casi el 50 % de las observaciones.

Se observa claramente que, independientemente del modelo empleado y del horizonte considerado, no se encuentran rendimientos anormales significativos a largo plazo.

	N.º	Rend. anormal respecto a CAPM				Rend. anormal respecto a FF3			
		CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR	CAR
		(0,+30)	(0,+90)	(0,+180)	(0,+365)	(0,+30)	(0,+90)	(0,+180)	(0,+365)
Anuncios con otras noticias simultáneas									
Todos los objetivos	111	0,0059 (0,0842)	-0,0293 (-0,0494)	-0,0323 (-0,0135)	-0,0544 (-0,0056)	0,0051 (0,0885)	-0,0303 (-0,0574)	-0,042 (-0,0193)	-0,0359 (-0,0044)
Amortización de las acciones	60	0,0156 (0,1631)	-0,0144 (-0,0175)	-0,0522 (-0,0158)	-0,1287 (-0,0096)	0,0178 (0,2165)	0,0024 (0,0034)	-0,0271 (-0,0093)	-0,072 (-0,0057)
Entrega a directivos o empleados	41	0,0065 (0,0538)	-0,0583 (-0,0579)	-0,0473 (-0,0114)	-0,0946 (-0,0056)	0,0201 (0,2311)	-0,0503 (-0,053)	-0,0682 (-0,0178)	-0,0216 (-0,0019)
Canje	9	-0,0211 (-0,1285)	0,0928 (0,0742)	0,2653 (0,0533)	0,6334 (0,0311)	-0,0898 (-0,5402)	-0,0269 (-0,0232)	0,1187 (0,0249)	0,1439 (0,007)
Otros	1	-0,3778 (-0,2845)	-0,8922 (-0,0947)	-1,2539 (-0,0345)	-0,7521 (-0,0063)	-0,5757 (-0,4541)	-1,268 (-0,1831)	-1,2542 (-0,051)	-0,0754 (-0,0009)
Anuncios sin otras noticias simultáneas									
Todos los objetivos	59	0,0036 (0,0316)	-0,0599 (-0,066)	-0,1028 (-0,0273)	-0,2578 (-0,0169)	0,0018 (0,0218)	-0,0578 (-0,0721)	-0,0926 (-0,0269)	-0,0819 (-0,0071)
Amortización de las acciones	22	0,028 (0,1506)	-0,0243 (-0,0154)	-0,0519 (-0,0081)	-0,027 (-0,001)	0,0199 (0,1339)	0,0068 (0,0055)	0,0277 (0,005)	0,1066 (0,0046)
Entrega a directivos o empleados	26	-0,0009 (-0,0051)	-0,0701 (-0,0516)	-0,1173 (-0,0202)	-0,4783 (-0,0202)	0,0195 (0,1802)	-0,0714 (-0,0535)	-0,1472 (-0,0273)	-0,2019 (-0,0143)
Canje	8	-0,0059 (-0,0335)	-0,0288 (-0,021)	-0,0676 (-0,0123)	-0,1336 (-0,006)	-0,0382 (-0,2045)	-0,0575 (-0,0451)	-0,096 (-0,0182)	-0,2202 (-0,0099)
Otros	1	-0,3778 (-0,2845)	-0,8922 (-0,0947)	-1,2539 (-0,0345)	-0,7521 (-0,0063)	-0,5757 (-0,4541)	-1,268 (-0,1831)	-1,2542 (-0,051)	-0,0754 (-0,0009)

Fuente: Elaboración propia. Estadístico t entre paréntesis. Los asteriscos indican significatividad al 10 % (*), al 5 % (**) o al 1 % (***).

Una posible explicación de este resultado, que es congruente con la falta de resultados para Europa y la reducción de los resultados positivos para EE. UU. en años recientes, sería un incremento en la eficiencia del mercado. Otra explicación tiene que ver con la probabilidad de que la empresa sea absorbida. Billett y Hui (2007) encuentran que las empresas con más probabilidades de sufrir una opa hostil son las que tienen mayor probabilidad de realizar una recompra con el objetivo de detener la opa, ya que, teóricamente, la recompra permite a los accionistas descontentos vender antes de que se produzca la operación de control (Bagwell, 1991) y, además, reduce los problemas de agencia causados por flujos de caja libres que pueden desembocar en una opa hostil (Hirshleifer y Thakor, 1994). Sin embargo, si tras la recompra la probabilidad de una opa permanece alta (al menos para algunas empresas), esto provocará rendimientos anormales positivos a largo plazo tras los anuncios de recompra (Bargeron *et al.*, 2017). El hecho de que las operaciones de

opas hostiles se hayan reducido en EE. UU. a lo largo del tiempo, y sean mucho menos probables en Europa, explicaría el patrón observado para los rendimientos anormales a largo plazo.

6 Conclusiones

En este trabajo se ha estudiado la reacción del mercado español a los anuncios de recompras de acciones entre 2011 y 2022, periodo durante el cual se ha producido un gran crecimiento del número de recompras tanto con el fin de amortizar acciones como para remunerar a directivos y empleados.

Los resultados muestran que los anuncios de recompras son recibidos como noticias positivas por los inversores, obteniéndose rendimientos anormales de alrededor del 1 % de media en los días posteriores al anuncio. Sin embargo, no parece haber impacto medio significativo sobre el valor de la acción a largo plazo. Estos resultados son independientes del propósito de la operación de recompra y similares a los observados en otros mercados europeos.

Por otra parte, la reacción del mercado no es homogénea y hay mucha varianza de unos anuncios a otros. Se observan diferencias importantes en la reacción a corto plazo en función de las características de la recompra. En particular, la reacción es mayor cuanto más alto es el porcentaje máximo que se comprará y cuando no ha habido programas previos de recompra. También influyen las características de la empresa; en particular, las empresas pequeñas y las que muestran rentabilidades bajas comparadas con el mercado son las que obtienen mayores rendimientos anormales tras el anuncio de recompra. También se observan rendimientos más altos para las empresas de crecimiento frente a las de valor.

La interpretación de los resultados requiere prudencia dado que, aunque se observe un resultado positivo del 1 % de media ante el anuncio de recompra a corto plazo, no se puede saber cuál hubiese sido la evolución del precio en ausencia de dicho anuncio. Una posible explicación, congruente con la literatura al respecto, apuntaría a un proceso tal que: i) los gestores encuentran interesante recomprar acciones cuando su valoración es superior al precio de mercado y ii) los inversores actualizan la valoración que ellos realizan al observar la decisión de recompra de los gestores. También es posible otra explicación complementaria, que apuntaría a la mejora de la liquidez tras la recompra. En todo caso, los efectos medios son pequeños. Y, por lo que respecta al largo plazo, la ausencia de rentabilidades anormales puede interpretarse como evidencia de un mercado eficiente que incorpora rápidamente la nueva información. Finalmente, dado que el impacto se da a corto plazo y es reducido, pero positivo, no parece que los inversores crean que las recompras destruyen valor ni que ocasionan unos niveles de infrainversión significativos.

Referencias

- Allen, F. y Michaely, R. (2003). «Payout policy». En: G.M. Constantinides, M. Harris y R. Stulz (eds.). *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier, North-Holland, pp. 337-429.
- Almeida, H., Fos, V. y Kronlund, M. (2016). «The real effects of share repurchases». *Journal of Financial Economics*, vol. 119, n.º 1, pp. 168-185.
- Alzahrani, M. y Lasfer, M. (2012). «Investor protection, taxation, and dividends». *Journal of Corporate Finance*, n.º 18, pp. 745-762.
- Babenko, I., Tserlukevich, Y. y Wan, P. (2020). «Is market timing good for shareholders?» *Management Science*, n.º 66, pp. 3.542-3.560.
- Bagwell, L.S. (1991). «Share Repurchase and Takeover Deterrence». *The RAND Journal of Economics*, vol. 22, n.º 1, pp. 72-88.
- Bargeron, L., Bonaimé, A.A. , Docimo, W., Feng, M. y Thomas, S. (2022). *Voluntary disclosures regarding open market repurchase programs*. Documento de trabajo. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2486843>
- Bargeron, L. y Bonaimé, A. (2020). «Why do firms disagree with short sellers? Managerial myopia versus private information». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 55, pp. 2.431-2.465.
- Bargeron, L., Bonaimé, A. y Thomas, S. (2017). «The timing and source of long-run returns following repurchases». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 52, n.º 2, pp. 491-517.
- Ben-Rephael, A., Oded, J. y Wohl, A. (2014). «Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence from actual stock repurchase disclosures». *Review of Finance*, n.º 18, pp. 1.299-1.340.
- Bhattacharya, U. y Jacobsen, S.E. (2016). «The share repurchase announcement puzzle: Theory and evidence». *Review of Finance*, n.º 20, pp. 725-758.
- Billet, M.T. y Xue, H. (2007). «The takeover deterrent effect of open market share repurchases». *The Journal of Finance*, n.º 62, pp. 1.827-1.850.
- Bonaimé, A.A., Hankins, K.W. y Harford, J. (2014). «Financial flexibility, risk management, and payout choice». *Review of Financial Studies*, n.º 27, pp. 1.074-1.101.
- Bonaimé, A., Kahle, K., Moore, D. y Nemani, A. (2020). «Employee compensation still impacts payout policy». *Critical Finance Review*. [De próxima publicación]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3180292>
- Bonaimé, A. y Kahle, K. (2022). *Share Repurchases. Handbook of Corporate Finance*. [De próxima publicación]. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4074962>

- Boudry, W.I., Kallberg, J.G. y Liu, C.H. (2013). «Investment opportunities and share repurchases». *Journal of Corporate Finance*, n.º 23, pp. 23-38
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R. y Michaely, R. (2005). «Payout policy in the 21st century». *Journal of Financial Economics*, n.º 77, pp. 483-527.
- Chen, S. y Wang, Y. (2012). «Financial constraints and share repurchases». *Journal of Financial Economics*, n.º 105, pp. 311-331.
- Comment, R. y Jarrell, G.A. (1991). «The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases». *Journal of Finance*, n.º 46, pp. 1.243-1.271.
- Dann, L.Y. (1981). *The effect of common stock repurchase on securityholder returns*. Tesis doctoral, University of California, Los Ángeles.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., Khurshed, A. y Simkovic, M. (2012). «The effects of ownership and stock liquidity on the timing of repurchase transactions». *Journal of Corporate Finance*, n.º 18, pp. 1.023-1.050.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. y Skinner, D.J. (2009). «Corporate payout policy». *Foundations and Trends(R) in Finance*, vol. 3, n.º 2-3, pp. 95-287.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. y Skinner, D.J. (2004). «Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings». *Journal of Financial Economics*, n.º 72, pp. 425-456.
- Dittmar, A.K. (2000). «Why do firms repurchase stock?». *Journal of Business*, n.º 73, pp. 331-355.
- Dittmar, A. y Field, L.C. (2015). «Can managers time the market? Evidence using repurchase price data». *Journal of Financial Economics*, n.º 115, pp. 261-282.
- Eberhart, A.C., Maxwell, W.F. y Siddique, A.R. (2004). «An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases». *The Journal of Finance*, vol. 59, n.º 2, pp. 623-650.
- Edmans, A., Fang, V.W. y Huang, A. (2022). «The long-term consequences of short-term incentives». *Journal of Accounting Research*, n.º 60, pp. 1.007-1.046.
- Fama, E.F. y French, K.R. (1993). «Common risk factors in the returns on stocks and bonds». *Journal of Financial Economics*, n.º 33, pp. 3-56.
- Fama, E.F. y French, K.R. (2012). «Size, value, and momentum in international stock returns». *Journal of Financial Economics*, vol. 105, n.º 3, pp. 457-472.
- Farre-Mensa, J., Michaely, R. y Schmalz, M.C. (2014). «Payout Policy». *Annual Review of Financial Economics*, n.º 6, pp. 75-134.

- Farre-Mensa, J., Michaely, R. y Schmalz, M.C. (2023). *Financing payouts*. Documento de trabajo. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2535675>
- Fried, J.M. y Wang, C.C.Y. (2019). «Short-termism and capital flows». *Review of Corporate Finance Studies*, n.º 8, pp. 207-233.
- Fu, F. y Huang, S. (2016). «The persistence of long-run abnormal returns following stock repurchases and offerings». *Management Science*, n.º 62, pp. 964-984.
- Grullon, G. e Ikenberry, D. (2000). «What Do We Know about Stock Repurchases». *Journal of Applied Corporate Finance*, n.º 13, pp. 31-51.
- Grullon, G. y Michaely, R. (2002). «Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis». *Journal of Finance*, n.º 57, pp. 1.649-1.684.
- Grullon, G. y Michaely, R. (2004). «The information content of share repurchase programs». *Journal of Finance*, n.º 59, pp. 651-680.
- Hirshleifer, D. y Thakor, A.V. (1994). «Managerial performance, boards of directors and takeover bidding». *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, n.º 1, pp. 63-90.
- Hoberg, G., Phillips, G. y Prabhala, N. (2014). «Product market threats, payouts, and financial flexibility». *Journal of Finance*, n.º 69, pp. 293-324.
- Hong, H., Wang, J. y Yu, J. (2008). «Firms as buyers of last resort». *Journal of Financial Economics*, n.º 88, pp. 119-145.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. y Vermaelen, T. (1995). «Market underreaction to open market share repurchases». *Journal of Financial Economics*, n.º 39, pp. 181-208.
- Jagannathan, M., Stephens, C.P. y Weisbach, M.S. (2000). «Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases». *Journal of Financial Economics*, n.º 57, pp. 355-384.
- Jensen, M. (1986). «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers». *American Economic Review*, n.º 76, pp. 323-329.
- John, K., Knyazeva, A. y Knyazeva, D. (2011). «Does geography matter? Firm location and corporate payout policy». *Journal of Financial Economics*, n.º 101, pp. 533-551.
- Jordan, B.D., Liu, M.H. y Wu, Q. (2018). «Organizational form and corporate payout policy». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 53, pp. 789-813.
- Kahle, K.M. y Stulz, R.M. (2017). «Is the U.S. public corporation in trouble?». *Journal of Economic Perspectives*, n.º 31, pp. 67-88.
- Kahle, K.M. y Stulz, R.M. (2021). «Why are corporate payouts so high in the 2000s?». *Journal of Financial Economics*, n.º 142, pp. 1.359-1.380.

- Kahle, K.M. y Williams, R. (2018). *Dividend reductions, reinstatements, and substitution with repurchases*. Documento de trabajo. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2883689>
- Kumar, A. y Vergara-Alert, C. (2020). «The effect of financial flexibility on payout policy». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 55, pp. 263-289.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (2000). «Agency problems and dividend policies around the world». *Journal of Finance*, n.º 55, pp. 1-33.
- Lakonishok, J. y Vermaelen, T. (1990). «Anomalous price behavior around repurchase tender offers». *Journal of Finance*, vol. 45, n.º 2, pp. 455-477.
- Lazonick, W. (2014). «Profits without prosperity». *Harvard Business Review*. Septiembre.
- Lee, I., Park, Y. y Pearson, N.D. (2020). «Repurchases after being well known as good news». *Journal of Corporate Finance* 62. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101552>.
- Lie, E. (2005). «Operating performance following open market share repurchase announcements». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, n.º 3, pp. 411-436.
- Manconi, A., Peyer, U. y Vermaelen, T. (2019). «Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.º 54, pp. 1.899-1.935.
- Michaelis, R., Thaler, R.H. y Womack, K.L. (1995). «Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction and drift?». *Journal of Finance*, n.º 50, pp. 573-608.
- Miller, M.H. y Rock, K. (1985). «Dividend policy under information asymmetry». *Journal of Finance*, n.º 40, pp. 1.031-1.051.
- Moore, D. (2023). «Strategic repurchases and equity sales: Evidence from equity vesting schedules». *Journal of Banking and Finance*, n.º 146. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106717>.
- Obernberger, S. (2014). *The timing of actual share repurchases*. Documento de trabajo. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2434214>
- Peyer, U. y Vermaelen, T. (2009). «The nature and persistence of buyback anomalies». *Review of Financial Studies*, n.º 22, pp. 1.693-1.745.
- Roe, M.J. (2018). «Stock Market Short-Termism's Impact». *Pennsylvania Law Review*, n.º 167, pp. 71-92.
- Stephens, C.P. y Weisbach, M. (1998). «Actual share acquisitions in open-market repurchase programs». *Journal of Finance*, n.º 43, pp. 313-333.

Vermaelen, T. (2005). «Share repurchases». *Foundations and Trends in Finance*, vol. 1, n.º 3, pp. 171-268.

Vermaelen, T. (1981). «Common stock repurchases and market signaling: An empirical study». *Journal of Financial Economics*, n.º 9, pp. 139-183.

Mercados alternativos de renta fija: el mercado español MARF

Jesús González Redondo (*)

(*) Jesús González Redondo pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Índice

1	Introducción a los mercados alternativos	87
2	Principales características de los mercados alternativos de renta fija y mercados europeos de referencia	88
2.1	Ventajas e inconvenientes de emitir deuda en un mercado	89
2.2	Mercados alternativos de deuda en Europa	90
3	El caso español: el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	92
3.1	Características principales del MARF	93
3.2	Estructura del mercado	96
3.3	Incorporación de valores al MARF	96
3.4	Evolución de la actividad en el MARF desde su creación	98
3.5	Actividad de los emisores e inversores en el mercado	105
4	Características de las sociedades emisoras en el MARF	113
4.1	Tamaño	114
4.2	Presencia en un mercado bursátil, capitalización y actividad emisora en otros mercados	116
4.3	Sector de actividad	117
4.4	Origen y actividad internacional	119
5	Conclusiones y retos para el futuro	120
	Referencias bibliográficas	122

1 Introducción a los mercados alternativos

La mayoría de las empresas de gran tamaño, tanto en España como en otras jurisdicciones, cotiza en los principales mercados de valores y realiza emisiones de deuda con cierta frecuencia. Sin embargo, existe un número muy elevado de compañías de tamaño mucho más reducido, principalmente pequeñas y medianas empresas¹ (pymes), que, por su dimensión², tienen muchas dificultades para acceder a los mercados de capitales tanto para captar recursos en forma de capital como de deuda o simplemente no pueden hacerlo. Esta característica limita su acceso a las distintas fuentes de financiación y hace que dependan en gran medida de la financiación bancaria³, lo cual incrementa su vulnerabilidad financiera, sobre todo en momentos de caídas del crédito bancario, como sucedió en la crisis financiera de 2008, o de endurecimiento de las condiciones financieras, como en el momento actual. En estas situaciones la disponibilidad de crédito se vuelve aún más escasa y costosa, lo que dificulta aún más sus posibilidades de crecimiento a medio plazo.

Un artículo del *Boletín de la CNMV* correspondiente al tercer trimestre del año pasado se dedicó exclusivamente a los mercados alternativos de empresas en crecimiento, especificando el caso español BME Growth. En dicho artículo⁴ se describía ampliamente la naturaleza de las dificultades para el acceso a la financiación por parte de las empresas de tamaño mediano y pequeño y se aludía a la creación, durante los últimos años, de mercados de acciones y de renta fija alternativos a los tradicionales, orientados a este tipo de compañías.

Estos mercados están dirigidos específicamente a este tipo de compañías y por ello cuentan con unos procesos más simples y unos costes más reducidos, en un entorno de regulación más flexible. Se considera que su desarrollo es importante para

1 El tejido empresarial de las economías europeas y, en mayor medida, la española está formado por pymes. En la Unión Europea más del 99,5 % de las empresas son pymes que emplean en torno al 66 % de la fuerza laboral y que generan casi el 57 % del PIB; mientras que en el caso de España representan casi el 99,5 % de las empresas, producen más del 62 % del PIB y emplean a más de 6 de cada 10 trabajadores.

2 De acuerdo con la definición de *pyme* recogida en el anexo I del Reglamento (UE) n.º 651/2014 de la Comisión, de 17 de junio de 2014, las pymes son aquellas empresas que emplean a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocio no excede de 50 millones de euros o en las que el tamaño de balance no supera los 43 millones de euros. Asimismo, se subdividen en medianas (menos de 250 empleados y 50 millones de euros de volumen de negocio o 43 millones de euros de tamaño de balance), pequeñas (menos de 50 empleados y 10 millones de euros de volumen de negocio o tamaño de balance) y microempresas (menos de 10 empleados y 2 millones de euros de volumen de negocio o tamaño de balance).

3 Habitualmente la financiación que obtienen es por cantidades limitadas a corto y medio plazo e implica la aportación de garantías, que en muchos casos son personales.

4 Véase el artículo González Redondo, J. (2022). «Mercados alternativos de empresas en crecimiento y el caso español BME Growth», *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, pp. 77-117. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/Boletin_3T_22.pdf

favorecer el crecimiento económico de un país al ampliar las alternativas de financiación de sus empresas y favorecer una asignación más eficiente de los recursos.

En general, los primeros mercados alternativos fueron de acciones y posteriormente se desarrollaron los de deuda⁵, que son objeto de este artículo. El primer mercado específico de renta fija de este tipo en Europa fue creado en Noruega en 2005, cuando la bolsa de Oslo estableció el Oslo ABM⁶ y posteriormente la bolsa de Stuttgart y la italiana pusieron en marcha los suyos, BondM Market y ExtraMot Pro, respectivamente, como respuesta al fuerte descenso de la oferta de crédito en Europa. El primer mercado alternativo de este tipo en España surgió más tarde, en 2013, con la creación del MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) y posteriormente otros mercados europeos pusieron en marcha segmentos específicos para la negociación de deuda dentro de sus mercados alternativos. La puesta en marcha de este mercado fue particularmente relevante para España, pues la mayoría de las compañías son pymes, lo que implica una mayor dependencia de la financiación bancaria y condiciona la oferta de crédito.

Este trabajo supone una continuación del presentado el año pasado (centrado en los mercados de acciones) y extiende el análisis a los mercados alternativos de renta fija, poniendo especial énfasis en el Mercado Alternativo de Renta Fija español (MARF). Para ello se describe el funcionamiento del mercado, su estructura, la evolución de su actividad desde su creación en 2013 y el comportamiento de los valores en el mercado. También se describen las principales características de las empresas que emiten en el MARF, distinguiendo su tamaño, su sector y su presencia emisora en otros mercados, así como otras variables de interés. Finalmente se ofrecen unas conclusiones, además de algunas perspectivas sobre los retos a los que ha de hacer frente el mercado en los próximos años.

2 Principales características de los mercados alternativos de renta fija y mercados europeos de referencia

La mayor ventaja de los mercados alternativos es que permiten a las empresas de reducido tamaño acceder a los mercados de capitales y beneficiarse de sus capacidades para facilitar el acceso a la financiación, así como su mayor liquidez, además de ventajas en términos de visibilidad y profesionalización de las compañías. El acceso más sencillo a financiación puede permitir a las empresas crecer, desarrollar sus proyectos e, incluso, competir y expandirse internacionalmente. Este tipo de mercados facilita que empresas de menor tamaño puedan acceder a inversores institucionales que conocen de manera más estrecha las necesidades y los desafíos a los que se enfrentan dichas sociedades.

5 Anteriormente la bolsa de Londres había puesto en marcha en 1995 su mercado alternativo de renta variable, el Alternative Investment Market (AIM), y Euronext había seguido sus pasos con la creación en 2005 de Alternext.

6 A partir de 2013 pasó a denominarse Nordic ABM.

La experiencia ha demostrado que para las pequeñas compañías innovadoras, con un elevado componente tecnológico y alto crecimiento, es más fácil captar recursos en forma de capital que de deuda, debido a que prefieren dedicar sus recursos a priorizar su crecimiento en lugar de hacer frente al servicio de la deuda. En contraste, para todas las pymes cuyos negocios y crecimiento tienen un carácter más estable la deuda es la fuente ideal de recursos por su menor coste y porque facilita la financiación de su ciclo financiero. En este tipo de mercados esto es viable puesto que existe un conjunto de inversores que conocen ambas problemáticas y están dispuestos a asumir riesgos y aportar los recursos financieros necesarios para cada tipo de empresa, bien en forma de capital o de deuda, bien a cambio de obtener un rendimiento más elevado por el mayor riesgo asumido.

Asimismo, los mercados alternativos de deuda, además de constituir una alternativa de financiación para muchas empresas, también contribuyen al desarrollo de los mercados de capitales, al proporcionar una plataforma para la negociación de instrumentos de deuda que habitualmente no estaban cotizados en los mercados regulados tradicionales de renta fija.

2.1 Ventajas e inconvenientes de emitir deuda en un mercado

Gran parte de las ventajas e inconvenientes de participar en los mercados alternativos de renta fija son similares a los de hacerlo en los mercados alternativos de acciones (véase artículo referido en la introducción), por lo que no se entrará en detalle en ellos. Cabe recordar que algunas de las ventajas más importantes radican en el hecho de que: i) facilitan la expansión de la empresa, al dotarla de mayor reconocimiento, imagen de marca y visibilidad; ii) aumentan su transparencia y su comunicación; iii) favorecen la profesionalidad de la gestión y la incorporación de capital humano a la compañía; iv) facilitan el acceso a una base amplia de inversores institucionales⁷; v) se participa en mercados sencillos y flexibles que favorecen la liquidez de la compañía y, por último, vi) pueden contar con ventajas fiscales⁸.

En el caso particular de los mercados alternativos de renta fija, cabe resaltar que permiten la diversificación de las fuentes de financiación de la compañía, lo que reduce su grado de vulnerabilidad financiera, y también estas otras ventajas:

- i) Facilitan la inversión indirecta en empresas que se encuentran en etapas tempranas de su desarrollo y que, por tanto, no pueden cotizar en una bolsa y captar recursos en forma de capital.
- ii) Permiten a los inversores diversificar el riesgo de sus carteras con instrumentos de cierto riesgo, pero no cotizados en bolsa.

7 Los inversores pueden mejorar la diversificación de sus carteras e invertir en empresas o sectores que anteriormente no estaban representados en los mercados. Muchas de estas compañías no están cotizadas y los activos que emiten en los mercados alternativos son los únicos disponibles para los inversores.

8 Algunos países como Italia cuentan con incentivos fiscales para las emisiones de deuda realizadas por pymes.

Por su parte, los inconvenientes más relevantes, comunes a los de los mercados alternativos de acciones, son: i) el menor grado de liquidez del mercado, que puede desincentivar la inversión de algunos participantes⁹; ii) los costes derivados de las obligaciones administrativas¹⁰; iii) el hecho de que la supervisión y el control de estos mercados abarcan menos aspectos que los de los mercados tradicionales¹¹ y, finalmente, iv) la baja cobertura de las emisiones por parte de los analistas.

2.2 Mercados alternativos de deuda en Europa

Los mercados alternativos destinados específicamente a activos de renta fija, que surgieron sobre todo como consecuencia de la restricción de la oferta de crédito tras el estallido de la crisis financiera, han experimentado un crecimiento más limitado que los de acciones. En Europa se observa que su desarrollo presenta un importante grado de fragmentación como consecuencia, sobre todo, de las diferencias en el tamaño de los emisores, si bien otros factores han jugado un papel importante. Entre ellos destacan los distintos regímenes regulatorios existentes en los diferentes países y los diversos grados de madurez alcanzados por los mercados de deuda pública respectivos.

Los mercados alternativos de renta fija europeos más relevantes, exceptuando el español MARF, del que se ocuparán los epígrafes siguientes, son:

- **Nordic ABM**

Fue creado en 2005 por la bolsa de Oslo y en la actualidad pertenece al grupo Euronext. En su origen se denominó Oslo ABM y contaba con dos segmentos: ABM Retail y ABM Professional. El mercado está formado por un conjunto de emisiones registradas, pero no tiene ni la consideración de mercado regulado ni de sistema multilateral de negociación. Está dirigido tanto a inversores institucionales como a minoristas. En la actualidad cuenta con más de 1.350 emisiones registradas.

El proceso de emisión es sencillo y se apoya en la figura del *manager*, que, generalmente, es un banco de inversión, que ayuda y asesora al emisor en la preparación de la documentación de la emisión y en la colocación de esta entre los potenciales inversores. El mercado no requiere la elaboración de un folleto específico para la emisión, basta con preparar un documento con las

9 Principalmente inversores institucionales como fondos de inversión o de pensiones que en sus reglamentos tienen limitadas sus inversiones a emisiones con un rating mínimo o un elevado grado de liquidez.

10 Los propios costes administrativos, así como el cumplimiento de una normativa específica de remisión de información al mercado, pueden suponer en algunos casos que los costes de financiación a través de este tipo de mercados sean significativamente superiores a los de la propia deuda bancaria.

11 En el caso del MARF, el mercado, sus miembros y las entidades participantes están sujetos a la supervisión de la CNMV, pero corresponde a la entidad rectora del mercado la efectiva observación del Reglamento de Mercado y demás normas aplicables, especialmente en lo referente a las normas sobre abuso de mercado por parte de los emisores, miembros, asesores registrados y otros participantes. Además, el asesor registrado deberá velar porque los emisores cumplan correctamente, tanto desde la perspectiva formal como sustantiva, con sus obligaciones de información frente a la sociedad rectora y frente a los inversores.

características propias de la emisión y el informe anual. El tamaño mínimo de la emisión ha de ser de 2 millones de coronas noruegas (en torno a 173.000 euros) y es posible registrar tanto emisiones de bonos como de pagarés.

- **Euronext Growth y Euronext Access**

Este mercado fue creado en 2005, inicialmente como una plataforma de negociación de Euronext Paris destinada a la cotización de acciones de pymes denominada Alternext, que pasó a negociar también bonos de este tipo de empresas a partir de 2012. En la actualidad cuenta con dos sistemas multilaterales de negociación destinados a pymes: Euronext Growth y Euronext Access, en los que se contratan tanto acciones como bonos. Ambos operan renta fija en los mercados de París, Bruselas y Lisboa. En este mercado el emisor ha de contar con el apoyo del *listing sponsor*, que ayuda al emisor tanto en el momento de la emisión de los valores como durante la vida de estos.

- **BondM Market**

Fue creado en 2010 como un segmento de la bolsa de Stuttgart específico para la negociación de valores de renta fija de pymes¹². Este mercado tampoco tiene un carácter regulado y está orientado a emisiones por un importe medio de entre 25 y 150 millones de euros, si bien está abierto tanto a inversores institucionales como minoristas¹³. En los primeros años tras su creación, el mercado registró varios *defaults* entre sus emisores, lo que hizo perder gran parte de la confianza de los inversores en el él, y llegó a estar temporalmente cerrado.

Posteriormente la bolsa de Fráncfort en su mercado Scale, destinado a compañías en crecimiento, también ha listado valores de deuda para facilitar la captación de recursos en forma de deuda por parte de las pymes. Este mercado sí tiene el reconocimiento de *SME Growth Market* conforme a la regulación de la Unión Europea, lo que obliga a un mayor grado de cumplimiento en materia de información y transparencia.

- **ExtraMot Pro**

Este mercado tiene su origen en 2013, cuando fue creado por Borsa Italiana¹⁴ como fuente de financiación para pymes tras la introducción en 2012 por el Gobierno de una nueva regulación que permitía a las compañías no cotizadas emitir instrumentos de deuda comúnmente conocidos como *minibonos*.

El mercado tiene la consideración de sistema multilateral de negociación y está destinado a inversores profesionales. El tamaño de las emisiones debe alcanzar un mínimo de 20 millones de euros y cuenta con el mismo régimen fiscal ventajoso que la deuda emitida por empresas cotizadas. Además, requiere registrar

12 Tiene su origen en el Mittelstand Bond Market, que fue creado por la bolsa de Stuttgart como un segmento destinado a la emisión de deuda por empresas medianas no cotizadas.

13 El nominal de los títulos negociados es de 1.000 euros.

14 El mercado está integrado en la actualidad en Euronext y desde finales de octubre de 2021 se denomina Euronext Growth Milan.

un documento de admisión con los detalles de la emisión y que el emisor haya publicado sus cuentas anuales (en formato IFRS o US GAAP) de los dos últimos años, de los que al menos el último debe estar auditado. No requiere la figura de un asesor o *manager* para evitar costes al emisor. Actualmente es uno de los mercados más grandes de Europa destinado a deuda emitida por pymes.

3 El caso español: el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

Ante de las dificultades de muchas empresas para financiarse tras la fuerte restricción de la oferta de crédito durante la crisis financiera en 2008 y su excesiva dependencia de la financiación bancaria¹⁵, el MARF se creó en 2013 por iniciativa del Ministerio de Economía¹⁶ para facilitar que las pymes solventes pudiesen tener una alternativa de financiación mediante la emisión de deuda a corto y medio plazo vía los mercados de capitales.

El mercado comenzó a funcionar en octubre de ese mismo año¹⁷ bajo la gestión de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y desde entonces hasta la actualidad ha experimentado un crecimiento sostenido. Desde su inicio se contabilizan más de 130 emisores que han registrado sus emisiones en este mercado, por un importe agregado superior a 70.500 millones de euros, de los que 8.872 millones se han emitido en lo que va de 2023¹⁸. Las emisiones realizadas en este mercado en 2022 representaron en torno al 6 % de las emisiones totales de activos de renta fija efectuados por las empresas españolas. Las emisiones se concentran principalmente en pagarés y, en menor medida, en bonos, pero incluyen todo tipo de activos de renta fija, desde bonos de titulización a bonos de proyecto o bonos verdes.

El mercado está dirigido a empresas de cualquier forma jurídica¹⁹, origen y sector, aunque predominan las emisiones realizadas por compañías industriales y de los sectores de bienes y servicios de consumo, así como de las energías renovables. En cuanto a la procedencia de los emisores, la mayoría son de origen nacional, pero

15 Para un mayor detalle sobre la financiación de las pymes en España, pueden consultarse estos dos informes: i) Banco de España (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*. Primer semestre, y ii) Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR) (2023). *La financiación de la pyme en España. Resultados de 2022*. El primero recoge la elevada dependencia de las pymes españolas de la financiación bancaria, así como las dificultades de muchas empresas —especialmente las más pequeñas, las más jóvenes y las más vulnerables— para acceder al crédito, circunstancia que se ha intensificado desde finales de 2021. Por su parte, el segundo señala que la mayor parte de la financiación obtenida por las empresas se dedica a financiar el circulante y a la inversión en activos fijos, reduciéndose a niveles testimoniales la inversión en expansión y crecimiento. Asimismo, las principales fuentes de recursos eran el crédito bancario y el crédito comercial y, en menor medida, la financiación facilitada por el Instituto de Crédito Oficial (ICO) y el *leasing*.

16 La creación de este mercado da cumplimiento a uno de los compromisos adquiridos en el *Memorandum of Understanding* (MoU) suscrito en el marco del programa de asistencia financiera a la banca en 2012.

17 La creación del mercado se anunció en septiembre de 2012, pero no se puso en marcha hasta octubre de 2013.

18 Fuente: CNMV. Datos hasta el 31 de julio de 2023.

19 La forma jurídica de las empresas más habitual es la de sociedad anónima, pero también han acudido a financiarse al mercado sociedades limitadas e incluso cooperativas.

también han acudido al mercado ocho sociedades portuguesas, así como otras cuatro venidas de Alemania, Países Bajos y Reino Unido.

En cuanto a los inversores, el mercado está dirigido a inversores cualificados, tanto nacionales como internacionales, que deseen diversificar sus carteras con valores de renta fija de empresas habitualmente no cotizadas y con buenas perspectivas potenciales de negocio, así como de una amplia gama de sectores empresariales.

El mercado cuenta con una regulación²⁰ y unos procedimientos sencillos, así como unos costes más reducidos que los mercados oficiales regulados, destacando —al igual que sucede en BME Growth— la figura del asesor registrado, que asesora y ayuda a la empresa en el proceso de acceso al mercado y en todas aquellas cuestiones relevantes durante la vida de las emisiones colocadas en el mercado (véase recuadro 2 del artículo González Redondo (2022), *op. cit.*)

El mercado adopta la estructura jurídica de sistema multilateral de negociación, por lo que sus requisitos de acceso para los emisores son más flexibles que para el mercado regulado.

3.1 Características principales del MARF

El mercado está dirigido y gestionado por BME, que está sujeta a la supervisión de la CNMV²¹, y cuenta con un director gerente al que corresponde su gestión diaria. Además, cuenta con una Comisión de Incorporaciones y Suspensiones, un Departamento de Incorporaciones y un Departamento de Supervisión. Por otro lado, desde el año 2020 fue incluido por el Banco Central Europeo (BCE) como sistema multilateral elegible para sus operaciones de política monetaria.

Los tipos de activos que se pueden emitir en el mercado son todos los habituales del ámbito de la renta fija: pagarés, bonos, obligaciones, aquellos otros valores que creen o reconozcan deuda (por ejemplo, los bonos proyecto), así como los valores participativos (como las participaciones preferentes) y los valores emitidos por los fondos de titulización (habitualmente bonos o pagarés). Por lo general, las sociedades toman contacto con este mercado mediante una emisión de pagarés, para posteriormente realizar emisiones a plazos más largos. Además, al igual que ocurre en el resto de los mercados de renta fija, cada vez se incorporan a este mercado un número mayor de emisores y emisiones de bonos verdes²² o ligadas a criterios de sostenibilidad²³.

20 El MARF está regulado por el Reglamento del Mercado de fecha 30 de mayo de 2018 y sus circulares e instrucciones operativas, que recogen las normas aplicables a los participantes del mercado (emisores, asesores registrados, miembros de mercado y entidades mediadoras), así como a las restantes entidades y personas interesadas.

21 Como entidad que gestiona un sistema multilateral de negociación de conformidad con MIFID.

22 La primera emisión de bonos verdes fue realizada en 2009 por la compañía Grenergy.

23 En agosto de 2023 al menos nueve emisores tenían registradas en el mercado emisiones de bonos verdes o ligadas a criterios de sostenibilidad.

El siguiente cuadro recoge los principales tipos de activos emitidos en el MARF, así como sus características más destacadas desde el punto de vista del tipo de emisión (emisiones individuales o programas de emisión), vencimiento, estructura de la operación, tipo de interés (emitidos al descuento, tipo fijo o variable), divisa e importe nominal. Cabe señalar que no existe un importe máximo de emisión por cada una de las diferentes emisiones individuales o programas de emisión.

Tipos de activos emitidos en el MARF

CUADRO 1

	Pagarés de empresa	Bonos	Bonos proyecto	Bonos de titulización
Emisión	Programas	Individuales/ programas	Individuales	Individuales/ programas
Vencimiento	Hasta 2 años	Desde 2 años	De 5 a 30 años	Más de 2 años
Estructura	A vto.	A vto./ amortizable	A vto./amorti- zable	A vto./ <i>pass-through</i>
Tipo de interés	Emisión al descuento	Fijo/variable	Fijo/variable	Fijo/variable
Divisa	Multidivisa (€, \$, £, ¥)	Multidivisa (€, \$, £, ¥)	Multidivisa (€, \$, £, ¥)	Multidivisa (€, \$, £, ¥)
Nominal unitario mínimo	100.000 €	100.000 €	100.000 €	100.000 €

Fuente: Mercado Alternativo de Renta Fija (BME).

Los usos más habituales de los recursos obtenidos con las emisiones varían en función del tipo de activo y los plazos de vencimiento, siendo los más comunes los siguientes:

- **Pagarés de empresa:** financiación del circulante y de operaciones a corto plazo.
- **Bonos** (deuda a medio y largo plazo): financiación de inversiones, refinanciación de vencimientos de deuda y otras operaciones corporativas (adquisiciones).
- **Bonos proyecto:** financiación del desarrollo de nuevos proyectos y refinanciación de vencimientos de deuda de los actuales.
- **Titulizaciones:** las más habituales suelen ser sobre facturas o préstamos a empresas (pymes), pero también podrían ser sintéticas²⁴.

Por otro parte, aunque con menos frecuencia, el mercado también acoge emisiones de otros tipos de activos como los **pagarés de titulización**, las cédulas hipotecarias y las participaciones preferentes.

El mercado cuenta con los siguientes participantes:

- **Entidades emisoras (emisores):** cuentan con valores incorporados al mercado o que han incorporado a este un documento base informativo de incorporación

²⁴ En las titulizaciones sintéticas los fondos de titulización, componen su activo mediante una cartera de derivados de crédito combinada en ocasiones con otros activos.

de valores. La incorporación de valores al mercado²⁵ puede bien ser solicitada por los propios emisores, que deberán designar a un asesor registrado para cumplir con sus responsabilidades y obligaciones para cada una de las emisiones que vayan a incorporar, o por los miembros del mercado, o bien ser promovida por un tercero.

- **Asesores registrados:** los emisores que deseen acceder al mercado han de contar con el asesoramiento de un especialista denominado *asesor registrado* que los ayude en la preparación de la documentación y el cumplimiento de los requisitos de mercado, así como en la preparación de información adecuada y comprensible para los inversores.
- **Miembros del mercado:** participan en el mercado efectuando en él las operaciones para las que están autorizados conforme a la regulación²⁶. Pueden ser miembros de este mercado: las empresas de servicios de inversión; las entidades de crédito autorizadas en España; las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea, y estas mismas entidades autorizadas en un Estado que no sea miembro de la Unión Europea, siempre que para operar en España en la autorización dada por las autoridades del país de origen se leas faculte para ejecutar órdenes tanto por cuenta propia como de clientes y que la CNMV no haya denegado el acceso de estas entidades al mercado. Además, la Administración del Estado puede participar en el mercado a través de la Dirección General del Tesoro, el Banco de España y la Tesorería General de la Seguridad Social.
- **Entidades mediadoras:** los miembros del mercado podrán participar en este directamente o mediante el acceso proporcionado por las entidades mediadoras, que podrán introducir órdenes en el mercado por cuenta de los miembros.

Asimismo, en su origen las **agencias de calificación crediticia** desempeñaron un papel relevante en el mercado debido a que era obligatorio que o bien los emisores o bien la propia emisión contasen con una calificación crediticia²⁷. Posteriormente, la Circular 2/2018, de 4 de diciembre, sobre Incorporación y Exclusión de Valores en el Mercado Alternativo de Renta Fija canceló esta obligación, por lo que dejó de ser obligatorio disponer de una calificación crediticia para emitir en este mercado y pasó a tener carácter opcional²⁸.

25 Los acuerdos de incorporación al mercado deberán ser aprobados por su Comisión de Incorporaciones y Suspensiones y comunicados a la CNMV.

26 Para adquirir la condición de miembro de mercado las entidades autorizadas deberán suscribir el correspondiente contrato con la sociedad rectora del mercado, BME.

27 Las agencias que emitiesen estas calificaciones crediticias debían estar registradas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA).

28 Las emisiones solo habrán de contar con *rating* si así lo solicita el propio emisor o los inversores.

3.2 Estructura del mercado

La contratación de los valores negociados en el MARF está restringida a sus miembros y entidades mediadoras, que accederán a él a través de dos sistemas de negociación:

- **Libro de órdenes:** este sistema cuenta con dos modalidades de negociación: multilateral y bilateral. Existe un único libro de órdenes en el que estas se incorporan de forma secuencial atendiendo a un doble principio de prioridad en cuanto a precio²⁹ y tiempo de ejecución.
- **Sistema de negociación con solicitud de cotización:** este sistema permite a los miembros y a las entidades mediadoras solicitar cotizaciones sobre los valores admitidos a negociación a uno o varios miembros de mercado.

La contratación se realiza de forma electrónica en ambos sistemas, con difusión en tiempo real de toda la actividad y la información de la contratación. Asimismo, los miembros del mercado podrán comunicar al mercado operaciones previamente acordadas bajo el formato de operaciones a precio convenido y aplicaciones. Por otra parte, aunque el Reglamento de Mercado deja abierta esta posibilidad, este no cuenta a día de hoy con la figura del creador de mercado.

3.3 Incorporación de valores al MARF

La Circular 2/2018 del MARF recoge los requisitos, la documentación y los procedimientos aplicables para la incorporación de los valores al mercado y su exclusión de este, que se sustentan en distintas vertientes:

- **De carácter formal:**
 - i) La entidad emisora habrá de justificar ante el mercado su constitución, vigencia y no disolución.
 - ii) La sociedad deberá asignar un asesor registrado a cada una de las emisiones que vayan a cotizar en el mercado.
 - iii) La solicitud de incorporación al mercado puede bien ser realizada por el propio emisor o por cualquier miembro de mercado, o bien ser promovida por un tercero. En el caso de valores emitidos por un fondo de titulización, la incorporación podrá ser solicitada por la sociedad gestora del fondo.

29 Según la Circular 1/2016, de 18 de mayo de 2016, sobre normas de contratación de valores negociados en el MARF, todas las órdenes son órdenes limitadas en su precio, a ejecutar a su precio límite mejor.

iv) El emisor debe haber depositado las cuentas individuales (o, en su caso, consolidadas) de los dos últimos ejercicios en el Registro Mercantil, salvo que el emisor sea de reciente creación, limitándose la acreditación a las depositadas³⁰.

• **Características de los valores:**

- i) Los valores han de estar dirigidos exclusivamente a inversores cualificados, siendo su importe nominal unitario mínimo de 100.000 euros en la fecha de desembolso. Además, han de contar con libre negociación y transmisibilidad, y estar representados mediante anotaciones en cuenta.
- ii) Han de estar inscritos en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear) o en otro depositario central de valores.

• **Documentación:**

- i) La sociedad ha de preparar un documento informativo de incorporación, que deberá incluir una descripción del tipo y naturaleza de sus actividades. Este documento debe recoger las características de los valores emitidos.
- ii) En el caso de haber sido solicitado por el emisor o los inversores, un informe de evaluación crediticia y de riesgo de la emisión, emitido por una entidad registrada y certificada por ESMA.
- iii) En el caso de emisiones de pagarés u otros valores de renta fija al amparo de un documento base informativo de incorporación de pagarés o valores, se habrá de presentar una certificación complementaria de la emisión y la colocación de cada una de las emisiones realizadas³¹.
- iv) Asimismo, la sociedad rectora del mercado podrá establecer, si la experiencia o las circunstancias lo aconsejan, que las emisiones dispongan para su incorporación al mercado de un informe de valoración elaborado por un experto independiente de reconocido prestigio.

Con posterioridad a su incorporación en el MARF, los propios emisores habrán de remitir la siguiente información³² al mercado o enviarla a través de su asesor registrado:

- i) La valoración periódica de los valores y las emisiones en los que estos se integran, que habrá de realizar una entidad independiente.

30 En el caso de emisiones que cuenten con la garantía de un tercero, la sociedad garante correspondiente debe haber depositado las cuentas de los dos últimos ejercicios.

31 En el caso de la incorporación de emisiones de valores emitidos por un fondo de titulización, habrá de incorporarse también la copia autorizada de la escritura de constitución, cesión de activos y emisión de los valores.

32 Según establece la Circular 5/2013, de 8 de julio, del MARF.

- ii) Los cambios o las modificaciones en los términos y condiciones de los valores (tipo de interés, cambios en el nominal, amortizaciones anticipadas, exclusiones...).
- iii) Información financiera periódica para su difusión pública, que incluirá las cuentas anuales auditadas, así como el correspondiente informe de gestión, tan pronto como estén disponibles y no más tarde de la convocatoria de la junta general o asamblea en la que vayan a aprobarse.
- iv) Cualquier otra información relevante que afecte a su actividad económica y situación financiera, o que represente un cambio significativo de sus operaciones, resultados, situación financiera-patrimonial y endeudamiento.

Asimismo, como se ha indicado anteriormente, desde la creación del mercado hasta diciembre de 2018 era obligatorio disponer de una calificación crediticia para poder emitir deuda en este mercado, pero esta obligación dejó de estar vigente a partir de esa fecha³³.

- **Estándares contables:**

La información financiera auditada puede presentarse conforme al formato de las normas internacionales de información financiera (NIIF) o estándar contable nacional si la sociedad listada pertenece a un Estado de la Unión Europea. En el caso de que la sociedad no pertenezca a un Estado miembro, habrá de presentarse en formato NIIF o según los principios de contabilidad generalmente aceptados (US GAAP).

3.4 Evolución de la actividad en el MARF desde su creación

Desde su creación en 2013 más de 130 compañías de distintos sectores se han incorporado al mercado³⁴, que ha ido creciendo hasta consolidarse en la actualidad como una fuente de financiación de referencia para numerosas sociedades. Tras un periodo inicial de promoción y conocimiento del mercado y de sus posibilidades tanto por parte de los emisores como de los inversores, las perspectivas de crecimiento que se habían depositado sobre este se fueron cumpliendo y apenas 3 años después de su lanzamiento ya registraba emisiones por importe superior a 2.000 millones de euros anuales.

La recuperación de la senda de crecimiento de la economía española a partir de 2014³⁵ dio un impulso al mercado, que aceleró su expansión, favorecida por la recuperación de los planes de crecimiento de las compañías y su necesidad de contar con nuevas fuentes de financiación, así como por el creciente interés de los

33 Tal y como establece la Circular 2/2018, de 4 de diciembre, sobre incorporación y exclusión de valores en el Mercado Alternativo de Renta Fija.

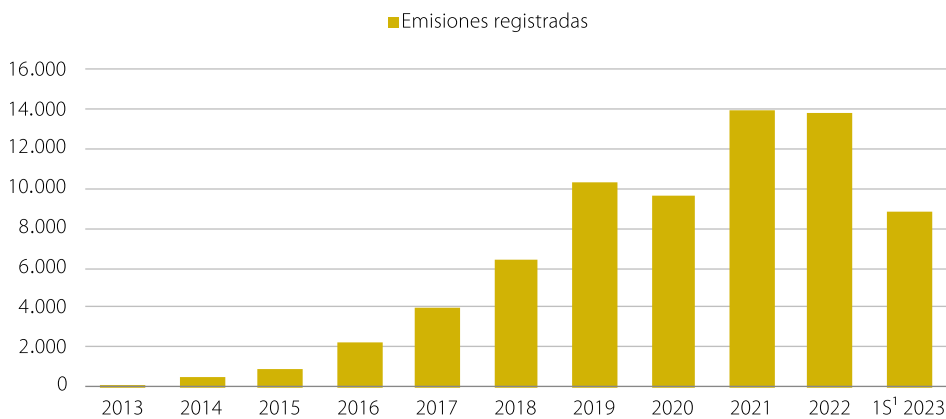
34 La primera emisión de deuda en este mercado correspondió a la constructora Copasa, que colocó 50 millones de euros en bonos a 7 años en diciembre de 2013

35 El crecimiento del PIB español volvió a presentar tasas positivas en 2014 (1,4 %), que se incrementaron en años posteriores hasta situarse en el rango del 2-3,8 % entre 2015 y 2019.

inversores por nuevas compañías y sectores en un contexto de tipos de interés muy reducidos. Todo ello permitió un periodo de crecimiento sostenido del mercado, de modo que tan solo seis años después de su lanzamiento el MARF superó el umbral de 10.000 millones de euros anuales en el volumen de emisiones registradas, cifra que se ha mantenido holgadamente todos los ejercicios hasta la actualidad, exceptuando el año 2020 (véase gráfico 1).

Volumen emisiones registradas

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

En dicho año 2020, el mercado experimentó un ligero retroceso como consecuencia de la crisis derivada de la pandemia del COVID-19. En un contexto adverso como aquel, en el que los mercados de deuda prácticamente se cerraron, y ante la necesidad urgente de fondos por parte de muchas sociedades para hacer frente a los efectos de esta, el MARF desempeñó un papel relevante canalizando fondos hacia las empresas gracias a la intervención del ICO como avalista de numerosas emisiones realizadas en este mercado (véase recuadro 1).

Emisiones en el MARF avaladas por el ICO

RECUADRO 1

Ante la dificultad de muchas empresas para financiarse en los mercados como consecuencia de la crisis derivada de la pandemia, el Gobierno estableció un programa de avales de préstamos bancarios a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO) que se extendió a las empresas con emisiones de pagarés en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF¹) con el objetivo de reactivar el mercado de deuda a corto plazo. El importe destinado a avalar los pagarés emitidos en el MARF fue de hasta 4.000 millones de euros con las siguientes condiciones:

- Las empresas beneficiarias debían tener un objeto no financiero, domicilio social en España, no encontrarse en situación de empresa en crisis² o procedimiento concursal y contar ya con un programa de pagarés vigente e incorporado al MARF³.

- Los pagarés emitidos debían ser conformes con un programa de pagarés vigente incorporado al MARF.
- El importe máximo del aval no podía superar el importe del programa de pagarés vigente y representar como máximo el 70 % de cada una de las emisiones de pagarés.
- El coste del aval era de 30 puntos básicos (p.b.) sobre el importe avalado para los pagarés con vencimiento hasta 12 meses y de 60 p.b. para los de entre 12 y 24 meses.
- Las empresas beneficiarias debían emplear la financiación obtenida para atender las necesidades de liquidez derivadas del pago de nóminas, el pago de facturas a proveedores, la necesidad de circulante, los vencimientos de obligaciones financieras o tributarias y otras necesidades de liquidez.

El importe de las emisiones avaladas bajo este formato en 2020 fue de 410,6 millones de euros a través de 66 emisiones de bonos y pagarés de 15 empresas, que movilizaron recursos por importe de 597,2 millones de euros. En 2021 este importe fue de 305 millones a través de 75 emisiones de bonos y pagarés. Entre las compañías beneficiadas por esta medida se incluyen sociedades como El Corte Inglés, Audax Renovables, Hotusa, Grupo Pikolin, Pryconsa, Tubacex o Copasa.

Asimismo, el ICO también promovió un programa de suscripción directa de pagarés y bonos en el MARF independiente del programa de avales anteriormente descrito. En el marco de este programa, la entidad suscribió en 2020 deuda por importe de 627 millones de euros a través de 122 emisiones de 26 emisores distintos, lo que supuso movilizar recursos por importe de 1.823 millones y multiplicar por 3 la cuantía de la financiación canalizada hacia estas empresas.

-
- 1 Conforme al Real Decreto-ley 15/2020, de 21 de abril, de medidas urgentes complementarias para apoyar la economía y el empleo.
 - 2 Posteriormente, se amplió un tramo por importe de 50 millones de euros que permitía a las empresas que se encontrasen en convenio concursal, pero al corriente de sus pagos, acceder a financiación a través del MARF.
 - 3 Adicionalmente, se liberó un tramo de la línea de avales por importe de 250 millones de euros para avalar los pagarés de aquellas empresas que no pudieron beneficiarse del primer tramo al estar en fase de renovación su programa de pagarés.

3.4.1 Evolución del importe emitido por tipo de activo

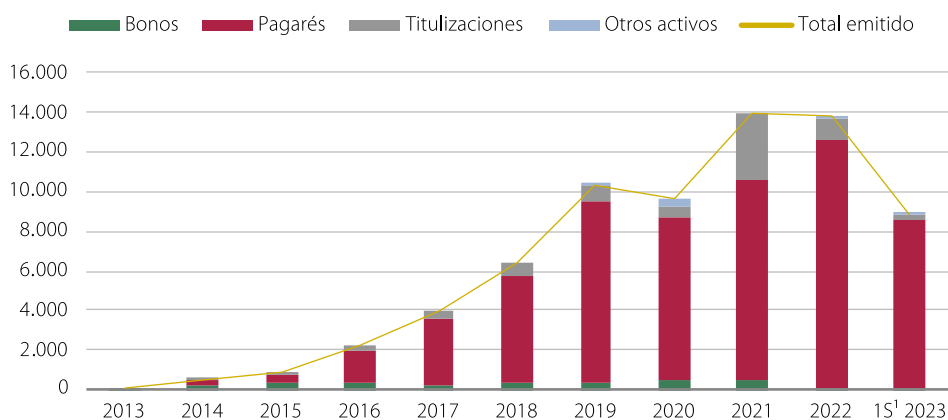
Como se ha señalado anteriormente, en el mercado se admiten distintos tipos de activos, pero los más habituales son los pagarés de empresa y, en menor medida, los diferentes tipos de titulizaciones. Aunque en sus primeros años de vida el mayor importe emitido en el MARF correspondió a emisiones de bonos u obligaciones a medio y largo plazo —debido a las dificultades de muchos emisores para obtener financiación a dichos plazos de modo alternativo—, el mercado pronto se consolidó como una fuente de financiación a corto plazo destinada a cubrir las

necesidades de liquidez de las compañías y financiar su circulante. Desde 2016 el volumen de pagarés emitido ya superaba holgadamente el de bonos y la distancia entre ambos no ha dejado de crecer. Así, en los últimos años las emisiones de bonos representan menos del 5 % del importe total emitido en pagarés (véase gráfico 2).

Por otro lado, las emisiones de titulizaciones admitidas han ido creciendo sostenidamente hasta representar algo más del 10 % del total del importe admitido en este mercado, si bien en algún ejercicio como 2020 han llegado a representar más de la quinta parte debido a la necesidad de que estén admitidas en algún mercado regulado o sistema multilateral de negociación para poder ser admitidas como colateral en las operaciones de financiación con el BCE³⁶. Asimismo, aunque con un importe casi testimonial (menos del 1 % del total), el mercado ha registrado también emisiones de cédulas hipotecarias e, incluso, de preferentes.

Volumen de emisiones registradas por tipo

GRÁFICO 2



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

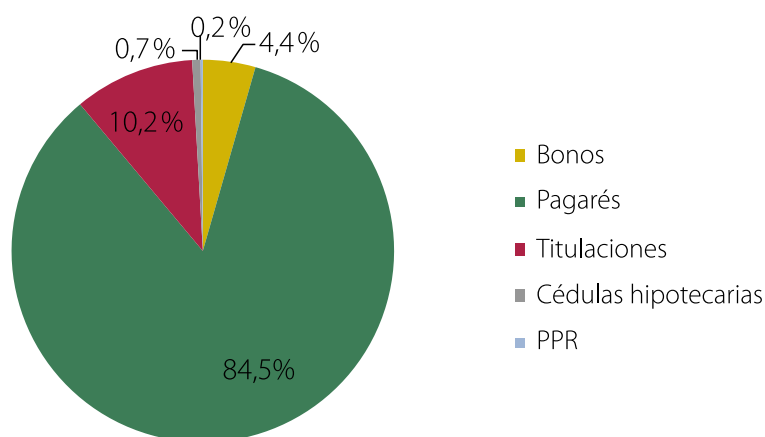
1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

En términos acumulados desde que el mercado comenzó a funcionar, las emisiones de pagarés representan el 85 % del total, porcentaje que se ha situado por encima del 90 % en los 2 últimos ejercicios. Como se describe más adelante, el mercado se ha configurado, en gran medida, como una herramienta para financiar el circulante de las compañías, especialmente de aquellas de tamaño más grande (véanse gráficos 3 y 4).

36 En octubre de 2020, el BCE anunció que incorporaba el MARF como sistema multilateral de negociación elegible para sus operaciones de política monetaria.

Distribución de emisiones por tipo de activo

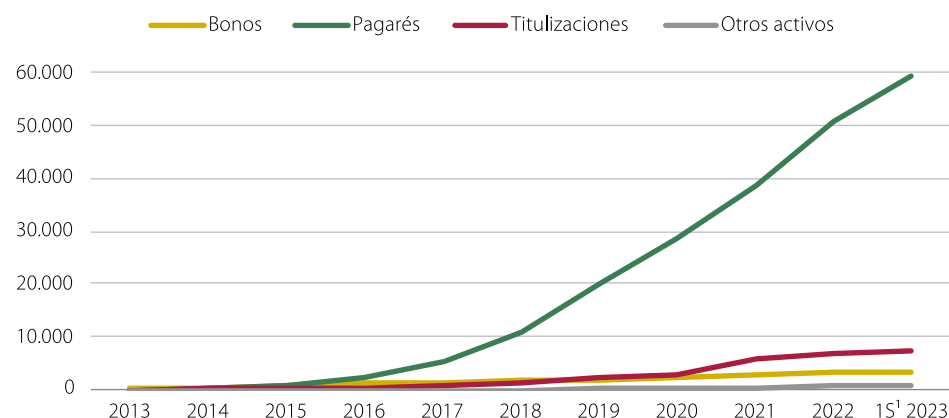
GRÁFICO 3



Fuente: Elaboración propia.

Volumen de emisiones acumulado por tipo

GRÁFICO 4



Fuente: BME. Datos anuales de número de empresas.

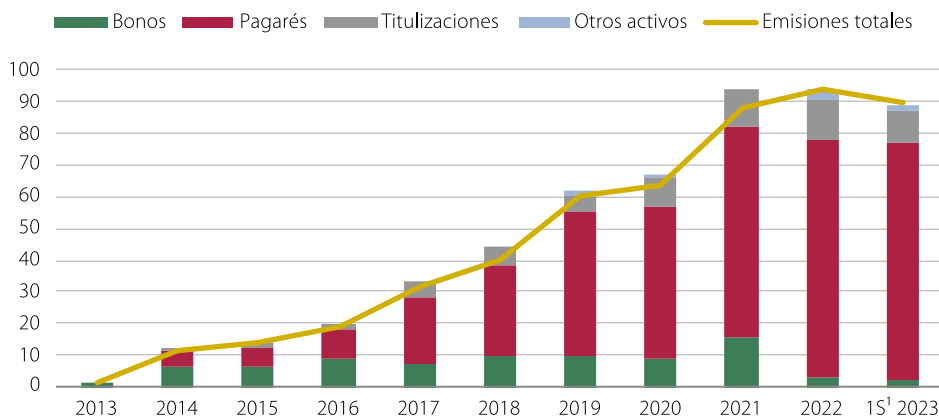
1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

3.4.2 Evolución del número de emisores

El número de emisores anuales de los distintos tipos de activos ha seguido una tendencia similar a la de la relevancia de dichos activos en las emisiones, de modo que los emisores de bonos eran más relevantes en los primeros años de vida del MARF y los de pagarés y titulaciones lo son en el periodo más reciente. Los datos de los 3 últimos años revelan que el número total de emisores se sitúa en torno a 90, la mayor parte de los cuales emite pagarés (véase gráfico 5).

Emisores por tipo de activo

GRÁFICO 5



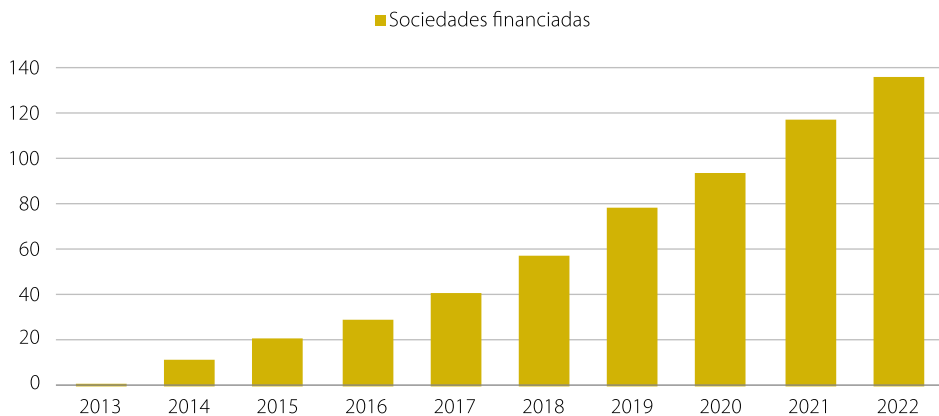
Fuente: CNMV. Datos anuales de número de sociedades emisoras.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023

El número total de sociedades que han recibido financiación a través del MARF desde sus comienzos es superior a 130 (véase gráfico 6), situándose en los últimos años en torno a 90 emisores anuales. Entre ellas hay más de 120 empresas de distintos sectores y tamaños, 7 sociedades gestoras de fondos de titulización³⁷ y 1 sociedad anónima cotizada de inversión inmobiliaria (SOCIMI). Muchas de estas compañías no habían tenido presencia en los mercados de capitales con anterioridad.

Sociedades que han recibido financiación a través del MARF

GRÁFICO 6



Fuente: BME.

37 Las sociedades gestoras de fondos de titulización emiten valores a través de distintos vehículos independientes que en muchos casos no guardan ninguna relación entre sí. Desde su inicio, en el MARF se han registrado emisiones de fondos de titulización de más de 20 vehículos diferentes.

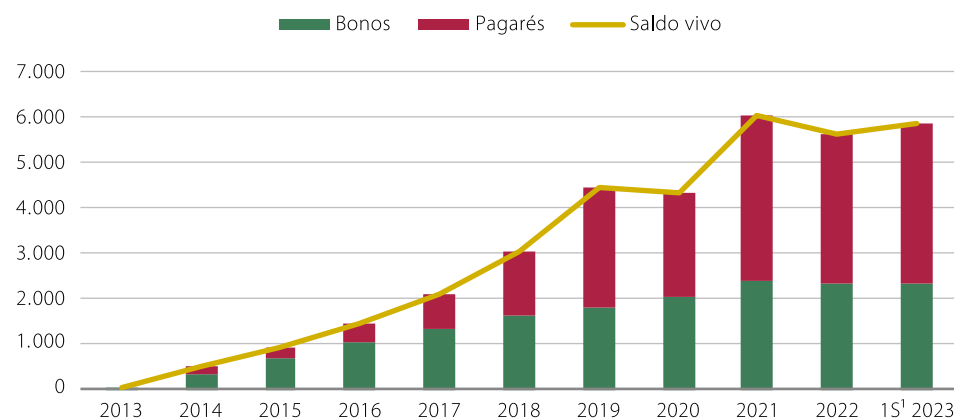
3.4.3 Evolución del saldo vivo de los activos emitidos

El saldo vivo de los activos emitidos en el MARF se ha ido incrementando de forma progresiva hasta quedar ligeramente por debajo de los 6.000 millones de euros³⁸ (véase gráfico 7). De este importe, en torno al 40 % corresponde a bonos (casi 2.500 millones de euros), lo que supone alrededor del 75 % del importe total de los bonos emitidos en este mercado. Esto pone de manifiesto el papel relevante que representa este mercado como fuente de financiación estable a medio y largo plazo para un grupo de compañías de tamaño mediano.

El resto, algo más de 3.500 millones, corresponde a pagarés, cuyo vencimiento medio se sitúa en la mayoría de los casos entre 3 y 6 meses, y representa en torno a un tercio del volumen anual emitido de este tipo de activos. Las emisiones de pagarés las realizan habitualmente grandes compañías bajo el formato de programas de emisiones de tamaño elevado que se van colocando en distintos tramos entre los inversores a lo largo del ejercicio en función de sus necesidades de liquidez.

Saldo vivo de las emisiones por tipo de activo

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

3.4.4 Actividad del mercado secundario

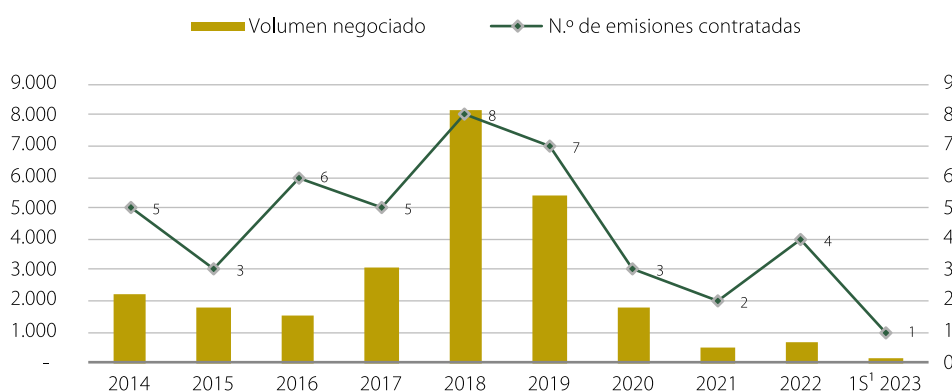
La actividad de este mercado es muy relevante desde el punto de vista del primario, pero los volúmenes negociados en el secundario son prácticamente testimoniales. La rotación de los valores es muy baja, pues gran parte de los inversores parece haber adoptado estrategias de *buy and hold*, que se caracterizan por mantener los valores hasta su vencimiento. Como se observa en el gráfico 8, la contratación en este mercado se ha reducido paulatinamente en los últimos ejercicios, siguiendo una tendencia contraria a la expansión de los volúmenes en el mercado primario. No obstante, cabe señalar que los datos preliminares de la liquidación de

38 El dato no incluye otros activos como los bonos de titulización, que están sujetos a amortizaciones parciales con cierta periodicidad.

operaciones facilitados por Iberclear apuntarían a que el mercado secundario cuenta con algún tipo de actividad extrabursátil (OTC).

Volumen de contratación

GRÁFICO 8



Fuente: CNMV. Datos anuales en miles de euros.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

3.5 Actividad de los emisores e inversores en el mercado

Un análisis detallado de los datos del mercado durante los últimos años permite tener un mayor conocimiento sobre el tipo de emisores que participan en él y sus características, así como de las emisiones realizadas teniendo en cuenta variables como el importe medio emitido por emisor, el plazo de emisión, el tamaño de las emisiones, el tipo de interés devengado o el grado de recurrencia al mercado.

3.5.1 Importe medio emitido por emisor y de las emisiones

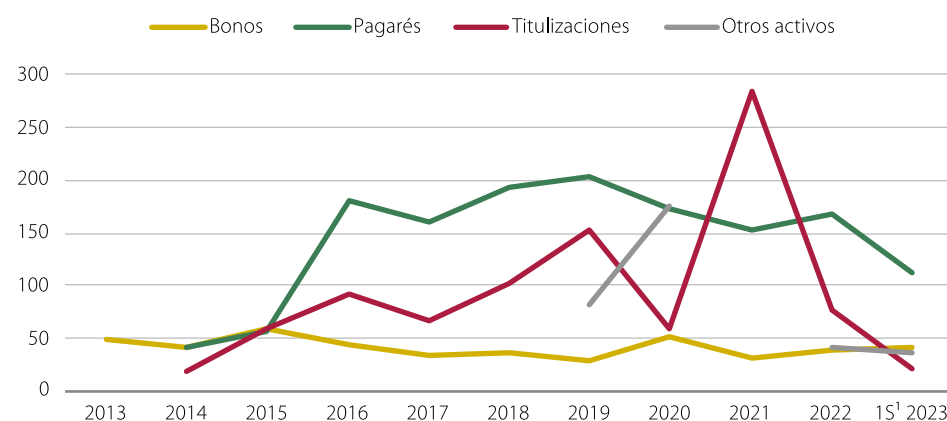
El tamaño medio del importe emitido por emisor presenta diferencias significativas como consecuencia de las características específicas de cada tipo de activo y su plazo de vencimiento. En el caso de las emisiones de bonos, el importe medio emitido por los emisores se caracteriza por ser bastante estable en el tiempo (véase gráfico 9) y se sitúa en torno a 40 millones de euros. La mayor parte de los emisores de este tipo de activos son empresas de tamaño mediano que realizan las emisiones para conseguir financiación a medio y largo plazo para sus actividades o financiar un proyecto concreto, como sucede con los bonos proyecto. Los bonos se caracterizan porque no tienen amortizaciones intermedias como ocurre con algunos préstamos bancarios, sino que son al vencimiento, lo que permite a los emisores tener que hacer frente únicamente a los intereses y disponer de los recursos para otros fines. Se trata, por tanto, de emisiones a medida con volúmenes relativamente pequeños, que en muchos casos se ejecutan a través de una colocación privada.

Por su parte, el importe medio emitido por los emisores de pagarés, que presentan más variación en el tiempo, se sitúa en torno a 150 millones de euros, al tratarse de

emisores de tamaño grande³⁹ que destinan los fondos a financiar su circulante. Asimismo, en el caso de las titulizaciones, el importe medio emitido fluctúa en función de la operación y el colateral, si bien tiende a presentar valores medios relativamente elevados por el coste que supone la estructuración de la operación.

Importe medio emitido por emisor

GRÁFICO 9



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

El tamaño medio de las emisiones se sitúa en torno a 26,3 millones de euros para las emisiones de bonos, con un rango de entre 2 y más de 180 millones de euros; mientras que en el caso de los pagarés el promedio se sitúa en 25 millones de euros y un rango de entre 0,5 y más de 60 millones de euros. Los distintos costes que conlleva una emisión (asesores, comisiones bancarias, informe de *rating*, tasas y cánones) pueden suponer que las emisiones inaugurales tengan un coste superior, pero una vez que las compañías acceden al mercado, los costes de los siguientes tramos y emisiones tienden a reducirse. La mayoría de las empresas efectúa más de una emisión, lo cual ilustra la capacidad de este mercado como fuente de financiación para estas.

3.5.2 Distribución de los emisores según el plazo de la emisión

Entre las más de 120 compañías⁴⁰ que han realizado emisiones en el mercado, más de la mitad únicamente lo ha hecho a corto plazo, emitiendo pagarés, casi un 30 % ha emitido bonos y obligaciones a medio y largo plazo y apenas el 15 % ha realizado emisiones a ambos plazos. El hecho de que únicamente un porcentaje pequeño de los emisores haya realizado emisiones a diferentes plazos refleja cierta especialización de estos, acudiendo al mercado a financiarse solo a aquellos plazos que les resultan más convenientes.

39 Las emisiones de tamaño elevado habitualmente se instrumentan a través de un programa de pagarés.

40 La cifra no incluye las sociedades gestoras de fondos de titulización.

3.5.3 Tipo de interés y plazo medio de las emisiones

El tipo de interés medio de las emisiones presenta cierta heterogeneidad en función del momento temporal de la emisión, su plazo, el tipo de activo y la calidad crediticia del emisor. En todos los casos se observa una tendencia general decreciente hasta el año 2021, que coincide con el periodo de política monetaria expansiva del BCE y el contexto de tipos de interés históricamente reducidos. A partir de 2022 esta tendencia se revirtió, en línea con el cambio de tendencia de la política monetaria para combatir el incremento de la inflación. Como se observa en el gráfico 10, la evolución de las tasas internas de retorno (TIR) medias de las emisiones de pagarés⁴¹ corroboran esta tendencia para los distintos plazos⁴². Cabe destacar, además, que en el caso de estas emisiones, los emisores contaban con una calidad crediticia notable, que también incidió a la baja en los tipos de las emisiones.

Asimismo, se ha analizado si existe algún tipo de *spread* de crédito en el tipo de interés devengado por los pagarés emitidos en el MARF respecto a los colocados en el mercado regulado AIAF por emisores de mayor tamaño⁴³. Los datos disponibles apuntan a la existencia de una prima de tamaño reducido estimada en torno a 25, 40 y 70 p.b. para los plazos de 3, 6 y 12 meses, respectivamente, que se habría mantenido relativamente estable en todos los años con excepción de 2023, cuando el fuerte ascenso de los tipos de interés estaría provocando su ensanchamiento (véanse gráficos 10, 11, 12 y 13). Estos datos preliminares sugieren que el entorno de tipos de interés muy reducidos de los últimos años habría favorecido a los activos con más riesgo debido a que se habrían visto beneficiados por una mayor asunción de riesgos por parte de los inversores menos aversos al riesgo y en búsqueda de rentabilidad (*search for yield*). Sin embargo, una vez que los tipos se han normalizado, parece que los inversores podrían estar exigiendo más rendimiento para remunerar el riesgo de crédito que asumen.

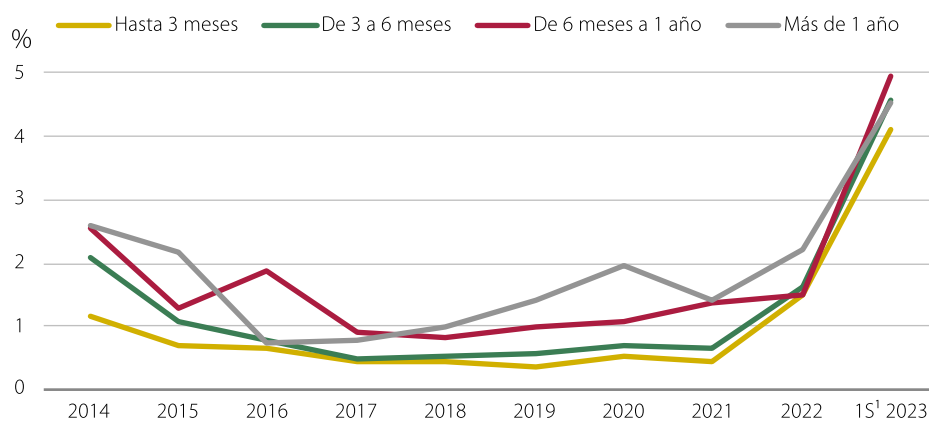
41 No se han incluido datos de activos a largo plazo por la escasa profundidad de la muestra, así como por la heterogeneidad de los datos (bonos a diferentes plazos y muy distintos entre sí tanto por el tipo —simples y de titulización— como por su riesgo de crédito).

42 La muestra presenta discontinuidades, al existir poca disponibilidad y homogeneidad de los datos en algunos momentos puntuales para algunos plazos.

43 La muestra de tipos de interés del mercado regulado AIAF incluye tanto emisores no financieros como financieros.

Tipo medio de las emisiones de pagarés por plazo

GRÁFICO 10

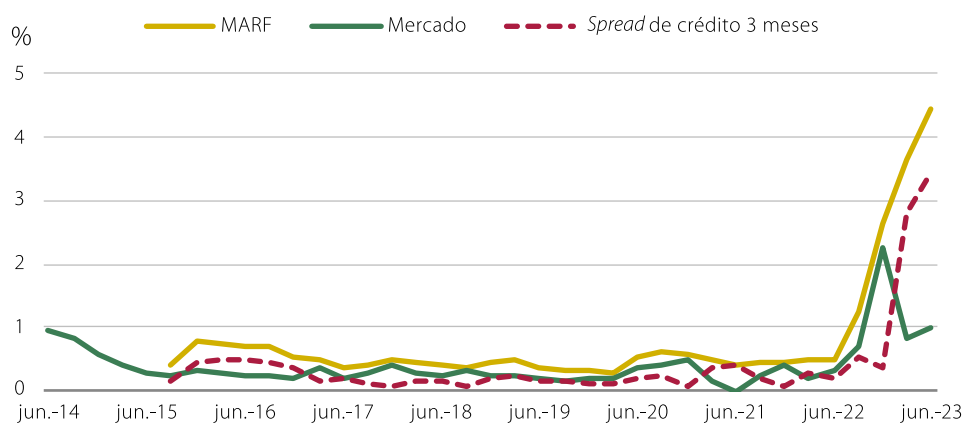


Fuente: Elaboración propia.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

Spread de crédito de los pagarés a 3 meses

GRÁFICO 11

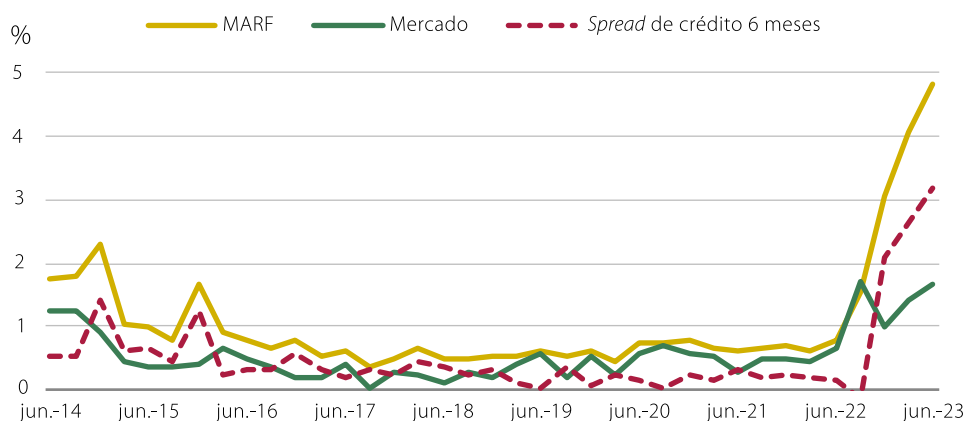


Fuente: Elaboración propia.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

Spread de crédito de los pagarés a 6 meses

GRÁFICO 12

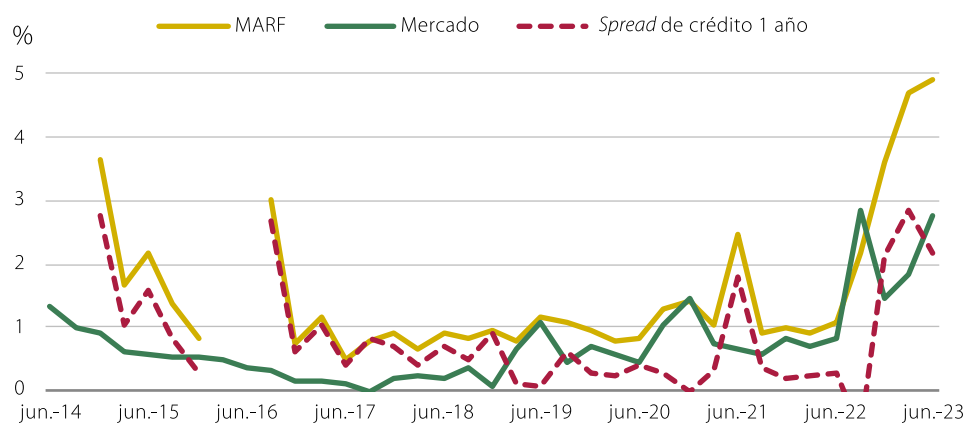


Fuente: Elaboración propia.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

Spread de crédito de los pagarés a 1 año

GRÁFICO 13



Fuente: Elaboración propia.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

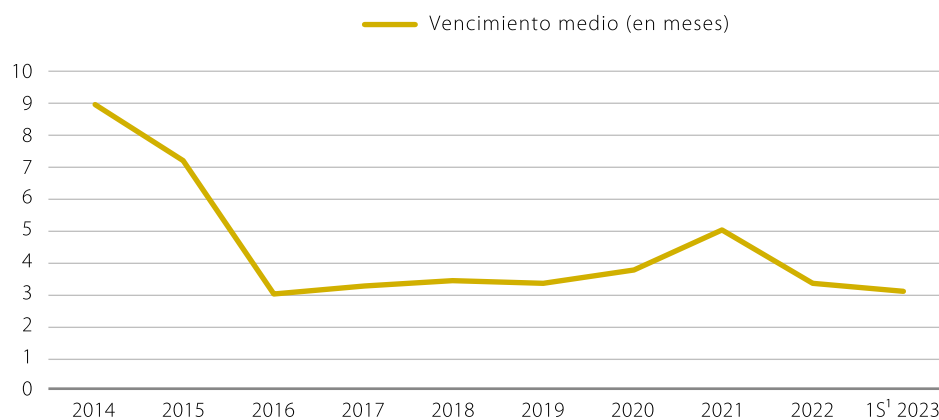
El plazo medio de las emisiones de bonos presenta una amplia heterogeneidad, oscilando habitualmente entre 3 y 10 años. El plazo medio se sitúa en torno a 5 años, pero pueden existir emisiones incluso a 30 años o más en el caso de los bonos proyecto. Asimismo, los bonos emitidos por fondos de titulización han ido incrementado progresivamente su plazo hasta alcanzar plazos superiores a 20 años en el momento de su emisión⁴⁴. Por su parte, los pagarés han seguido la tendencia contraria y su plazo ha tendido desde los 9 meses en los primeros años de vida del MARF hasta los 3 meses, en línea con las necesidades habituales de financiación del circulante de las empresas. Inicialmente la tendencia era emitir a plazos más largos, pero la simplificación del proceso y el establecimiento del programa de

44 La amortización efectiva de los bonos de titulización suele ser inferior debido a que habitualmente se producen amortizaciones anticipadas parciales.

pagarés permite a las empresas ajustar los plazos de emisión a sus necesidades financieras (véase gráfico 14).

Evolución del plazo medio de las emisiones de pagarés

GRÁFICO 14



Fuente: Elaboración propia.

1 Datos hasta el 31 de julio de 2023.

3.5.4 Concentración por emisor

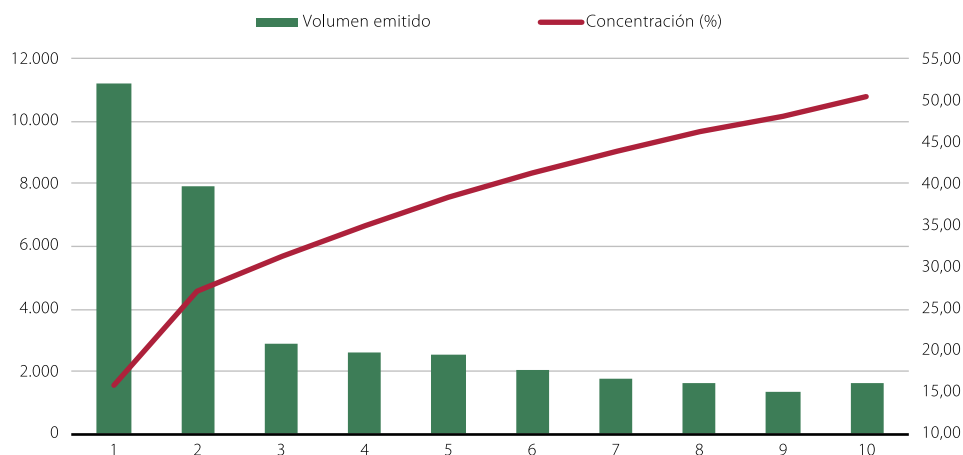
El grado de concentración observado en el MARF es elevado, pues un número reducido de empresas concentra una parte significativa del importe emitido. Así, una única compañía, El Corte Inglés, concentra casi el 16 % del total emitido en el mercado desde su creación, cifra que se eleva al 19 % en el caso de las emisiones de pagarés.

Los datos muestran que solo 3 compañías concentran casi un tercio del total emitido en el mercado y que los 10 mayores emisores representan más de la mitad, acumulando cada uno de ellos emisiones por un importe superior a 1.300 millones de euros. Todos ellos se caracterizan por ser importantes compañías con elevados volúmenes de facturación, de las cuales 4 cotizan en el mercado continuo⁴⁵. Se observa un elevado número de compañías (más de 50) para las que el volumen de recursos captados en este mercado es relevante, al situarse en un rango de entre 50 y 250 millones de euros (véase gráfico 15).

45 Los mayores emisores cotizados son Audax Renovables, Elecnor, Sacyr y Tubacex. Asimismo, dos de las compañías incluidas en este grupo cotizaron anteriormente en el mercado continuo, del que están excluidas en la actualidad (MásMóvil y Europac).

Concentración de emisores en el mercado

GRÁFICO 15

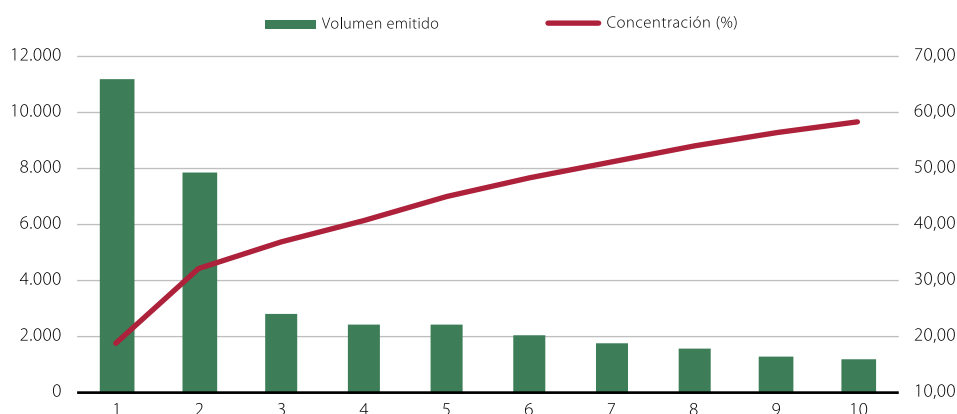


Fuente: Elaboración propia. Datos anuales en millones de euros. Nota: se presentan desde el 1 hasta el 10 los emisores más relevantes por volumen emitido.

Los datos revelan que la elevada concentración de emisores en el MARF se origina en el ámbito de los pagarés. En las emisiones de bonos, en cambio, no se ha observado ningún grado de concentración relevante. En el caso de los pagarés, únicamente 6 emisores acumulan casi la mitad de todo el importe emitido de este tipo activo. Aun así, existe un número importante de sociedades (más de 60), de tamaño mediano o grande, que emiten de forma recurrente en este mercado para financiarse a corto plazo por importes (acumulados) que oscilan entre 100 y 1.200 millones de euros. Asimismo, se observa un número pequeño de empresas que solo han emitido por importes inferiores a 100 millones de euros o incluso menores, probablemente porque los costes de acceso al mercado siguen siendo todavía relativamente altos para muchas de ellas y únicamente les compensa hacerlo a plazos más largos o estableciendo programas de emisión recurrentes (véase gráfico 16).

Concentración de emisores de pagarés

GRÁFICO 16



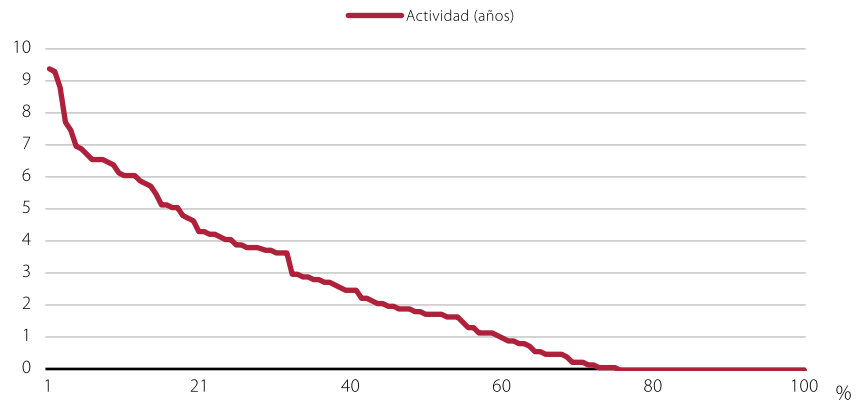
Fuente: Elaboración propia. Volúmenes en millones de euros. Nota: se presentan desde el 1 hasta el 10 los emisores más relevantes por volumen emitido.

3.5.5 Recurrencia de los emisores en el mercado

El 60 % de los emisores presenta continuidad en su actividad emisora en el mercado, realizando emisiones en este durante periodos superiores a 1 año, que se alargan por encima de los 3 años en la mitad de ellos. Esta evidencia apunta, de nuevo, a la relevancia del MARF como fuente de financiación estable para muchas sociedades (véase gráfico 17).

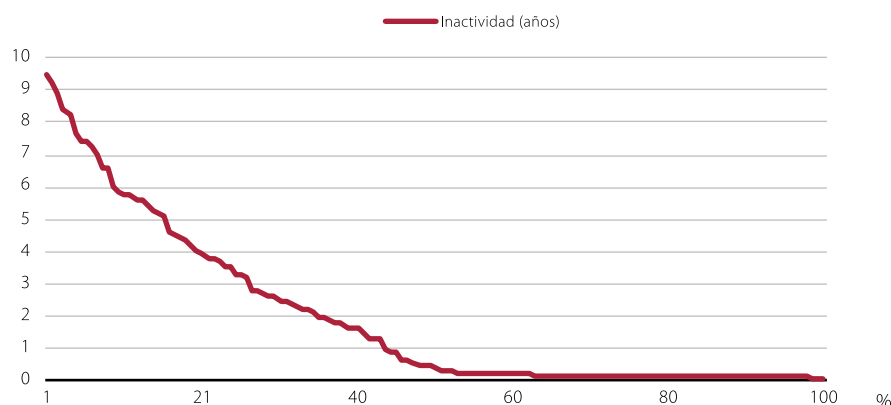
Continuidad (en años) de la actividad de los emisores en MARF

GRÁFICO 17



Fuente: Elaboración propia.

Por el contrario, entre las compañías que han emitido durante periodos inferiores a un año se observa que, en muchos casos, se trata de emisores que han realizado una única emisión de bonos a medio plazo para financiar un proyecto concreto. Asimismo, en el caso de los emisores de pagarés se aprecia que se trata o bien de compañías de menor tamaño que se han incorporado recientemente al mercado y están todavía explorando sus posibilidades como alternativa de financiación, o bien de sociedades que emitieron en un primer momento por importes relativamente pequeños y decidieron no seguir haciéndolo probablemente por considerar que esta no era la alternativa más eficiente para sus necesidades (véase gráfico 18).



Fuente: Elaboración propia.

3.5.6 Inversores

En cuanto a los inversores de este mercado, el mercado está dirigido a inversores cualificados, tanto nacionales como internacionales, entre los que se incluyen distintos tipos de clientes de banca privada, *family offices*, diferentes tipos de fondos de inversión —entre ellos, los especializados en deuda *high yield*—, fondos de pensiones, sociedades de inversión de capital variable (SICAV), compañías de seguros, entidades de crédito y bancos. Asimismo, muchas de las emisiones son a medida por volúmenes pequeños o medianos y se distribuyen en el mercado mediante colocaciones privadas.

4 Características de las sociedades emisoras en el MARF

Al igual que en el análisis del año pasado sobre el mercado alternativo de acciones que se ha mencionado al principio de este artículo, se incluye un epígrafe que trata de describir someramente algunas de las características de las empresas que emiten en el MARF. Para ello se ha utilizado información, tanto cuantitativa como cualitativa, de más de 120 compañías que está disponible en las páginas web del mercado y de las propias empresas, así como en los documentos informativos de incorporación al mercado, en los informes financieros anuales y de auditoría de las diferentes sociedades y en bases de datos comerciales. Aunque el mercado incluye distintos tipos de emisores⁴⁶ con características y particularidades muy distintas, este análisis se centra en las sociedades no financieras, pues el mercado está orientado a la financiación empresarial y son las más relevantes tanto por número (en torno a 120 sociedades) como por importe emitido. A continuación, se describen

46 Los distintos tipos de emisores incluidos en el mercado abarcan sociedades no financieras, sociedades gestoras de fondos de titulización, entidades financieras, una aseguradora, una entidad financiera de crédito e incluso una SOCIMI.

variables de interés de estas compañías tales como su tamaño, presencia en un mercado bursátil y capitalización, actividad emisora en otros mercados, sector de actividad, origen geográfico y actividad internacional.

4.1 Tamaño

El análisis del tamaño de la compañía se ha realizado considerando dos variables: el número de empleados y su cifra de negocios anual, conforme a la definición de pyme de la Unión Europea⁴⁷, distinguiéndose los siguientes tamaños de empresa:

- i) Grande: si tiene más de 250 empleados y su volumen de negocio anual excede de 50 millones o el tamaño de su balance supera los 43 millones de euros.
- ii) Mediana: si tiene menos de 250 empleados y su volumen de negocio anual no excede de 50 millones o el tamaño de su balance no supera los 43 millones de euros.
- iii) Pequeña: si tiene menos de 50 empleados y un volumen de negocio o tamaño de balance inferior a los 10 millones de euros anuales.
- iv) Microempresa: si tiene menos de 10 empleados y su volumen de negocio o tamaño de balance es inferior a 2 millones de euros anuales.

Atendiendo al criterio del número de empleados, como refleja el cuadro 2, se observa que la mayoría de las empresas que acuden a este mercado son grandes (69,5 %), limitándose la presencia de pymes a menos de un tercio del total, de las que a su vez más de la mitad son medianas empresas. Por tanto, cerca del 15 % de las compañías son de tamaño pequeño, para las que este mercado tiene una notable importancia cualitativa no tanto por el volumen de recursos captados, sino porque representa una alternativa de financiación relevante sobre todo a medio y largo plazo. En términos de importe emitido, las grandes empresas concentran más del 90 % del mercado⁴⁸.

Clasificación de las empresas por número de empleados y peso emisor CUADRO 2

N.º medio de empleados	N.º de empresas	Porcentaje (%)	Peso emisor (%)
< 10	3	2,9	0,3
≥ 10 y < 50	11	10,5	2,8
≥ 50 y < 250	18	17,1	6,0
> 250	73	69,5	90,8
Total	105	100,0	100,0

Fuente: Estimación propia. Nota: no se dispone de datos para 15 sociedades emisoras.

47 Según el anexo I del Reglamento (UE) n.º 651/2014 de la Comisión, de 17 de junio de 2014.

48 Una muestra sobre el pasivo de estos emisores apunta a que la financiación obtenida a través del MARF representa una parte significativa de la financiación de su pasivo corriente (habitualmente entre el 30 % y el 80 %), que en muchos casos supera la obtenida mediante la financiación bancaria.

Entre las grandes empresas emisoras, la mayoría tiene un tamaño grande, pero en torno a un tercio son empresas muy grandes o grandes grupos empresariales, que a su vez concentran casi dos tercios de los recursos captados, tal y como se apuntaba en el epígrafe referido a la concentración de emisores.

Clasificación de las grandes empresas por número de empleados y peso emisor

CUADRO 3

N.º medio de empleados	N.º de empresas	Porcentaje (%)	Peso emisor (%)
≥ 250 y < 1.000	27	37,0	16,9
≥ 1.000 y < 5.000	24	32,9	19,1
≥ 5.000 y < 10.000	8	11,0	8,8
> 10.000	14	19,2	55,1
Total	73	100,0	100,0

Fuente: Elaboración propia. Nota: no se dispone de datos para 15 sociedades emisoras.

Considerando su cifra de negocios, tal y como refleja el cuadro 4, más del 85 % de las empresas emisoras (91 sociedades) se pueden considerar grandes según la definición establecida para ser consideradas pyme y apenas un 3 % se podrían definir como pequeñas, entre las que estaría incluso 1 microempresa al no alcanzar una facturación mínima de 2 millones de euros. Al igual que ocurre si se atiende al criterio del número de empleados, entre los grandes emisores (véase cuadro 5) cerca del 30 % son empresas o grupos muy grandes —con una cifra de negocios superior a 1.000 millones de euros— que concentran más de dos tercios del total de los recursos captados.

Clasificación de las empresas por cifra de negocios anual y peso emisor

CUADRO 4

Cifra de negocios anual (millones de euros)	N.º de empresas	Porcentaje (%)	Peso emisor (%)
≤ 2 M €	1	0,9	0,2
≥ 2 y ≤ 10 M €	3	2,8	0,2
> 10 y ≤ 50 M €	11	10,4	3,0
> 50 M €	91	85,8	96,6
Total	106	100,0	100,0

Fuente: Elaboración propia. Nota: no se dispone de datos para 16 sociedades.

Clasificación de las grandes empresas por cifra de negocios y peso emisor

CUADRO 5

Cifra de negocios anual (millones de euros)	N.º de empresas	Porcentaje (%)	Peso emisor (%)
≥ 50 y ≤ 100 M €	11	12,1	2,2
≥ 100 y ≤ 500 M €	10	44,0	17,4
> 500 y ≤ 1.000 M €	14	15,4	11,6
> 1.000 y ≤ 5.000 M €	23	25,3	43,6
> 5.000 M €	3	3,3	25,2
Total	106	100,0	100,0

Fuente: Elaboración propia.

En conclusión, si se consideran conjuntamente el número de empleados y la cifra de negocios, se puede deducir que apenas una quinta parte de las sociedades presentes en el mercado pueden considerarse pymes y que de estas la mayoría son empresas medianas. El resultado parece razonable, puesto que, a pesar de las facilidades de acceso al mercado, es necesario disponer de un cierto tamaño empresarial para compensar sus costes de acceso y que se generen ventajas competitivas, así como cierto nivel de desarrollo y profesionalización de los emisores para acceder al mercado de modo satisfactorio.

4.2 Presencia en un mercado bursátil, capitalización y actividad emisora en otros mercados

La mayoría de las empresas que emiten en el MARF son no cotizadas y representan casi el 75 % (84 sociedades⁴⁹), mientras que el resto son sociedades que en su mayor parte están cotizadas bien en el mercado continuo de la bolsa española (24 sociedades), o bien en el mercado alternativo BME Growth (6 sociedades). Asimismo, el mercado cuenta con numerosas emisiones de 8 emisores procedentes de Portugal, así como alguna de sociedades de Alemania, Reino Unido y Países Bajos, que, en algunos casos, cotizan a su vez en los mercados de valores de sus países de origen.

En este sentido, es importante señalar el papel que puede jugar este mercado como fuente de notoriedad para muchos de los emisores no cotizados, lo que contribuye, por una parte, a aumentar el conocimiento entre los potenciales inversores sobre estas compañías y, por otra parte, puede convertirse en el primer paso para que alguna de estas sociedades emisoras pueda acceder a otros mercados a captar recursos ya sea en forma de capital (como en BME Growth, la propia bolsa o mercados alternativos extranjeros) o en forma de deuda (como en AIAF).

Entre las sociedades cotizadas son mayoría (80 %) las que cotizan en el mercado continuo frente a las que lo hacen en el mercado alternativo BME Growth. En el caso de las segundas, se ha observado que la presencia previa en otro mercado ha actuado como dinamizador para acelerar su presencia en el MARF, en línea con el argumento expuesto anteriormente. El valor de las empresas cotizadas en el

49 De estas, cinco sociedades estuvieron anteriormente cotizadas en el mercado continuo de la bolsa española y una lo estuvo en el mercado alternativo BME Growth.

mercado continuo oscila entre 10 y 4.000 millones de euros, mientras que la capitalización de las cotizadas en BME Growth se sitúa entre 25 y 350 millones de euros. El análisis de la capitalización de las compañías emisoras permite, en cierta medida, darnos una idea de su tamaño y su capacidad de acceder a los mercados de capitales para obtener financiación. No obstante, hay que tener en cuenta que en el caso de las compañías tecnológicas o de sectores con elevadas perspectivas de crecimiento, su valor de mercado puede no depender tanto de su cifra de negocios actual como de las perspectivas que estas variables puedan alcanzar a medio y largo plazo. En estos casos es posible que su capacidad de captar recursos en forma de deuda sea más limitada que en forma de capital, por las mayores dificultades que puede suponer devolver los fondos captados a más corto plazo.

El cuadro 6 recoge la distribución de los emisores cotizados en términos de capitalización y muestran que en torno al 30 % de estos tiene una capitalización inferior a 200 millones de euros, tal y como define la Directiva MiFID II para las pymes. De estos, algo más de la mitad capitaliza menos de 100 millones de euros y 3 de ellos lo hacen por un importe inferior a 50 millones de euros. Asimismo, casi la mitad de los emisores capitaliza entre 200 y 1.000 millones de euros y algo más de la cuarta parte supera esa cifra, incluidas 2 sociedades que forman parte del índice Ibex 35⁵⁰.

Distribución de las empresas emisoras por capitalización bursátil

CUADRO 6

Valor de mercado/capitalización (millones de €)	N.º empresas	Porcentaje (%)
0 y ≤ 100 M €	5	16,7
≥ 100 y ≤ 200 M €	4	13,3
≥ 200 y ≤ 500 M €	6	20,0
> 500 y ≤ 1.000 M €	7	23,3
> 1.000 M €	8	26,7
Total	30	100,0

Fuente: Estimación propia. Nota: capitalización bursátil a finales de agosto de 2023.

Finalmente, cabe señalar que únicamente dos sociedades⁵¹ habían emitido previamente valores de deuda en el mercado regulado AIAF⁵², por lo que el MARF ha constituido su punto de acceso a los mercados de deuda como alternativa a la financiación bancaria tradicional.

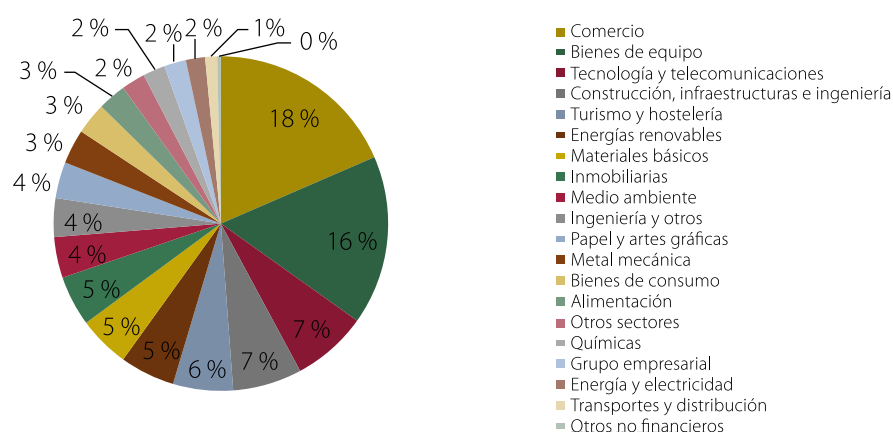
4.3 Sector de actividad

El análisis sectorial de las empresas no financieras que han emitido en este mercado muestra un número muy elevado y variado de subsectores presentes en el MARF, desde aquellos que se pueden considerar más vinculados a la economía tradicional hasta otros más tecnológicos (véase gráfico 19). Entre los 25 subsectores presentes hay bastante diversidad por el número de compañías presentes de cada uno de

50 Las sociedades Sacyr y Solaria.

51 Las sociedades Sacyr y Vocento.

52 Algunos grupos empresariales como El Corte Inglés también habían realizado emisiones de deuda en mercados internacionales a través de sociedades del grupo.



Fuente: Elaboración propia.

4.4 Origen y actividad internacional

La mayoría de los emisores del MARF tienen origen nacional (más del 90 %). Sin embargo, se observa un número relativamente alto de emisores de Portugal (8 sociedades), que puede explicarse por los lazos geográficos, culturales y económicos con este país, y a pesar de que en Euronext Lisboa se negocian también emisiones de deuda.

El domicilio social de las compañías emisoras se concentra en la Comunidad de Madrid, el País Vasco, Cataluña y Galicia, siendo por este orden las regiones que más empresas emisoras aportan al mercado⁵³, que presenta una distribución distinta en cuanto a compañías presentes de la del mercado alternativo de renta variable BME Growth. Al igual que sucede en este último mercado, la distribución geográfica del domicilio social de las sociedades emisoras no se corresponde con la contribución al PIB nacional de cada una de las regiones donde están localizadas, aunque es cierto que las empresas con mayor actividad económica, así como las pertenecientes a los sectores más dinámicos —como las energías renovables, la tecnología o la ingeniería— tienden a ubicarse en las áreas que concentran la mayor actividad económica del país.

En lo que respecta a la actividad internacional de las empresas, casi el 70 % de los emisores declara algún tipo de actividad internacional, siendo muy relevante la presencia y las actividades en Europa y Latinoamérica para muchos de ellos, lo que nuevamente pone de manifiesto la necesidad de contar con un mercado que facilite el acceso a los recursos necesarios para financiar este crecimiento.

53 Con 51, 17, 8 y 7 sociedades, respectivamente. La Comunidad Valenciana tiene domiciliadas 5 sociedades; Asturias, Baleares, y Castilla y León, 4 sociedades cada una; Aragón y Navarra cuentan con 3; Andalucía, con 2, y Murcia tiene domiciliada únicamente una sociedad.

5 Conclusiones y retos para el futuro

Este artículo estudia las características de los mercados alternativos de renta fija, analizando en detalle las particularidades y la evolución del mercado español MARF, así como las de las empresas han realizado emisiones en este desde su creación en 2013.

El mercado ha experimentado un crecimiento continuo y sostenido desde sus comienzos y se podría afirmar que una década después está plenamente consolidado como alternativa de financiación para sociedades de todos los sectores económicos y de distinto tamaño. La experiencia en estos años de funcionamiento ha demostrado su capacidad como herramienta para facilitar la financiación de las empresas, especialmente de aquellas de tamaño mediano y grande, a la vez que ofrece un binomio entre rentabilidad y riesgo atractivo para muchos inversores. En el caso de las pymes, sus resultados se han limitado a las medianas empresas, siendo testimonial la presencia de compañías de menor tamaño.

Aunque en el mercado se pueden emitir todo tipo de productos de deuda, su mayor crecimiento y preponderancia se ha observado sin duda en la modalidad de pagarés, que se ha constituido como un elemento básico para financiar el circulante de muchas empresas. Aun así, cabe señalar la importancia que han jugado en determinados momentos las emisiones de bonos realizadas en el MARF para financiar los proyectos a medio y largo plazo de numerosas empresas de tamaño más reducido. Por otro lado, no hay que olvidar la importancia de la actividad de titulización en el mercado, que en sí misma constituye una alternativa de financiación para muchas pequeñas empresas mediante la titulización de préstamos a pymes o facturas.

Como se ha incidido en varias ocasiones a lo largo de este artículo, las ventajas de este mercado radican en la facilidad, la agilidad y la simplificación del proceso de emisión, sin olvidar el papel desempeñado para su funcionamiento y desarrollo tanto por los asesores registrados como por los intermediarios del mercado. Sin embargo, el mercado presenta retos asociados a los riesgos inherentes al tipo de activos negociados en él. Así, aunque todos los activos de deuda llevan aparejado un riesgo de mercado, de crédito y de liquidez, los dos últimos son muy importantes en los mercados alternativos. La valoración adecuada del riesgo de crédito de las compañías de tamaño reducido es una tarea que puede resultar compleja debido al conocimiento relativamente escaso que tienen los inversores sobre muchas de ellas. En estos casos, la transparencia y la disponibilidad de información adecuada para la correcta formación de precios y el buen funcionamiento del mercado son elementos fundamentales. Además, el riesgo de liquidez —que cada vez es más relevante en los activos de deuda corporativa— puede verse exacerbado en estos mercados alternativos. No obstante, el hecho de que una parte considerable de los inversores siga estrategias de *buy and hold* puede mitigar parcialmente este riesgo.

Asimismo, a pesar de los esfuerzos por disminuir los costes, todos los costes de emisión (asesor registrado, tasas y gastos bancarios) pueden ser relativamente elevados para emisiones de tamaño reducido o plazos de vencimiento más cortos, lo que puede desincentivar la actividad emisora. En el caso de emisores de tamaño más grande, estos costes se ven diluidos por la continua apelación al mercado a través de programas de emisión de pagarés o emisiones de bonos de importes elevados.

Las perspectivas de desarrollo del MARF a medio y largo plazo son positivas, teniendo en cuenta el tamaño de la economía española y el elevado número de empresas de tamaño mediano —incluso sociedades cotizadas en las bolsas— que aún no están presentes en este mercado. Además, la introducción de más emisiones de carácter sostenible en el mercado puede acelerar su crecimiento debido al interés de los inversores en este tipo de activos.

No obstante, existen elementos que pueden limitar su expansión. En primer lugar, es preciso recordar que el tejido empresarial español está compuesto mayoritariamente por pymes y, para muchas de ellas, los costes de emitir en el MARF, aunque inferiores a los de acudir a los mercados tradicionales, pueden seguir siendo demasiado elevados. El reducido tamaño medio empresarial es un fenómeno ligado intrínsecamente a la estructura productiva de este país, que probablemente no va a sufrir alteraciones importantes a corto plazo.

Otro de los factores más importantes que pueden limitar la expansión del MARF radica en la competencia ejercida por fuentes de financiación alternativas para empresas de tamaño mediano y pequeño que van más allá de la tradicional financiación bancaria. La más importante de estas alternativas se puede englobar dentro de lo que se conoce como financiación privada (o *private finance*), a la que está dedicado también un artículo en este boletín, que puede tomar formas muy diversas y que está creciendo de forma significativa en los últimos años tanto en España como en el ámbito internacional. Las entidades de capital riesgo estarían, por ejemplo, dentro de este tipo de financiación.

El buen desarrollo del mercado alternativo de renta fija seguirá dependiendo del establecimiento de una regulación adecuada, que, en este tipo de mercados, afronta el *trade off* entre reducir los costes de acceso para los emisores y, al mismo tiempo, no menoscabar la transparencia del mercado y garantizar una adecuada protección de los inversores. Aunque el mercado está restringido a inversores profesionales, la posibilidad de que los inversores minoristas accedan a él en el futuro atraídos por sus mayores rentabilidades ha de conjugarse con unas garantías mínimas que reduzcan su riesgo, como el establecimiento de la obligación de que aquellas emisiones que se puedan comercializar entre ellos deban contar con algún tipo de calificación crediticia.

Asimismo, la ausencia de un mercado secundario líquido, sobre todo para aquellas emisiones a plazos más largos, limita el desarrollo del mercado, por lo que, a pesar de su coste, habría que considerar la introducción de los proveedores o especialistas de liquidez en el mercado.

Por otro lado, es deseable la desaparición de las barreras culturales a la financiación y un mayor conocimiento de los mercados. Muchas empresas potencialmente candidatas a acceder a este mercado aún no lo consideran como una alternativa posible de financiación al no estar acostumbradas a él. Por ello, optan por la alternativa tradicional de la financiación bancaria, con la que se sienten más familiarizados y cómodos. En este sentido, es necesario un mayor esfuerzo divulgativo por parte del mercado a los potenciales emisores para que tengan información completa sobre su funcionamiento y puedan adoptar la mejor decisión a la hora de financiarse.

Conviene también tener presente que desde la Administración pública se pueden adoptar medidas que favorezcan el desarrollo de estos mercados (por ejemplo, las que se decidieron durante la pandemia a través de avales), incluso en forma de incentivos fiscales como ocurre en el mercado italiano o podría considerarse una revisión del sistema de retención a cuenta para los activos negociados en un sistema multilateral de negociación.

Para finalizar, cabe referirse al proyecto, actualmente en marcha, en manos de la OCDE titulado «Propuestas para un mercado de capitales que apoye un crecimiento económico sostenible», que cuenta con el apoyo de la CNMV, el Ministerio de Asuntos Económicos y la Comisión Europea y que, previsiblemente, culminará a finales de 2024 con la publicación de un plan de acción que puede aportar nuevas iniciativas para mejorar y fomentar el acceso de las empresas a los mercados de capitales en España y, en particular, a los mercados alternativos.

Referencias bibliográficas

Alcántara Lera, J. y Gómez Retuerto, G. (2014). «El MARF como mecanismo de financiación y sus posibilidades». *Fundación de Estudios Financieros, Estudio sobre los retos de la financiación del sector empresarial*.

Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas*. 1.º semestre.

Darmouni, O. y Papoutsi, M. (2022). «Europe's growing league of small corporate bond issuers: new players, different game dynamics». *Research Bulletin*, European Central Bank, vol. 96.

Christian Feihle, P. y Lawrenz, J. (2017). «The issuance of german SME bonds and its impact on operating performance». *Schmalenbach Business Review*, vol. 18, n.º 3, pp. 227-259.

ESMA Securities and Markets Stakeholder Group. (2017). *Report: Access to public capital markets for SMEs*.

García de Quevedo Ruiz, J.C. y Noriega Gómez, A. (2021). «El papel del ICO en 2020». *Papeles de Economía Española*, n.º 170.

Guijarro, P. y Mañueco, P. (2013). «MARF: perspectivas y riesgos para el nuevo mercado». *Cuadernos de Información Económica*, n.º 237, pp. 63-71.

Lopes, A. y Costa, C. (2017). «MARF: Alternative sources of funding for SMEs in the Portuguese market». *Aestimatio*, n.º 15, pp. 138-161.

Palacín Sánchez, M.J. y Pérez López, C. (2021). «El MARF y su contribución al crecimiento empresarial». *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, junio 2021.

Sanjuan Sanz, A. (2019). «El MARF y su positivo impacto en el mercado financiero actual». *Instituto de Estudios Financieros*, n.º 42, nota técnica ODF.

Serrano, J. (2013). «MARF: experiencias europeas comparables». *Empresa Global*, diciembre 2013, pp. 34-37.

SGR-CESGAR. (2023). *XII Informe de la financiación de la pyme en España*.

I Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al primer trimestre de 2023, se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Ley 11/2023, de 8 de mayo**, de trasposición de Directivas de la Unión Europea en materia de accesibilidad de determinados productos y servicios, migración de personas altamente cualificadas, tributaria y digitalización de actuaciones notariales y registrales; y por la que se modifica la Ley 12/2011, de 27 de mayo, sobre responsabilidad civil por daños nucleares o producidos por materiales radiactivos.

La presente ley traspone seis directivas de la Unión Europea:

- Directiva (UE) 2019/882 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de abril de 2019, sobre los requisitos de accesibilidad de los productos y servicios. Atiende a una doble necesidad: por un lado, eliminar y evitar los obstáculos a la libre circulación de determinados productos y servicios accesibles, derivados de las divergencias en los requisitos de accesibilidad en los Estados miembros y, por otro, respondiendo a la preceptiva adaptación de la legislación española al ordenamiento de la Unión para, entre otras cuestiones, lograr un correcto funcionamiento del mercado interior, poner fin a la fragmentación del mercado de productos y servicios accesibles y crear economías de escala.
- De forma parcial, la Directiva (UE) 2021/1883 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de octubre de 2021, relativa a las condiciones de entrada y residencia de nacionales de terceros países con fines de empleo de alta cualificación, y por el que se deroga la Directiva 2009/50/CE del Consejo.
- Directiva (UE) 2020/284 del Consejo, de 18 de febrero de 2020, por la que se modifica la Directiva 2006/112/CE en lo que respecta a la introducción de determinados requisitos para los proveedores de servicios de pago.
- Directiva (UE) 2019/1151 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que respecta a la utilización de herramientas y procesos digitales en el ámbito del Derecho de sociedades, conocida como «directiva de digitalización de sociedades» o «directiva de herramientas digitales». La finalidad es asegurar un entorno jurídico y administrativo ante los nuevos desafíos económicos y sociales de la digitalización y basado, principalmente, en la constitución de las sociedades de capital íntegramente en línea, así como de sus actos posteriores o sucesivos, la presentación *on line* de los documentos necesarios para estas operaciones, la posibilidad de abrir y registrar una sucursal en otro Estado miembro de manera enteramente telemática y el funcionamiento de los registros mercantiles.

- Directiva (UE) 2020/262 del Consejo, de 19 de diciembre de 2019, por la que se establece el régimen general de los impuestos especiales.
- Directiva (UE) 2020/1151 del Consejo, de 29 de julio de 2020, por la que se modifica la Directiva 92/83/CEE relativa a la armonización de las estructuras de los impuestos especiales sobre el alcohol y las bebidas alcohólicas.

Se llama la atención sobre las modificaciones siguientes:

- El título IV se compone de seis artículos, del 34 al 39, que contienen modificaciones de diferentes normas, en concreto de la Ley del Notariado, de 28 de mayo de 1862; del Código de Comercio; de la Ley Hipotecaria, aprobada por el Decreto de 8 de febrero de 1946; de la Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social; de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, y del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 2 de julio, con la finalidad de incorporar a nuestro ordenamiento la Directiva (UE) 2019/1151 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 en lo que respecta a la utilización de herramientas y procesos digitales en el ámbito del derecho de sociedades.

La Ley del Notariado se modifica con el fin de regular un protocolo electrónico que refleje las matrices de los instrumentos públicos, la posibilidad de consulta digital motivada del índice único informatizado general por el Consejo General del Notariado y las Administraciones públicas, y la introducción de un nuevo artículo que establece la posibilidad de otorgamiento de ciertos instrumentos a través de videoconferencia y comparecencia electrónica, así como disposiciones en materia de seguridad y archivos. A los efectos de la debida colaboración del notario y de su organización corporativa con las Administraciones públicas, los notarios estarán obligados a llevar índices informatizados y, en su caso, en soporte papel de los documentos protocolizados e intervenidos.

En cuanto a la Ley Hipotecaria, las modificaciones se centran, fundamentalmente, en regular la sede electrónica general, la posibilidad de las comunicaciones de la ciudadanía y con otros organismos por medios electrónicos, la publicidad registral por estos mismos medios, la creación de un sistema informático registral adicional y un repositorio electrónico con información actualizada de las fincas (entrará en vigor al año de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*).

Se introducen las modificaciones pertinentes en la legislación sobre medidas fiscales, administrativas y de orden social para permitir la utilización por registradores de sistemas de videoconferencia e interoperabilidad con otros registros, a los efectos del ejercicio de sus respectivas funciones públicas establecidas en la Ley Hipotecaria y demás leyes que le sean de aplicación, y el acceso por los interesados a la aplicación abierta en la sede electrónica de los registradores utilizando los sistemas de identificación electrónica. Asimismo, se dispone que los sistemas de información y comunicación

que utilicen registradores y notarios deberán ser interoperables entre sí para facilitar su comunicación e integración.

- La disposición final segunda procede a la modificación de ciertos preceptos, todos ellos de rango ordinario, de la Ley Orgánica 3/2018, de 5 de diciembre, de Protección de Datos Personales y garantía de los derechos digitales, con motivo de la corrección de errores del Reglamento europeo sobre protección de datos y, en consecuencia, la eliminación del apercibimiento del catálogo de sanciones a imponer a responsables y encargados, sustituyéndolo por la formulación de un requerimiento. La reforma introduce, además, un nuevo artículo que habilita y regula la realización de actuaciones de investigación a través de sistemas digitales, y se aumenta de 9 a 12 meses la duración máxima del procedimiento sancionador, y de 12 a 18 meses la de las actuaciones previas de investigación.
- **Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio**, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea.

Este real decreto-ley se estructura en una parte expositiva y una parte dispositiva que consta de 5 libros, conformados por 226 artículos, 5 disposiciones adicionales, 10 disposiciones transitorias, 1 disposición derogatoria y 9 disposiciones finales.

El libro primero traspone al ordenamiento jurídico español la Directiva (UE) 2019/2121 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, en lo que atañe a las transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas intracomunitarias, estructurándose en cuatro títulos.

El título I incluye un capítulo I que contiene disposiciones preliminares relativas a las limitaciones y exclusiones aplicables a las distintas operaciones de modificación estructural reguladas, y un capítulo II que contiene, novedosamente, las disposiciones comunes aplicables a todas las modificaciones estructurales, sin distinción de que sean operaciones internas o transfronterizas, no obstante las adaptaciones en su caso oportunas a cada operación y que comprenden: la elaboración del proyecto de modificación estructural, los informes del órgano de administración y de expertos independientes, la publicidad preparatoria del acuerdo, la aprobación de operación proyectada, el acuerdo unánime de modificación estructural, la publicación e impugnación del acuerdo, la protección de socios y acreedores y la eficacia de la inscripción y validez de la operación inscrita.

Estas disposiciones comunes se completan, en el título II, con una serie de normas específicas para cada uno de los tipos de modificación interna regulados en

la ley: transformación por cambio de tipo social (capítulo I), fusión (capítulo II), escisión (capítulo III) y cesión global de activo y pasivo (capítulo IV).

Se deroga la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles. La disposición transitoria primera prevé la aplicación temporal de las disposiciones contenidas en el libro primero del presente real decreto-ley a las modificaciones estructurales de sociedades mercantiles que se encuentren pendientes de aprobación a la entrada en vigor del real decreto-ley. Las disposiciones adicionales segunda y tercera establecen que la transformación, fusión, escisión o cesión global de activo y pasivo de las sociedades colectivas no inscritas y, en general, de las sociedades irregulares requerirán su previa inscripción registral, así como el régimen aplicable a las operaciones de transformación, fusión, escisión y cesión global o parcial de activos y pasivos entre entidades de crédito y entre entidades aseguradoras, respectivamente.

Se introducen una serie de medidas urgentes en materia financiera en el título I del libro quinto. El capítulo I modifica, en lo que concierne a los bonos garantizados: las reglas de valoración de los activos que forman parte del conjunto de cobertura, las normas de gestión de entradas y salidas de préstamos de dicho conjunto por las entidades, la autorización de reestructuraciones de préstamos por el órgano de control del conjunto de cobertura cuando el origen sea una norma de obligado cumplimiento, las reglas de actuación por el administrador especial en caso de que los pasivos del programa de bonos garantizados sean inferiores a los activos, y se clarifica el régimen de registro del órgano de control del conjunto de cobertura y se establece su régimen sancionador.

El título VI del libro quinto incluye diversas medidas de carácter organizativo y de mejora de la eficiencia administrativa. El capítulo II modifica la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito para restablecer el plazo de un año de que dispone el Banco de España para resolver los expedientes sancionadores, derogado por la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. El Banco de España, en el ejercicio de su potestad sancionadora, debe contar con plazo suficiente y equivalente al que ya disponen la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, de forma que se garantice la instrucción adecuada de los procedimientos sancionadores. En el capítulo III, se incluye una modificación del artículo 8.6 y de la disposición adicional tercera de la Ley 50/1997, de 27 de noviembre, del Gobierno, relativa a la Comisión General de Secretarios de Estado y Subsecretarios en lo que se refiere a sus reuniones, deliberaciones y adopción de decisiones, al objeto de que puedan realizarse telemáticamente de forma ordinaria.

La disposición final tercera modifica el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, a fin de adaptarlo a lo dispuesto en la Directiva (UE) 2019/2121, de 27 de noviembre, sobre modificaciones estructurales de sociedades de capital.

- **Real Decreto 571/2023, de 4 de julio**, sobre inversiones exteriores.

La publicación de este nuevo real decreto obedece, por una parte, a la *Definición Marco de Inversión Exterior Directa* publicada en su cuarta edición de 2008 por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que lleva a introducir una serie de cambios a fin de adaptarse a los estándares mundiales y a suprimir la obligación de declaración para las inversiones en valores negociables que no llevan aparejada la intención de influir en el control de una empresa y que, por tanto, pertenecen a la categoría de inversión de cartera; también, se modifican los límites de las diferentes declaraciones estadísticas por razones de la experiencia acumulada en los 20 años de vigencia del anterior real decreto.

Debido a los cambios acaecidos en los más de 20 años transcurridos desde la entrada en vigor del Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, se ha considerado necesaria la articulación de un nuevo desarrollo que adecue la norma reglamentaria a la nueva estructura legal (operada por recientes reales decretos-leyes) y al Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2019, mejore la calidad y comparabilidad internacional de las estadísticas, reduzca las cargas administrativas para el inversor y especifique, con mayor precisión, los supuestos de suspensión del régimen de inversiones extranjeras, para ofrecer una mayor seguridad jurídica a los inversores.

Asimismo, la norma observa lo dispuesto por la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención de blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, y se abstiene de regular el régimen de cobros y pagos desde o hacia el exterior, que continúa desarrollándose conforme a los procedimientos establecidos en el Real Decreto 1816/1991, de 20 de diciembre, sobre Transacciones Económicas con el Exterior, y sus disposiciones de desarrollo.

Este real decreto de inversiones exteriores deroga el Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores, y entró en vigor el día 1 de septiembre de 2023.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Resolución de 11 de julio de 2023**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre medidas de intervención de producto relativas a contratos financieros por diferencias y otros productos apalancados.
- **Resolución de 26 de julio de 2023**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior.

Se modifican, entre otros aspectos, el apartado 2 del artículo 27, creando en la Secretaría General una Vicesecretaría General y el apartado 6 del artículo 27 a los efectos de las suplencias; se introduce una nueva letra ñ) en el apartado 3 del artículo 30 (Supervisión de los asesores de voto); se introduce un último párrafo en el apartado 1 del artículo 31 (Unidad de Prevención de Blanqueo de

Capitales); se modifica la letra c) del apartado 2 del artículo 31 (Competencias del Departamento de Información Financiera y Corporativa); se modifica el apartado 1 del artículo 33 y se da una nueva redacción al apartado 2 del artículo 33 (Competencias de la Secretaría General), y se introduce una nueva letra m) en el apartado 1 del artículo 42 (Procedimientos internos de funcionamiento de la CNMV: procedimiento de resolución de entidades de contrapartida central y de resolución preventiva de empresas de servicios de inversión).

Otros

- **Resolución de 16 de mayo de 2023**, del Banco de España, por la que se publica el Convenio con el Colegio Oficial de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España, para el depósito de cuentas.

European Securities Markets Authority (ESMA)

- **Directrices sobre supuestos de planes de recuperación de las ECC (artículo 9, apartado 12, del RRRECC)** (31.01.2022). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices sobre los indicadores de planes de recuperación de las ECC (artículo 9, apartado 5, del RRRECC)** (31.01.2022). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de remuneración de la MiFID II** (03.04.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices relativas a determinados aspectos de los requisitos de idoneidad de la MiFID II** (03.04.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices sobre procedimientos y metodologías comunes para el proceso de revisión y evaluación supervisora (PRES) en virtud de la Directiva (UE) 2019/2034** (21.07.2022). European Securities and Market Authority (ESMA)/ European Banking Authority (EBA).
- **Directrices sobre la aplicación coherente de las condiciones de activación de las medidas de actuación temprana (artículo 18, apartado 8, del RRRECC)** (01.06.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices por las que se especifican con mayor detalle las circunstancias para las restricciones temporales en caso de no incumplimiento importante, de conformidad con el artículo 45 bis del EMIR** (02.06.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).

- **Directrices sobre la aplicación de las circunstancias en las que se considera que una entidad de contrapartida central es inviable o es probable que vaya a serlo (artículo 22, apartado 6, del RRRECC)** (01.06.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).
- **Directrices sobre la metodología que debe utilizar la autoridad de resolución para determinar la valoración de los contratos antes de la rescisión a que se refiere el artículo 29, apartado 1, del RRRECC** (02.06.2023). European Securities and Markets Authority (ESMA).

Normativa europea (por orden de publicación en el DOUE)

- **Reglamento (UE) 2023/1113 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 31 de mayo de 2023, relativo a la información que acompaña a las transferencias de fondos y de determinados criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2015/849.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 150 de 09/06/2023, pp. 1-39.

- **Reglamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo y del Consejo**, de 31 de mayo de 2023, relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1093/2010 y (UE) n.º 1095/2010 y las Directivas 2013/36/UE y (UE) 2019/1937.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 150 de 09/06/2023, pp. 40-225.

- **Reglamento Delegado (UE) 2023/1626 de la Comisión**, de 19 de abril de 2023, por el que se modifican las normas técnicas de regulación establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2018/1229 en lo que respecta al mecanismo de sanción por fallos en la liquidación de operaciones compensadas presentadas para liquidación por las ECC.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 201 de 11/08/2023, pp. 1-3.

II Anexo estadístico

1 Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	28	32	27	9	12	6	8	10
Ampliaciones de capital	28	31	27	9	12	6	8	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	12	14	12	4	3	3	3	7
De las cuales dividendo elección	10	10	11	4	2	3	3	7
Ampliaciones de capital por conversión	2	4	4	1	3	2	2	1
De contrapartida no monetaria	1	4	2	0	2	0	0	1
Con derecho de suscripción preferente	5	4	2	0	0	0	1	0
Sin negociación de derechos de suscripción	9	10	10	3	5	1	3	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	0	0	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	40	50	55	9	25	9	10	10
Ampliaciones de capital	40	49	55	9	25	9	10	10
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	1	0	0	0	0
Ampliaciones de capital liberadas	17	20	16	4	3	3	3	7
De las cuales dividendo elección	15	16	15	4	2	3	3	4
Ampliaciones de capital por conversión	2	4	14	1	12	5	3	1
De contrapartida no monetaria	2	5	5	0	4	0	0	1
Con derecho de suscripción preferente	5	4	2	0	0	0	1	0
Sin negociación de derechos de suscripción	13	15	17	3	6	1	3	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	1	0	0	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	15.098,0	19.906,1	6.111,8	1.923,0	1.902,1	1.039,5	486,8	1.982,3
Ampliaciones de capital	15.098,0	17.705,8	6.111,8	1.923,0	1.902,1	1.039,5	486,8	1.982,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	150,1	100,0	200,0	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	6.194,9	5.478,1	3.591,5	1.610,8	328,3	1.025,6	35,6	1.974,7
De las cuales dividendo elección	6.193,1	5.451,8	3.590,0	1.610,8	326,8	1.025,6	35,6	1.974,7
Ampliaciones de capital por conversión	162,4	109,5	81,6	2,0	76,5	13,9	26,8	1,5
De contrapartida no monetaria ²	233,0	3.525,3	1.381,2	0,0	1.363,8	0,0	0,0	6,1
Con derecho de suscripción preferente	6.837,2	7.060,4	254,2	0,0	0,0	0,0	150,1	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	1.520,3	1.432,6	603,3	110,3	133,6	0,0	274,3	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	1.282,1	4.967,2	529,6	116,5	107,5	85,8	36,5	128,3
Ampliaciones de capital	1.282,1	4.884,9	529,6	116,5	107,5	85,8	36,5	128,3
Ofertas públicas de suscripción de valores	7,8	5,4	0,8	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Ampliaciones de capital liberadas	799,6	796,2	334,4	111,5	4,9	77,6	2,1	127,5
De las cuales dividendo elección	797,8	770,0	332,9	111,5	3,4	77,6	2,1	127,5
Ampliaciones de capital por conversión	1,7	46,3	6,5	0,0	6,4	8,2	26,8	0,0
De contrapartida no monetaria	68,0	3.289,0	19,3	0,0	10,6	0,0	0,0	0,8
Con derecho de suscripción preferente	370,9	98,8	22,9	0,0	0,0	0,0	2,4	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	34,2	649,2	145,6	4,1	85,5	0,0	5,1	0,0
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	82,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	9	44	41	19	13	12	11	15
Número de emisiones	14	77	88	30	18	30	21	24
Importe efectivo (millones de euros)	238,5	2.440,8	2.329,5	643,0	724,3	102,9	567,9	496,6
Ampliaciones de capital	238,5	2.440,8	2.329,5	643,0	724,3	102,9	567,9	496,6
De ellas, mediante OPS	173,5	1.654,2	1.487,1	399,3	680,7	0,0	481,3	455,1
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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	126	123	121	121	121	120	120	120
Empresas extranjeras	7	6	6	6	6	6	8	8
Segundo mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	0	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	11	10	9	9	9	9	8	8
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	6	6	6	6	6	6	5	5
Bilbao	2	2	2	2	2	2	2	0
Valencia	2	1	0	0	0	0	0	2
BME MTF Equity ³	2.580	2.432	1.349	2.093	1.349	819	716	677
Latibex	19	19	19	19	19	19	18	18

1 Datos al final del periodo.

2 No incluye ETF (*Exchange Traded Funds* o fondos cotizados).

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	690.101,6	781.805,0	724.476,0	645.678,0	724.476,0	791.476,3	800.849,6	804.856,2
Empresas extranjeras ³	113.478,9	147.213,9	141.178,4	115.485,5	141.178,4	155.953,6	161.893,9	179.416,9
Ibex 35	424.167,3	475.870,0	438.222,8	391.213,3	438.222,8	488.225,9	500.608,7	489.171,6
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.053,6	1.319,3	1.227,9	1.153,2	1.227,9	1.305,4	1.136,4	1.242,2
Madrid	30,9	23,1	32,8	37,5	32,8	36,5	34,5	34,5
Barcelona	956,0	1.258,7	14,7	1.122,2	1.201,5	1.275,4	1.108,4	1.214,2
Bilbao	20,6	19,2	0,0	14,7	0,0	14,7	14,7	14,7
Valencia	76,0	45,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	43.595,5	48.656,9	39.070,4	41.877,1	39.070,4	36.209,6	36.125,4	60.103,1
Latibex	177,2	196,1	228,5	203,4	228,5	239,3	258,8	283,6

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ¹	422.786,4	372.972,8	356.572,7	68.491,7	78.751,1	88.218,7	74.480,1	61.413,0
Empresas extranjeras	4.273,8	4.343,6	4.770,9	660,4	674,6	885,9	885,9	503,4
Segundo mercado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	2,5	7,4	8,3	0,8	2,0	1,0	0,9	0,1
Madrid	0,1	0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	2,4	7,4	7,7	0,8	2,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,9	0,1
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	3.929,0	3.559,2	3.837,3	759,0	1.160,7	996,8	732,5	528,8
Latibex	79,5	48,9	93,4	21,5	27,2	28,9	18,2	11,4

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
En sesión	405.120,5	355.841,2	342.364,3	66.656,5	73.313,2	86.577,5	72.907,0	60.309,0
Órdenes	278.516,1	237.430,5	247.439,8	52.307,0	52.983,3	65.232,4	47.538,1	44.758,9
Aplicaciones	42.666,5	40.006,0	35.058,8	6.932,9	7.779,0	8.951,4	7.114,3	5.441,9
Bloques	83.938,0	78.404,7	59.865,7	7.416,7	12.550,9	12.393,7	18.254,6	10.108,1
Fuera de hora	4.174,3	4.890,0	3.873,0	343,2	792,9	807,9	820,0	299,5
Autorizadas	2.001,4	1.213,3	867,1	212,8	109,4	84,6	65,7	183,9
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	5.250,9	5.306,1	5.125,0	184,2	3.153,1	0,0	0,0	0,0
OPV	967,8	1.723,2	467,5	220,0	0,0	0,0	72,4	0,0
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.369,1	2.787,7	2.458,4	551,1	980,4	442,1	423,5	461,2
Operaciones de cobertura	1.902,4	1.211,5	1.417,5	323,9	402,2	306,6	191,5	159,5

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	40	30	27	7	10	16	12	8
Cédulas hipotecarias	13	7	8	1	2	6	5	0
Cédulas territoriales	3	3	3	1	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	11	10	7	4	3	4	6	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	3	2	0	1	1	2	0
Bonos de titulización	15	12	11	2	4	3	2	3
Otras emisiones de renta fija	2	1	0	0	0	2	0	0
Participaciones preferentes	2	3	0	0	0	2	0	1
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	233	156	127	29	42	40	33	26
Cédulas hipotecarias	26	16	21	5	4	7	11	0
Cédulas territoriales	6	3	4	1	0	1	0	0
Bonos y obligaciones no convertibles	143	81	45	8	23	11	12	6
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	4	4	0	1	1	2	0
Bonos de titulización	52	48	53	15	14	15	8	19
Otras emisiones de renta fija	4	1	0	0	0	3	0	0
Participaciones preferentes	2	3	0	0	0	2	0	1
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	109.819,7	81.210,7	84.866,9	8.406,5	29.965,9	27.589,0	17.593,3	3.789,8
Cédulas hipotecarias	22.960,0	28.920,0	31.350,0	6.000,0	4.050,0	8.750,0	11.800,0	0,0
Cédulas territoriales	9.150,0	5.500,0	3.540,0	500,0	0,0	750,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones no convertibles	33.412,5	24.756,7	27.532,2	547,4	22.063,5	9.678,3	1.989,3	1.489,3
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	1.210,0	1.800,0	0,0	500,0	130,0	1.000,0	0,0
Bonos de titulización	36.281,0	18.375,7	20.644,7	1.359,1	3.352,4	3.800,5	2.804,0	2.050,5
Otras emisiones de renta fija	6.266,2	823,3	0,0	0,0	0,0	3.380,2	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.750,0	1.625,0	0,0	0,0	0,0	1.100,0	0,0	250,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	14.312,1	5.727,2	1.825,1	87,0	286,8	1.652,9	836,0	533,2
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Total	104.403,5	78.865,8	98.766,9	24.686,6	18.088,0	30.064,6	21.875,5	9.887,4
Pagarés	22.257,7	20.157,0	39.524,5	16.288,0	9.669,3	10.446,9	4.744,9	6.482,5
Bonos y obligaciones	5.404,8	3.288,1	3.707,7	539,5	1.016,3	1.237,2	2.876,6	961,9
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	130,0	0,0	0,0
Cédulas territoriales	22.960,0	28.920,0	31.350,0	6.000,0	4.050,0	9.100,0	11.450,0	0,0
Bonos de titulización	9.150,0	5.500,0	3.540,0	500,0	0,0	750,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	36.281,0	18.375,7	20.644,7	1.359,1	3.352,4	3.800,5	2.804,0	2.193,0
Bonos matador	1.750,0	1.625,0	0,0	0,0	0,0	1.100,0	0,0	250,0
Otras emisiones de renta fija	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

¹ Solo incluye renta fija privada.

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	321	292	272	275	272	270	270	264
Renta fija privada	287	255	236	238	236	234	234	230
Pagarés	8	7	6	5	6	7	9	10
Bonos y obligaciones	39	37	31	32	31	31	31	32
Cédulas hipotecarias	29	27	23	25	23	23	23	23
Cédulas territoriales	8	6	4	4	4	5	5	5
Bonos de titulización	222	198	187	187	187	183	182	176
Participaciones preferentes	5	5	5	5	5	5	5	5
Bonos matador	5	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	34	38	36	37	36	36	36	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	15	15	14	15	14	15	15	13
Deuda pública extranjera	10	13	13	13	13	13	13	12
Otra deuda pública	10	11	9	10	9	9	9	9
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.610	2.451	2.353	2.337	2.353	2.332	2.297	2.558
Renta fija privada	1.646	1.453	1.370	1.334	1.370	1.338	1.303	1.245
Pagarés	53	54	121	49	121	126	141	134
Bonos y obligaciones	580	469	367	380	367	334	291	264
Cédulas hipotecarias	200	183	156	174	156	156	160	159
Cédulas territoriales	22	18	13	14	13	13	13	12
Bonos de titulización	777	715	699	703	699	693	683	661
Participaciones preferentes	9	11	11	11	11	13	12	12
Bonos matador	5	3	3	3	3	3	3	3
Deuda pública	964	998	983	1.003	983	994	994	1.001
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	231	233	232	234	232	232	232	229
Deuda autonómica	167	171	155	165	155	158	156	158
Deuda pública extranjera	533	558	560	564	560	565	566	573
Otra deuda pública	21	24	24	28	24	27	28	29
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.297.532,5	6.261.394,3	6.036.311,1	6.099.991,9	6.036.311,1	9.452.238,5	9.639.230,5	9.996.668,2
Renta fija privada	458.580,5	432.063,7	384.144,5	409.648,5	384.144,5	383.888,8	387.351,1	382.671,8
Pagarés	4.812,4	5.747,3	8.715,2	4.833,2	8.715,2	8.363,9	6.814,4	6.694,0
Bonos y obligaciones	48.105,9	43.975,9	37.838,3	37.359,7	37.838,3	42.406,7	43.015,3	43.872,7
Cédulas hipotecarias	199.054,1	199.681,7	175.698,3	200.556,4	175.698,3	174.231,5	181.803,7	181.775,8
Cédulas territoriales	18.262,3	17.544,0	12.585,0	14.585,0	12.585,0	13.240,0	13.240,0	13.040,0
Bonos de titulización	181.341,0	156.695,2	140.888,0	143.894,7	140.888,0	136.127,1	133.307,9	129.088,7
Participaciones preferentes	6.690,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	9.325,0	8.975,0	8.006,0
Bonos matador	314,8	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.838.952,0	5.829.330,6	5.652.166,6	5.690.343,4	5.652.166,6	9.068.349,7	9.251.879,4	9.613.996,4
Letras del Tesoro	79.765,7	79.409,6	74.881,0	76.859,5	74.881,0	72.577,0	71.003,9	71.485,1
Bonos y obligaciones del Estado	1.026.625,5	1.094.574,1	1.184.497,3	1.177.934,7	1.184.497,3	1.221.927,2	1.254.525,0	1.268.136,6
Deuda autonómica	32.775,5	36.131,2	35.109,3	35.594,6	35.109,3	37.120,9	37.611,5	37.590,6
Deuda pública extranjera	4.692.674,9	4.592.786,5	4.339.951,8	4.359.064,7	4.339.951,8	7.698.245,0	7.849.887,4	8.197.432,5
Otra deuda pública	7.110,4	26.429,1	17.727,1	40.889,9	17.727,1	38.479,6	38.851,6	39.351,6

1 Importes nominales.

AIAF. Contratación

CUADRO 1.9

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
POR TIPO DE ACTIVO								
Total	140.509,4	47.719,0	18.782,9	3.222,3	4.162,8	6.046,5	8.322,8	2.979,1
Renta fija privada	170,2	174,3	106,7	18,4	25,4	28,7	23,2	23,6
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos y obligaciones	169,4	174,3	105,8	18,4	24,5	27,0	23,2	23,6
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,0
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos de titulación	0,0	0,0	0,9	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública	140.339,2	47.544,7	18.676,2	3.203,9	4.137,5	6.017,8	8.299,7	2.955,6
Letras del Tesoro	27.975,5	5.186,3	730,3	170,3	204,9	211,5	250,4	60,9
Bonos y obligaciones del Estado	83.478,8	21.997,4	5.623,7	501,4	887,6	1.977,4	2.263,4	1.808,4
Deuda autonómica	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda pública extranjera	28.884,9	20.361,0	12.322,3	2.532,1	3.044,9	3.828,9	5.785,9	1.086,3
Otra deuda pública	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
POR TIPO DE OPERACIÓN								
Total	140.509,4	47.719,0	18.782,9	3.222,3	4.162,8	6.046,5	8.322,8	2.979,1
Simple	140.509,4	47.719,0	18.782,9	3.222,3	4.162,8	6.046,5	8.322,8	2.979,1
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Total	140.495,9	47.564,1	18.771,9	3.219,9	4.162,4	6.035,5	8.322,1	2.978,2
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras	140.495,9	47.564,1	18.771,9	3.219,9	4.162,4	6.035,5	8.322,1	2.978,2
Entidades de crédito	176,6	278,3	92,6	18,0	26,2	54,2	45,1	49,2
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	140.319,3	47.285,8	18.679,3	3.201,9	4.136,2	5.981,3	8.277,0	2.929,0
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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	11	10	8	10	8	8	8	8
Emisores privados	4	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	4	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	7	6	4	6	4	4	4	4
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	44	49	40	43	40	39	37	36
Emisores privados	11	11	11	11	11	11	11	10
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	11	11	11	11	11	11	11	10
Administraciones públicas ¹	33	38	29	32	29	28	26	26
Comunidades autónomas	18	26	24	25	24	24	23	23
SALDO VIVO² (millones de euros)								
Total	6.158,4	8.399,3	7.717,5	7.886,8	7.717,5	7.685,8	7.217,9	7.213,6
Emisores privados	366,3	319,4	273,3	283,4	273,3	256,6	297,3	293,1
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	366,3	319,4	273,3	283,4	273,3	256,6	297,3	293,1
Administraciones públicas ¹	5.792,2	8.079,9	7.444,2	7.603,3	7.444,2	7.429,3	6.920,6	6.920,6
Comunidades autónomas	5.179,3	7.549,3	7.338,6	7.398,6	7.338,6	7.338,6	6.838,6	6.838,6

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Total	120.706,0	174.959,0	100.432,0	20.829,0	24.584,0	47.188,0	48.985,0	45.593,0
Simples	120.706,0	174.959,0	100.432,0	20.829,0	24.584,0	47.188,0	48.985,0	45.593,0
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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Sobre deuda	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre bono nocional ¹	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobre Ibex 35 ^{2,3}	6.395.357	5.547.599	5.693.086	1.303.319	1.349.644	1.264.832	1.120.767	385.535
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.905.782	5.260.568	5.445.516	1.258.725	1.285.178	1.219.196	1.099.365	371.177
Futuro mini sobre Ibex 35	154.351	92.657	93.450	20.341	17.037	16.595	13.016	6.034
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	91.571	45.450	19.708	1.650	12.498	5.015	1.425	0
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	0	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	104.132	69.667	42.485	9.023	10.441	8.517	3.376	3.338
Opción <i>put</i> mini	139.521	79.257	91.927	13.580	24.490	15.509	3.584	4.986
Sobre acciones ⁴	30.313.892	25.434.719	25.333.109	5.283.881	8.376.571	9.785.272	3.923.006	5.316.876
Futuros	10.968.411	11.346.047	10.313.726	1.549.644	3.887.983	6.057.018	938.150	3.098.879
Futuros sobre dividendos de acciones	130.055	2.100	12.550	6.050	6.400	300	250	0
Futuros sobre dividendos de acciones plus	7.752	20.800	13.510	0	4.470	4.090	0	12.224
Opción <i>call</i>	8.564.019	6.131.488	7.900.379	1.969.545	2.361.984	1.842.611	1.232.244	817.032
Opción <i>put</i>	10.643.655	7.934.284	7.092.944	1.758.642	2.115.734	1.881.253	1.752.362	1.388.741

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	1.151,8	2.142,7	5.233,0	1.289,1	1.209,7	2.166,9	1.371,3	944,5
Sobre acciones	429,7	792,8	1.595,9	344,1	386,3	344,5	187,7	220,3
Sobre índices	674,0	1.258,6	3.014,2	754,5	719,8	1.736,5	1.152,9	658,1
Sobre materias primas	23,3	87,1	493,6	99,0	87,5	77,6	24,9	22,0
Sobre divisas	24,8	4,2	18,2	0,5	16,2	8,4	5,8	0,7
Sobre derivados	0,0	0,0	111,1	90,9	0,0	0,0	0,0	0,5
Número de emisiones	3.081	4.581	7.383	1.819	1.500	2.991	2.098	1.391
Número de emisores	5	3	2	2	1	2	2	2

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	319,7	289,2	599,6	161,4	172,4	112,6	71,3	109,0
Sobre acciones nacionales	121,1	123,3	86,0	20,8	20,3	20,0	12,9	11,1
Sobre acciones extranjeras	26,0	18,2	26,4	4,4	8,5	8,9	4,3	3,1
Sobre índices	161,7	143,4	436,8	119,8	129,1	81,1	47,8	92,6
Otros ¹	10,9	4,3	50,4	16,5	14,6	2,6	6,3	1,8
Número de emisiones ²	3.785	3.249	764	970	764	1.123	894	852
Número de emisores ²	7	4	2	2	2	2	3	2
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	1	1	0	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	1	1	0	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	2.548,1	1.549,0	1.604,8	328,5	291,0	374,5	234,9	361,2
Número de fondos	5	5	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	241,5	259,8	241,2	206,7	241,2	230,5	235,8	220,8

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	38	33	34	34	34	35	37	38
Sucursales en España	14	13	15	15	15	15	16	16
Agentes operantes en España	1.407	1.359	1.222	1.194	1.222	1.229	1.263	1.273
Sucursales en el EEE ¹	8	4	5	4	5	5	5	5
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	25	20	23	21	23	23	23	25
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	205	161	204	192	204	204	254	255
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	57	58	61	62	61	61	61	62
Sucursales en España	24	21	20	19	20	20	23	20
Agentes operantes en España	353	729	1.246	1.102	1.246	1.222	1.297	1.312
Sucursales en el EEE ¹	0	4	6	6	6	6	4	4
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	30	30	32	34	32	32	32	34
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	205	200	211	211	211	211	229	227
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	0	0	0	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	140	140	143	144	143	141	144	144
Sucursales en España	23	21	21	21	21	21	21	21
Sucursales en el EEE ¹	2	1	0	0	0	0	0	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	27	26	23	25	23	23	23	23
Pasaportes para operar en el EEE ^{1,2}	47	49	46	48	46	46	47	47
ENTIDADES DE CRÉDITO³								
Entidades nacionales	110	108	108	109	108	108	109	109

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III
Total	3.617	1.369	1.432	1.430	1.432	1.357	1.327	1.325
Empresas de servicios de inversión	3.131	952	974	974	974	897	868	868
Comunitarias	3.128	947	968	969	968	891	862	862
Con sucursal	66	41	43	43	43	45	47	46
En libre prestación de servicios	3.062	906	925	926	925	846	815	816
Extracomunitarias	3	5	6	5	6	6	6	6
Con sucursal	0	2	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	3	4	3	4	4	4	4
Entidades de crédito ¹	486	417	458	456	458	460	459	457
Comunitarias	480	412	452	450	452	454	453	451
Con sucursal	50	52	52	52	52	51	50	50
En libre prestación de servicios	430	360	400	398	400	403	403	401
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	5	6	6	6	6	6	6
Con sucursal	4	3	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	2	2	3	3	3	3	3	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
RENTA FIJA								
Total	3.782.640,8	2.594.772,6	2.901.223,2	805.570,9	624.759,1	635.540,3	865.166,3	802.217,1
Sociedades de valores	3.345.439,9	2.585.400,6	2.890.878,3	803.336,2	622.580,6	632.703,3	862.910,3	800.030,6
Mercados organizados nacionales	1.261.885,8	1.191.945,3	662.074,8	202.988,9	135.350,2	109.796,8	120.914,8	125.460,2
Otros mercados nacionales	1.721.922,5	910.070,8	1.289.213,6	360.096,8	230.319,1	237.722,5	394.767,4	331.687,3
Mercados extranjeros	361.631,6	483.384,5	939.589,9	240.250,5	256.911,3	285.184,0	347.228,1	342.883,1
Agencias de valores	437.200,9	9.372,0	10.344,9	2.234,7	2.178,5	2.837,0	2.256,0	2.186,5
Mercados organizados nacionales	1.229,4	1.017,0	2.044,6	408,3	417,5	857,6	409,7	170,7
Otros mercados nacionales	405.199,7	66,4	454,6	84,9	130,5	207,9	84,8	33,9
Mercados extranjeros	30.771,8	8.288,6	7.845,7	1.741,5	1.630,5	1.771,5	1.761,5	1.981,9
RENTA VARIABLE								
Total	1.816.691,4	1.200.274,7	146.070,1	35.219,7	44.140,4	38.967,4	48.641,1	65.948,8
Sociedades de valores	1.793.180,4	1.180.119,1	130.376,3	32.127,8	40.605,9	34.925,3	37.961,4	61.515,5
Mercados organizados nacionales	261.188,7	76.177,3	38.170,8	11.921,0	7.398,6	9.009,5	15.218,5	14.931,2
Otros mercados nacionales	5.938,7	6.870,4	2.802,8	501,6	763,6	809,1	970,0	687,0
Mercados extranjeros	1.526.053,0	1.097.071,4	89.402,7	19.705,2	32.443,7	25.106,7	21.772,9	45.897,3
Agencias de valores	23.511,0	20.155,6	15.693,8	3.091,9	3.534,5	4.042,1	10.679,7	4.433,3
Mercados organizados nacionales	7.137,8	6.622,8	5.978,1	1.246,1	1.378,8	1.604,3	2.160,7	1.579,4
Otros mercados nacionales	1.094,9	1.486,3	864,8	193,7	194,5	169,9	6.927,7	248,3
Mercados extranjeros	15.278,3	12.046,5	8.850,9	1.652,1	1.961,2	2.267,9	1.591,3	2.605,6

¹ Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
Total	11.557.923,7	9.485.119,1	9.792.568,5	2.502.567,8	1.905.425,4	2.758.375,2	2.654.973,5	2.190.955,1
Sociedades de valores	11.261.186,5	9.350.998,3	8.817.459,1	2.348.805,3	1.578.581,7	2.436.358,5	2.274.128,3	1.883.370,6
Mercados organizados nacionales	3.839.450,0	4.273.458,5	4.192.650,3	1.159.203,0	696.719,6	1.123.297,4	948.680,0	767.313,4
Mercados organizados extranjeros	5.884.599,5	4.122.054,3	4.451.806,6	1.132.031,8	864.404,5	1.277.525,0	1.296.845,1	1.086.613,4
Mercados no organizados	1.537.137,0	955.485,5	173.002,2	57.570,5	17.457,6	35.536,1	28.603,2	29.443,8
Agencias de valores	296.737,2	134.120,8	975.109,4	153.762,5	326.843,7	322.016,7	380.845,2	307.584,5
Mercados organizados nacionales	12.975,9	6.858,9	9.075,1	2.274,4	1.210,0	2.605,3	1.974,7	1.093,8
Mercados organizados extranjeros	195.686,4	124.124,2	960.541,5	150.540,6	323.409,1	317.698,2	375.250,9	303.264,6
Mercados no organizados	88.074,9	3.137,7	5.492,8	947,5	2.224,6	1.713,2	3.619,6	3.226,1

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

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	44.982	89.646	103.905	100.549	101.970	103.905	107.445	109.790
Sociedades de valores. Total	3.585	19.317	21.914	21.949	22.161	21.914	21.780	21.362
IIC ³	42	38	29	39	37	29	27	24
Otras ⁴	3.543	19.279	21.885	21.910	22.124	21.885	21.753	21.338
Agencias de valores. Total	41.397	70.329	81.991	78.600	79.809	81.991	85.665	88.428
IIC ³	82	64	38	60	64	38	43	48
Otras ⁴	41.315	70.265	81.953	78.540	79.745	81.953	85.622	88.380
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	6.098.558	8.088.415	8.206.522	7.843.069	8.165.778	8.206.522	8.836.150	9.495.573
Sociedades de valores. Total	2.687.786	2.907.767	2.901.726	2.714.109	2.834.296	2.901.726	3.028.061	3.160.950
IIC ³	1.280.966	592.849	393.165	402.884	403.677	393.165	330.085	338.712
Otras ⁴	1.406.820	2.314.918	2.508.561	2.311.225	2.430.619	2.508.561	2.697.976	2.822.238
Agencias de valores. Total	3.410.772	5.180.648	5.304.796	5.128.960	5.331.482	5.304.796	5.808.089	6.334.623
IIC ³	1.256.276	1.125.208	1.276.836	864.387	1.231.823	1.276.836	1.433.316	1.572.117
Otras ⁴	2.154.496	4.055.440	4.027.960	4.264.573	4.099.659	4.027.960	4.374.773	4.762.506

1 Datos al final del periodo.

2 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

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

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

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

CUADRO 2.6

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	31.169	34.006	48.139	49.475	50.157	48.139	42.336	59.425
Sociedades de valores. Total	8.721	9.727	20.133	17.300	17.502	20.133	21.168	22.293
Clientes minoristas	8.670	9.674	20.076	17.243	17.442	20.076	21.102	22.218
Clientes profesionales	45	48	43	48	52	43	52	58
Contrapartes elegibles	6	5	14	9	8	14	14	17
Agencias de valores. Total	22.448	24.279	28.006	32.175	32.655	28.006	21.168	37.132
Clientes minoristas	22.128	24.007	27.638	31.858	32.329	27.638	21.102	36.744
Clientes profesionales	282	235	327	279	287	327	52	349
Contrapartes elegibles	38	37	41	38	39	41	14	39
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero⁴ (miles de euros)								
Total ³	39.803	48.086	45.484	24.373	37.106	45.484	9.247	18.611
Sociedades de valores	5.813	7.944	7.937	3.248	4.989	7.937	2.133	4.150
Agencias de valores	33.990	40.142	37.547	21.125	32.117	37.547	7.114	14.461

1 Datos al final del periodo.

2 Desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no están disponibles los datos de patrimonio asesorado con periodicidad trimestral.

3 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Sociedades de valores

CUADRO 2.7

Miles de euros¹

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	35.957	41.565	66.519	43.362	66.519	5.563	37.714	48.979
II. Comisiones netas	310.868	265.790	191.789	141.271	191.789	55.830	104.273	120.387
Comisiones percibidas	525.812	481.945	293.594	218.557	293.594	82.098	155.637	179.620
Tramitación y ejecución de órdenes	254.307	164.293	105.849	78.952	105.849	34.364	62.903	71.274
Colocación y aseguramiento de emisiones	5.279	86.324	7.881	7.358	7.881	1.254	2.119	2.634
Depósito y anotación de valores	39.260	36.880	32.979	25.234	32.979	8.760	16.731	18.810
Gestión de carteras	13.128	15.860	14.096	10.150	14.096	3.555	7.362	8.705
Diseño y asesoramiento	16.282	20.316	19.162	12.759	19.162	4.882	9.140	10.821
Búsqueda y colocación de paquetes	1.960	5.306	1.010	977	1.010	14	16	159
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	50.985	64.608	63.402	47.478	63.402	17.047	33.879	39.667
Otras	144.611	88.356	49.215	35.647	49.215	12.222	23.486	27.550
Comisiones satisfechas	214.944	216.155	101.805	77.286	101.805	26.268	51.364	59.233
III. Resultado de inversiones financieras	97.113	32.733	57.558	37.641	57.558	14.147	25.730	27.661
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	91.278	35.370	1.372	1.890	1.372	1.170	2.715	2.749
V. Margen bruto	535.216	375.458	317.238	224.164	317.238	76.710	170.431	199.776
VI. Resultado de explotación	124.993	88.966	90.039	67.909	90.039	20.525	55.115	66.287
VII. Resultado de actividades continuadas	102.928	93.481	82.156	66.992	82.156	19.209	53.414	64.575
VIII. Resultado neto del ejercicio	102.928	90.708	82.156	66.992	82.156	19.209	53.414	64.575

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

2 Datos disponibles: julio de 2023.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	221.894	108.249	122.542	54.477	83.012	122.542	21.103	66.321
Activos monetarios y deuda pública	23.229	3.039	-2.032	-558	-467	-2.032	-541	1.196
Otros valores de renta fija	18.457	19.224	47.796	19.341	28.736	47.796	14.269	24.075
Cartera interior	11.796	4.920	7.462	5.475	7.203	7.462	2.055	4.614
Cartera exterior	6.661	14.304	40.334	13.866	21.533	40.334	12.214	19.461
Renta variable	21.860	6.845	11.693	4.943	8.131	11.693	2.319	3.513
Cartera interior	22.859	5.281	7.200	3.757	5.855	7.200	1.435	1.902
Cartera exterior	-999	1.564	4.493	1.186	2.276	4.493	884	1.611
Derivados	28.367	-21.138	2.064	646	1.010	2.064	-1.153	-1.490
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.851	-6.446	-21	-48	-83	-21	427	948
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	-6.207	3.177	9.394	2.643	5.065	9.394	5.443	11.076
Diferencias de cambio netas	-981	971	-273	485	1.158	-273	-300	-294
Otros productos y cargas de explotación	92.259	34.398	1.645	900	732	1.645	1.470	3.008
Otras operaciones	51.761	68.179	52.276	26.125	38.730	52.276	-831	24.289
MARGEN DE INTERESES								
Total	35.957	41.564	66.519	28.205	43.362	66.519	5.562	37.713
Activos monetarios y deuda pública	922	804	457	236	340	457	145	263
Otros valores de renta fija	1.347	732	209	84	136	209	151	366
Cartera interior	556	81	76	30	43	76	85	212
Cartera exterior	791	651	133	54	93	133	66	154
Renta variable	962	973	4.014	1.113	1.452	4.014	327	758
Cartera interior	766	539	630	292	528	630	98	303
Cartera exterior	196	434	3.384	821	924	3.384	229	455
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-6.851	-6.446	-21	-48	-83	-21	427	948
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	-6.207	3.177	9.394	2.643	5.065	9.394	5.443	11.076
Otras operaciones	45.784	42.324	52.466	24.177	36.452	52.466	-931	24.302
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	97.113	32.734	57.557	24.762	37.642	57.557	14.147	25.730
Activos monetarios y deuda pública	22.307	2.235	-2.489	-794	-807	-2.489	-686	933
Otros valores de renta fija	17.110	18.492	47.587	19.257	28.600	47.587	14.118	23.709
Cartera interior	11.240	4.839	7.386	5.445	7.160	7.386	1.970	4.402
Cartera exterior	5.870	13.653	40.201	13.812	21.440	40.201	12.148	19.307
Renta variable	20.898	5.872	7.679	3.830	6.679	7.679	1.992	2.755
Cartera interior	22.093	4.742	6.570	3.465	5.327	6.570	1.337	1.599
Cartera exterior	-1.195	1.130	1.109	365	1.352	1.109	655	1.156
Derivados	28.367	-21.138	2.064	646	1.010	2.064	-1.153	-1.490
Otras operaciones	8.431	27.273	2.716	1.823	2.160	2.716	-124	-177
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	88.824	33.951	-1.534	1.510	2.008	-1.534	1.394	2.878
Diferencias de cambio netas	-981	971	-273	485	1.158	-273	-300	-294
Otros productos y cargas de explotación	92.259	34.398	1.645	900	732	1.645	1.470	3.008
Otras operaciones	-2.454	-1.418	-2.906	125	118	-2.906	224	164

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	932	454	960	960	960	67	143	1.030
II. Comisiones netas	143.162	173.785	170.724	128.015	170.724	42.637	83.223	100.950
Comisiones percibidas	165.094	202.333	198.293	150.324	198.293	50.377	98.993	120.342
Tramitación y ejecución de órdenes	22.035	14.140	18.030	13.239	18.030	5.373	9.758	11.007
Colocación y aseguramiento de emisiones	2.157	1.481	1.187	428	1.187	369	450	450
Depósito y anotación de valores	754	425	286	219	286	66	138	166
Gestión de carteras	14.554	22.874	23.388	18.245	23.388	6.081	12.411	14.454
Diseño y asesoramiento	34.128	40.421	38.167	32.640	38.167	7.326	14.613	18.747
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	62.134	91.375	94.339	68.553	94.339	23.098	49.110	57.791
Otras	29.331	31.617	22.896	17.000	22.896	8.064	12.512	17.725
Comisiones satisfechas	21.932	28.548	27.569	22.309	27.569	7.740	15.770	19.392
III. Resultado de inversiones financieras	-5.562	666	-1.479	-1.861	-1.479	319	583	825
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	-968	-776	588	899	588	-489	-493	-595
V. Margen bruto	137.564	174.129	170.793	128.013	170.793	42.534	83.454	102.210
VI. Resultado de explotación	3.339	26.155	10.018	4.736	10.018	7.154	7.344	8.996
VII. Resultado de actividades continuadas	2.836	22.802	10.364	6.664	10.364	7.055	7.791	9.245
VIII. Resultado neto del ejercicio	2.836	22.802	10.364	6.664	10.364	7.055	7.791	9.245

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

2 Datos disponibles: julio de 2023.

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

CUADRO 2.10

	2018	2019	2020	2021	2022
TOTAL SAV³					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	915.187	1.165.522	1.026.770	612.842	449.135
% exceso ⁴	429,56	486,61	277,64	541,03	363,05
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	20	23	26	25	34
> 100-≤ 300 %	28	30	29	35	29
> 300-≤ 500 %	10	10	12	12	10
> 500 %	15	13	10	19	15
SOCIEDADES DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	874.235	1.118.273	960.720	506.721	372.541
% exceso ⁴	464,51	520,42	285,14	654,90	431,57
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	7	7	9	4	9
> 100-≤ 300 %	10	14	11	12	12
> 300-≤ 500 %	7	4	8	5	3
> 500 %	14	11	8	12	8
AGENCIAS DE VALORES					
Exceso de recursos propios (miles de euros)	40.952	47.249	66.051	106.121	76.595
% exceso ⁴	164,84	191,77	200,79	295,60	204,86
N.º entidades según porcentaje del exceso					
≤ 100 %	13	16	17	21	25
> 100-≤ 300 %	18	16	18	23	17
> 300-≤ 500 %	3	6	4	7	7
> 500 %	1	2	2	7	7

1 Desde el 1 de enero de 2014 hasta el cierre de 2020 la normativa de aplicación es el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión. Solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

2 A partir de II-2021 los datos tienen periodicidad anual debido a los cambios normativos introducidos por el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y de la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.

3 Solo se incluye información de sociedades y agencias de valores.

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

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
TOTAL²								
Media ³ (%)	18,71	13,68	19,39	19,33	17,89	19,39	17,84	23,20
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	30	37	35	41	37	32	39
0-≤ 15 %	15	20	17	10	15	17	15	14
> 15-≤ 45 %	20	14	13	18	9	13	23	22
> 45-≤ 75 %	9	9	7	7	11	7	12	7
> 75 %	15	17	19	22	19	19	12	14
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	19,72	11,48	20,42	20,26	19,58	20,42	16,03	25,11
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	12	13	11	8	12	11	12	13
0-≤ 15 %	6	8	10	9	10	10	7	9
> 15-≤ 45 %	9	6	5	7	3	5	8	7
> 45-≤ 75 %	6	4	2	3	4	2	4	3
> 75 %	2	1	5	4	4	5	2	3
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	12,48	23,97	14,91	15,23	10,41	14,91	26,45	15,17
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	20	17	26	27	29	26	20	26
0-≤ 15 %	9	12	7	1	5	7	8	5
> 15-≤ 45 %	11	8	8	11	6	8	15	15
> 45-≤ 75 %	3	5	5	4	7	5	8	4
> 75 %	13	16	14	18	15	14	10	11

1 El ROE se ha calculado como:

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

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

2 Solo se muestra información de sociedades y agencias de valores.

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

	2018	2019	2020	2021	2022
PATRIMONIOS ASESORADOS²					
Total	31.658.460	21.627.677	17.423.050	19.530.452	18.616.506
Clientes minoristas	10.281.573	8.313.608	6.907.284	9.125.730	10.164.034
Resto de clientes y entidades	21.376.887	13.314.069	10.515.766	10.404.722	8.452.472
Clientes profesionales	7.052.031	–	–	–	–
Otros	14.324.856	–	–	–	–
INGRESOS POR COMISIONES³					
Total	62.168	56.963	45.782	56.823	56.757
Comisiones percibidas	61.079	56.029	45.153	56.430	56.133
Otros ingresos	1.088	934	629	393	624
PATRIMONIO NETO					
Total	33.572	32.089	30.177	33.334	35.546
Capital social	6.894	5.770	5.454	6.151	6.971
Reservas y remanentes	15.386	17.260	18.979	21.128	23.912
Resultado del ejercicio ³	10.626	8.172	4.837	6.517	3.708
Resto de fondos propios	666	888	907	-461	955

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	4.018	3.815	2.675	3.304	2.675	2.175	2.101	2.096
Fondos de inversión	1.515	1.452	1.484	1.447	1.484	1.498	1.502	1.499
Sociedades de inversión	2.427	2.280	1.091	1.770	1.091	565	479	474
IIC de IIC de inversión libre	7	10	8	8	8	8	7	7
IIC de inversión libre	69	73	92	79	92	104	113	116
Total IIC inmobiliarias	5	4	4	4	4	3	3	3
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	2	2	2	2	1	1	1
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.048	1.074	1.095	1.082	1.095	1.103	1.104	1.107
Fondos extranjeros comercializados en España	407	416	426	412	426	433	432	435
Sociedades extranjeras comercializadas en España	641	658	669	670	669	670	672	672
SGIIC	123	123	123	122	123	121	121	120
Depositarias IIC	35	33	34	35	34	34	34	34

1 Datos disponibles: agosto de 2023.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero ²	13.015.104	16.160.034	16.247.654	16.355.169	16.247.654	16.427.321	16.391.042	16.360.593
Fondos de inversión	12.654.439	15.810.134	16.115.864	16.180.878	16.115.864	16.319.739	16.287.186	16.257.811
Sociedades de inversión	360.665	349.900	131.790	174.291	131.790	107.582	103.856	102.782
Total IIC inmobiliarias ^{2, 3}	798	691	593	690	593	590	589	588
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	4.312.340	6.073.537	6.412.067	6.510.617	6.412.067	6.595.130	6.352.744	-
Fondos extranjeros comercializados en España	592.053	776.206	830.870	872.941	830.870	874.350	875.602	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	3.720.287	5.297.331	5.581.197	5.637.676	5.581.197	5.720.780	5.477.142	-

1 Datos disponibles: julio de 2023.

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 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

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

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

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	306.654,5	353.203,3	327.330,7	319.630,5	327.330,7	342.746,9	351.541,5	356.123,9
Fondos de inversión ²	279.694,5	324.701,0	311.466,4	299.627,1	311.466,4	328.868,5	337.642,3	342.013,4
Sociedades de inversión	26.960,0	28.502,3	15.864,3	20.003,4	15.864,3	13.878,4	13.899,2	14.110,5
Total IIC inmobiliarias ³	1.218,0	1.224,3	1.279,0	1.291,5	1.279,0	1.300,9	1.308,1	1.334,8
Total IIC extranjeras comercializadas en España ⁴	199.419,3	276.231,9	201.058,7	204.425,1	201.058,7	210.956,0	221.827,9	-
Fondos extranjeros comercializados en España	27.355,5	36.662,6	27.630,3	29.612,8	27.630,3	29.406,2	32.430,7	-
Sociedades extranjeras comercializadas en España	172.063,8	239.569,4	173.428,3	174.812,3	173.428,3	181.549,9	189.397,2	-

1 Datos disponibles: julio de 2023.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2023, del orden de 8.860,7 millones de euros.

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2020	2021 ¹	2022	2022		2023		
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	279.694,5	324.701,0	311.466,4	302.684,2	299.627,1	311.466,4	328.868,5	337.642,3
Cartera de inversiones financieras	256.257,2	299.434,9	291.188,2	280.372,8	280.711,5	291.188,2	306.708,1	318.273,5
Cartera interior	54.587,8	54.716,7	58.740,0	49.626,0	51.177,3	58.740,0	67.379,7	73.446,8
Valores representativos de deuda	38.394,5	35.648,2	42.044,2	32.086,7	35.401,3	42.044,2	49.481,2	55.901,0
Instrumentos de patrimonio	6.185,3	6.828,5	6.113,0	6.314,9	5.562,3	6.113,0	6.593,5	6.562,7
Instituciones de inversión colectiva	8.511,0	11.396,8	9.927,7	10.141,3	9.616,3	9.927,7	10.063,4	9.753,6
Depósitos en EE. CC.	1.341,5	627,2	431,8	928,2	407,2	431,8	1.001,6	986,4
Derivados	140,9	168,9	159,5	97,2	130,6	159,5	174,2	180,4
Otros	14,6	47,1	63,8	57,7	59,6	63,8	65,8	62,7
Cartera exterior	201.664,8	244.714,6	232.444,2	230.741,8	229.529,5	232.444,2	239.322,2	244.818,5
Valores representativos de deuda	86.151,5	95.131,8	110.173,6	102.155,0	105.119,9	110.173,6	114.190,3	119.650,7
Instrumentos de patrimonio	33.886,1	46.254,6	41.321,4	41.171,1	40.119,8	41.321,4	43.666,7	45.265,4
Instituciones de inversión colectiva	81.358,2	103.089,6	80.592,6	87.306,3	84.093,3	80.592,6	81.221,1	79.629,7
Depósitos en EE. CC.	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,1
Derivados	268,0	238,0	356,1	108,8	196,0	356,1	243,6	232,2
Otros	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	4,6	3,5	4,0	5,0	4,7	4,0	6,3	8,2
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	22.203,0	23.950,8	18.515,0	20.480,2	16.774,6	18.515,0	20.142,6	17.023,6
Neto deudores/acreedores	1.234,3	1.315,3	1.763,2	1.831,3	2.140,9	1.763,2	2.017,8	2.345,1

1 Datos modificados en abril de 2023

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	26.960,0	28.502,3	15.864,3	23.706,8	20.003,4	15.864,3	13.878,4	13.899,2
Cartera de inversiones financieras	24.548,9	25.729,9	12.349,9	17.719,0	14.487,3	12.349,9	12.782,8	13.009,0
Cartera interior	3.419,9	3.525,2	2.583,6	3.828,0	3.118,1	2.583,6	2.403,8	2.233,2
Valores representativos de deuda	734,3	734,3	773,6	1.510,1	1.044,9	773,6	905,3	845,1
Instrumentos de patrimonio	1.601,2	1.633,7	819,9	1.260,8	928,7	819,9	855,9	847,7
Instituciones de inversión colectiva	967,7	1.067,4	950,2	982,4	1.090,5	950,2	597,4	495,6
Depósitos en EE. CC.	47,7	19,1	1,4	15,4	4,1	1,4	9,4	9,7
Derivados	3,2	-0,4	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7	-0,3
Otros	65,9	71,1	39,3	60,5	50,9	39,3	36,5	35,4
Cartera exterior	21.125,7	22.202,8	9.763,6	13.889,9	11.366,6	9.763,6	10.376,4	10.772,6
Valores representativos de deuda	3.243,8	2.683,8	1.807,1	1.893,4	1.812,7	1.807,1	2.129,4	2.316,7
Instrumentos de patrimonio	6.548,1	7.157,9	3.605,4	4.761,4	4.151,5	3.605,4	3.871,6	4.059,2
Instituciones de inversión colectiva	11.297,4	12.335,3	4.325,7	7.212,2	5.383,9	4.325,7	4.364,6	4.377,9
Depósitos en EE. CC.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,1
Derivados	23,8	8,3	7,9	4,5	0,6	7,9	-9,3	-10,4
Otros	12,6	17,5	17,4	18,5	17,8	17,4	20,1	19,2
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,2	1,8	2,6	1,1	2,6	2,6	5,1	3,2
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	2.219,3	2.476,4	2.962,6	5.592,3	5.176,0	2.962,6	972,9	748,0
Neto deudores/acreedores	191,4	295,5	551,3	395,0	339,7	551,3	122,2	141,7

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.644	1.611	1.684	1.625	1.684	1.711	1.712	1.714
Renta fija ⁴	276	266	293	274	293	305	318	319
Renta fija mixta ⁵	174	181	171	168	171	172	169	171
Renta variable mixta ⁶	186	192	206	197	206	205	201	201
Renta variable euro	104	94	86	85	86	86	84	84
Renta variable internacional	276	307	339	329	339	346	344	343
Garantizado renta fija	55	43	49	46	49	54	55	55
Garantizado renta variable ⁷	133	114	102	101	102	102	100	100
Fondos globales	248	263	291	284	291	292	292	290
De gestión pasiva ⁸	118	88	93	85	93	99	100	102
Retorno absoluto	72	61	54	54	54	50	49	49
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	12.660.100	15.816.557	16.119.440	16.188.727	16.119.440	16.324.195	16.291.184	16.262.594
Renta fija ⁴	4.135.294	5.476.096	5.539.272	5.530.370	5.539.272	5.765.890	5.758.338	5.764.443
Renta fija mixta ⁵	1.203.280	1.459.004	1.216.179	1.256.457	1.216.179	1.189.189	1.134.835	1.128.090
Renta variable mixta ⁶	745.112	721.346	696.718	705.131	696.718	687.885	677.824	674.056
Renta variable euro	530.107	778.138	836.711	852.841	836.711	831.302	731.138	727.664
Renta variable internacional	3.043.542	3.882.184	4.156.864	4.239.517	4.156.864	4.120.024	4.192.805	4.197.222
Garantizado renta fija	135.320	77.430	141.717	99.959	141.717	163.890	174.478	175.414
Garantizado renta variable ⁷	356.439	265.043	209.188	204.133	209.188	201.886	196.580	196.105
Fondos globales	1.409.759	1.989.428	2.067.594	2.111.670	2.067.594	2.032.052	2.125.591	2.103.906
De gestión pasiva ⁸	511.251	505.514	596.475	512.763	596.475	682.907	644.831	641.037
Retorno absoluto	587.040	659.411	658.722	672.922	658.722	649.170	654.764	654.657
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	299.627,1	311.466,4	328.868,5	337.642,3	342.013,5
Renta fija ⁴	81.015,9	88.422,8	98.561,1	93.280,9	98.561,1	108.580,5	114.003,1	116.234,0
Renta fija mixta ⁵	43.200,4	50.869,7	37.846,0	39.147,9	37.846,0	37.402,7	36.139,8	36.074,5
Renta variable mixta ⁶	30.432,7	28.141,1	24.247,9	23.812,0	24.247,9	24.675,4	24.543,9	24.680,5
Renta variable euro	7.091,1	8.279,6	7.226,3	6.764,1	7.226,3	7.644,0	7.198,3	6.954,6
Renta variable internacional	37.722,5	51.222,2	45.588,9	44.650,5	45.588,9	47.883,6	50.285,8	52.167,2
Garantizado renta fija	4.177,0	2.346,7	5.454,9	3.323,4	5.454,9	6.596,7	7.309,3	7.348,1
Garantizado renta variable ⁷	11.037,1	8.094,9	6.306,7	6.082,6	6.306,7	6.164,9	6.035,4	6.065,4
Fondos globales	40.944,5	67.591,0	63.717,0	64.401,4	63.717,0	63.777,2	63.319,0	63.083,7
De gestión pasiva ⁸	14.014,3	12.500,4	15.935,0	11.470,4	15.935,0	20.064,8	22.661,8	23.188,5
Retorno absoluto	10.057,4	7.231,2	6.582,5	6.693,5	6.582,5	6.078,5	6.145,9	6.217,0

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: julio de 2023.

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 colectiva (IIC) de gestión pasiva, IIC que replican un índice e IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.

Fondos de inversión de carácter financiero: distribución de los partícipes y del patrimonio según la naturaleza de los partícipes

CUADRO 3.7

PARTÍCIPES	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ¹
Total fondos de inversión	12.660.100	15.816.557	16.119.440	16.188.727	16.119.440	16.324.195	16.291.184	16.262.594
Personas físicas	12.437.954	15.541.300	15.839.201	15.909.624	15.839.201	16.039.876	16.003.999	15.976.746
Residentes	12.339.829	15.427.337	15.717.938	15.789.576	15.717.938	15.915.812	15.876.013	15.848.673
No residentes	98.125	113.963	121.263	120.048	121.263	124.064	127.986	128.073
Personas jurídicas	222.146	275.257	280.239	279.103	280.239	284.319	287.185	285.848
Entidades de crédito	1.403	746	883	872	883	893	935	944
Otros agentes residentes	219.849	273.421	278.246	277.116	278.246	282.230	285.050	283.681
Entidades no residentes	894	1.090	1.110	1.115	1.110	1.196	1.200	1.223
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	299.627,1	311.466,4	328.868,5	337.642,3	342.013,5
Personas físicas	230.573,8	264.075,7	257.253,5	246.633,7	257.253,5	273.071,9	281.796,1	285.643,3
Residentes	227.444,5	260.321,1	253.545,2	243.098,7	253.545,2	269.153,1	277.717,1	281.518,5
No residentes	3.129,3	3.754,6	3.708,3	3.535,0	3.708,3	3.918,8	4.079,0	4.124,8
Personas jurídicas	49.120,7	60.625,3	54.212,8	52.993,4	54.212,8	55.796,6	55.846,2	56.370,2
Entidades de crédito	480,0	472,5	351,8	291,4	351,8	340,6	378,8	395,2
Otros agentes residentes	47.995,2	59.288,6	53.052,7	51.901,1	53.052,7	54.380,1	54.267,1	54.685,3
Entidades no residentes	645,4	864,2	808,3	800,9	808,3	1.075,8	1.200,2	1.289,7

1 Datos disponibles: julio de 2023.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

SUSCRIPCIONES	2020	2021 ³	2022	2022		2023		
				II	III	IV	I	II
Total fondos de inversión	113.265,7	149.397,2	162.843,5	41.415,0	27.024,0	53.228,4	40.646,6	33.728,1
Renta fija	51.487,7	58.255,2	89.725,6	19.905,2	14.439,8	36.804,9	25.279,7	21.046,4
Renta fija mixta	15.496,2	21.116,1	11.075,6	2.506,1	2.976,4	1.278,2	1.591,7	1.203,5
Renta variable mixta	8.861,2	11.113,2	6.933,1	1.658,0	1.141,0	1.655,8	1.158,9	930,6
Renta variable euro	2.232,1	3.005,8	2.989,1	1.235,3	587,2	380,4	502,0	352,4
Renta variable internacional	15.974,8	19.019,8	18.529,7	4.803,0	2.900,1	2.291,6	3.063,7	3.347,2
Garantizado renta fija	424,7	9,0	3.751,3	437,5	1.033,7	2.278,0	1.238,5	853,6
Garantizado renta variable	74,2	86,8	680,3	61,1	208,9	396,6	4,9	44,4
Fondos globales	11.391,1	30.193,0	17.969,3	8.438,0	2.262,3	3.029,1	2.630,0	2.091,1
De gestión pasiva	4.944,6	2.827,9	8.884,4	1.671,8	1.123,6	4.785,9	4.774,5	3.311,3
Retorno absoluto	2.379,0	3.770,3	2.305,0	698,7	351,0	327,9	402,7	547,6
REEMBOLSOS								
Total fondos de inversión	112.634,4	121.859,1	145.802,6	37.376,8	24.555,9	44.652,8	31.104,8	29.125,6
Renta fija	47.611,0	49.850,1	74.352,0	15.545,9	12.540,9	31.647,5	16.257,3	15.197,0
Renta fija mixta	14.974,6	13.690,2	17.345,2	7.929,2	2.383,7	2.779,0	2.577,6	2.720,5
Renta variable mixta	7.667,5	14.639,8	7.440,1	2.274,2	1.474,8	1.589,8	1.409,0	1.467,1
Renta variable euro	4.205,3	2.979,1	3.205,0	1.031,8	633,0	693,5	750,9	1.052,1
Renta variable internacional	13.449,4	13.586,3	16.794,8	4.157,4	2.651,5	2.800,8	3.694,6	2.914,6
Garantizado renta fija	1.030,6	1.720,9	335,2	91,8	40,3	80,3	128,6	124,8
Garantizado renta variable	2.245,2	2.914,0	2.060,0	862,6	99,7	177,0	115,2	165,5
Fondos globales	12.743,7	15.234,6	17.670,9	3.680,6	3.293,5	3.761,0	3.836,9	3.890,9
De gestión pasiva	4.985,6	4.372,9	4.236,9	1.175,5	771,7	641,3	1.363,7	1.082,4
Retorno absoluto	3.721,4	2.871,1	2.362,2	627,6	666,8	482,6	971,0	510,7

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.

3 Datos modificados en abril de 2023.

**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

	2020	2021 ³	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	660,3	27.583,3	16.977,9	3.943,9	2.503,9	8.577,2	9.519,2	4.609,5
Renta fija	2.062,6	7.674,2	15.171,0	4.461,7	1.708,7	5.198,9	9.034,4	5.269,7
Renta fija mixta	2.619,5	6.537,6	-8.999,8	-5.840,5	743,9	-1.564,6	-1.023,5	-1.449,5
Renta variable mixta	1.601,4	-4.179,3	-686,9	-620,5	-284,2	85,7	-281,7	-535,0
Renta variable euro	-2.007,7	13,8	-335,9	202,8	-53,0	-321,3	-248,9	-696,2
Renta variable internacional	2.633,1	5.260,9	1.782,7	603,8	276,5	-500,2	-616,5	429,7
Garantizado renta fija	-707,4	-1.787,1	3.355,8	345,6	933,1	2.197,7	1.098,5	728,8
Garantizado renta variable	-2.254,2	-2.949,3	-1.409,6	-831,3	108,8	219,6	-237,9	-134,9
Fondos globales	-1.501,2	22.755,0	3.824,2	5.158,6	-983,4	-729,4	-1.171,0	-1.279,2
De gestión pasiva	-23,8	-2.700,6	4.551,5	516,6	412,2	4.145,7	3.547,1	2.238,9
Retorno absoluto	-1.761,9	-3.041,9	-274,9	-52,8	-358,7	-154,7	-581,4	37,2
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	-310,6	17.471,5	-30.163,5	-17.270,1	-5.549,2	3.278,7	7.895,8	4.177,5
Renta fija	371,5	-265,8	-5.031,3	-2.290,9	-1.285,8	81,4	985,6	153,0
Renta fija mixta	-220,0	1.160,1	-3.997,8	-1.990,7	-731,3	274,1	586,5	190,5
Renta variable mixta	55,5	1.890,4	-3.204,9	-1.814,0	-541,9	350,6	712,0	403,6
Renta variable euro	-1.044,9	1.176,4	-715,3	-485,7	-548,7	783,9	667,1	251,0
Renta variable internacional	1.012,7	8.242,5	-7.412,1	-5.511,9	-970,1	1.439,9	2.911,6	1.974,0
Garantizado renta fija	75,2	-43,3	-247,6	-54,1	-68,1	-66,2	43,3	-16,3
Garantizado renta variable	62,2	7,2	-378,6	-133,9	-115,3	4,5	96,1	5,3
Fondos globales	-595,3	3.894,8	-7.693,1	-3.996,0	-980,6	47,8	1.231,1	825,0
De gestión pasiva	-28,7	1.192,9	-1.109,3	-750,9	-272,9	318,9	584,8	358,2
Retorno absoluto	1,7	216,5	-372,4	-241,9	-34,6	43,8	77,6	33,1

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Un cambio de vocación supone un reembolso en la vocación original y una suscripción en la vocación de destino. Por este motivo, y por ajustes debidos a las bajas producidas en el trimestre, el dato de suscripciones/reembolsos neto pudiera no coincidir con el del cuadro 3.8.

3 Datos modificados en abril de 2023.

Detalle de los rendimientos netos de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo¹

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

	2020	2021 ²	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,85	6,75	-8,81	-5,38	-1,58	1,29	2,68	1,49
Renta fija	0,99	0,15	-5,03	-2,41	-1,28	0,19	1,07	0,26
Renta fija mixta	0,50	3,37	-8,65	-4,68	-1,61	1,02	1,80	0,78
Renta variable mixta	1,60	8,43	-11,32	-6,75	-1,86	1,75	3,19	1,97
Renta variable euro	-12,72	16,30	-8,09	-5,96	-7,11	11,21	9,10	3,79
Renta variable internacional	4,76	19,78	-14,02	-11,10	-1,68	3,45	6,49	4,45
Garantizado renta fija	2,18	-0,85	-7,98	-2,31	-2,47	-1,33	0,83	-0,10
Garantizado renta variable	1,00	0,59	-5,40	-2,04	-1,77	0,19	1,67	0,21
Fondos globales	-0,30	7,92	-10,32	-5,55	-1,15	0,38	2,23	1,61
De gestión pasiva	0,29	9,61	-8,63	-6,63	-2,21	2,31	3,36	1,83
Retorno absoluto	0,87	3,78	-4,81	-3,23	-0,39	0,79	1,37	0,70
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,83	0,86	0,81	0,20	0,21	0,20	0,20	0,20
Renta fija	0,42	0,40	0,37	0,09	0,09	0,09	0,10	0,11
Renta fija mixta	0,88	0,88	0,87	0,22	0,22	0,23	0,22	0,23
Renta variable mixta	1,28	1,28	1,14	0,29	0,29	0,29	0,28	0,28
Renta variable euro	1,45	1,30	1,22	0,30	0,30	0,31	0,30	0,31
Renta variable internacional	1,31	1,31	1,15	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Garantizado renta fija	0,36	0,36	0,35	0,08	0,09	0,08	0,10	0,11
Garantizado renta variable	0,44	0,44	0,40	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Fondos globales	1,07	1,15	1,16	0,29	0,29	0,29	0,29	0,28
De gestión pasiva	0,41	0,37	0,34	0,09	0,08	0,08	0,10	0,11
Retorno absoluto	0,78	0,68	0,51	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,08	0,07	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,06	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Renta fija mixta	0,08	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable mixta	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,10	0,09	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,09	0,08	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,05	0,04	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,07	0,06	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Datos modificados en abril de 2023.

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por tipo de fondo¹

CUADRO 3.11

%

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ²
Total fondos de inversión	0,78	6,31	-8,95	-1,81	1,20	2,60	1,28	1,13
Renta fija	0,62	-0,31	-5,38	-1,39	0,14	0,99	0,15	0,46
Renta fija mixta	-0,03	2,49	-8,83	-1,80	0,69	1,56	0,51	0,80
Renta variable mixta	0,59	7,18	-11,37	-2,20	1,52	2,96	1,66	1,20
Renta variable euro	-8,75	16,72	-8,39	-7,55	11,77	9,22	3,44	2,32
Renta variable internacional	2,83	21,14	-13,14	-1,98	3,43	6,55	4,14	2,81
Garantizado renta fija	1,68	-1,29	-8,43	-2,44	-1,36	0,85	-0,24	0,34
Garantizado renta variable	0,70	0,06	-5,44	-1,82	0,15	1,58	0,09	0,44
Fondos globales	-0,31	7,90	-10,53	-1,50	0,14	1,97	1,31	1,29
De gestión pasiva	0,44	9,82	-9,31	-2,53	3,13	3,90	1,76	0,95
Retorno absoluto	0,94	3,02	-4,95	-0,52	0,67	1,24	0,51	0,51

1 Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

2 Datos disponibles: julio de 2023..

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2020	2021	2022 ¹	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ²	7.961	8.786	8.817	9.444	9.538	8.817	9.791	10.109
Patrimonio (millones de euros)	2.912,6	3.543,4	3.894,0	3.435,3	3.451,6	3.894,0	4.286,2	4.524,8
Suscripciones (millones de euros)	454,5	845,0	1.257,1	241,6	169,8	574,2	412,6	351,8
Reembolsos (millones de euros)	407,2	405,3	603,3	170,7	88,4	186,9	141,4	185,3
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	47,3	439,7	653,9	70,9	81,4	387,2	271,2	166,5
Rendimientos netos (millones de euros)	27,7	193,1	-300,8	-177,6	-64,8	56,1	122,4	74,5
Rentabilidad (%)	1,75	6,47	-7,71	-4,89	-1,95	1,94	3,13	1,62
Rendimientos de gestión ³ (%)	2,35	7,39	-7,21	-4,80	-1,58	1,91	3,27	2,03
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,43	1,47	0,85	0,22	0,21	0,20	0,20	0,20
Gastos de financiación ³ (%)	0,02	0,14	0,28	0,04	0,05	0,11	0,07	0,06
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Participes ²	2.858	5.385	5.347	5.309	5.330	5.347	5.240	5.247
Patrimonio (millones de euros)	652,8	834,0	741,3	681,3	727,6	741,3	754,3	769,7
Suscripciones (millones de euros)	32,4	237,8	110,1	8,6	32,8	27,0	12,7	17,9
Reembolsos (millones de euros)	3,1	121,8	225,1	222,8	0,0	1,5	3,2	4,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	29,3	116,0	-115,0	-214,2	32,8	25,5	9,5	13,8
Rendimientos netos (millones de euros)	56,8	65,2	22,2	5,9	13,5	-11,8	3,5	1,6
Rentabilidad (%)	3,71	9,35	3,04	0,92	1,93	-1,43	0,13	-0,36
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	4,24	11,46	4,67	1,60	2,41	-1,64	0,86	0,59
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,39	1,41	1,32	0,59	0,42	-0,08	0,34	0,34
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,06	0,07	0,06	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01

1 Datos revisados y modificados en abril de 2023.

2 Datos por compartimento.

3 Porcentaje sobre patrimonio medio mensual.

4 Porcentaje sobre patrimonio medio diario.

SGIIC: número de carteras y patrimonio gestionado

CUADRO 3.13

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE CARTERAS²								
Fondos de inversión	1.515	1.452	1.484	1.447	1.484	1.498	1.502	1.499
Sociedades de inversión	2.421	2.275	1.086	1.765	1.086	561	475	470
IIC de IIC de inversión libre	7	10	8	8	8	8	7	7
IIC de inversión libre	69	72	91	78	91	103	112	115
IIC inmobiliarias ³	5	4	4	4	4	3	3	3
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	279.694,5	324.701,0	311.466,4	299.627,1	311.466,4	328.868,5	337.642,3	342.013,5
Sociedades de inversión	26.564,8	28.049,3	15.468,1	20.687,9	15.468,1	13.478,3	13.491,7	13.692,2
IIC de IIC de inversión libre	652,8	831,0	741,3	727,6	741,3	754,3	769,7	-
IIC de inversión libre	2.912,6	3.543,4	3.431,8	3.279,7	3.431,8	4.108,7	4.330,5	-
IIC inmobiliarias ³	1.218,0	1.224,3	1.279,1	1.291,5	1.279,1	1.300,9	1.308,1	1.334,7

1 Datos disponibles: julio de 2023.

2 Información de registro de instituciones de inversión colectiva (IIC).

3 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

	2020	2021	2022	2022			2023	
				II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN² (millones de euros)								
Total	199.419,3	276.231,9	201.058,7	209.314,4	204.425,1	201.058,7	210.956,0	221.827,9
Fondos	27.355,5	36.662,6	27.630,3	30.442,1	29.612,8	27.630,3	29.406,2	32.430,7
Sociedades	172.063,8	239.569,4	173.428,3	178.872,3	174.812,3	173.428,3	181.549,9	189.397,2
N.º DE INVERSORES								
Total	4.312.340	6.073.537	6.412.067	6.377.747	6.510.617	6.412.067	6.595.130	6.352.744
Fondos	592.053	776.206	830.870	846.890	872.941	830.870	874.350	875.602
Sociedades	3.720.287	5.297.331	5.581.197	5.530.857	5.637.676	5.581.197	5.720.780	5.477.142
N.º DE INSTITUCIONES³								
Total	1.048	1.074	1.095	1.077	1.082	1.095	1.103	1.104
Fondos	407	416	426	412	412	426	433	432
Sociedades	641	658	669	665	670	669	670	672
ESTADO DE ORIGEN³								
Luxemburgo	472	501	498	498	497	498	505	505
Francia	225	222	222	219	219	222	226	223
Irlanda	222	231	248	240	246	248	245	246
Alemania	45	50	53	52	53	53	53	55
Reino Unido	23	0	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	3	3	3	3	3	3	3	3
Austria	32	33	34	33	33	34	34	34
Bélgica	5	5	3	3	3	3	3	3
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	13	14	14	14	14	14	14	14
Liechtenstein	4	5	4	5	4	4	4	4
Portugal	3	0	6	0	0	6	6	6
Suecia	0	9	9	9	9	9	9	10

1 Solo incluye los datos de las instituciones de inversión colectiva en valores mobiliarios (UCITS).

2 Volumen de inversión: importe resultante de multiplicar el número de acciones o participaciones en poder de los inversores, al final del periodo, por su valor en euros en dicha fecha.

3 UCITS (sociedades y fondos) registrados en la CNMV.

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2020	2021	2022	2022		2023		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	5	4	3	4	3	3	3	3
Partícipes/Accionistas	798	691	593	690	593	590	589	588
Patrimonio (millones de euros)	1.217,9	1.224,2	1.279,1	1.291,5	1.279,1	1.300,9	1.308,1	1.334,7
Rentabilidad (%)	4,36	-0,04	2,94	0,30	1,35	0,60	0,56	0,15

1 Datos de fondos y sociedades de inversión inmobiliaria que han remitido estados reservados, no incluye aquellas en proceso de disolución o liquidación.

2 Datos disponibles: julio de 2023.

