



BOLETÍN DE LA CNMV
Trimestre III
2022



BOLETÍN DE LA CNMV

**Trimestre III
2022**

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

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

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

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

ISSN (edición electrónica): 1988-2025

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

Índice

I	Informe de coyuntura de mercados	11
II	Informes y análisis	53
	Análisis comparativo de rentabilidad y costes entre las IIC españolas y las IIC extranjeras comercializadas en España	55
	Gema Pedrón	
	Mercados alternativos de empresas en crecimiento y el caso español BME Growth	77
	Jesús González Redondo	
	Resultados de la encuesta sobre criptomonedas y efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV	119
	David de Miguel Rato y M. ^a José Palomar Bueno	
III	Anexo legislativo	155
IV	Anexo estadístico	167

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	18
2.1	Tipos de interés	18
2.2	Primas de riesgo	27
2.3	Emisiones de deuda y contratación	31
3	Mercados de renta variable	37
3.1	Precios y rentabilidades	37
3.2	Volatilidad	40
3.3	Rentabilidad por dividendo y PER	43
3.4	Contratación, emisiones y liquidez	44

Índice de recuadros

Recuadro 1:	Análisis de la CNMV en relación con el Libro Blanco sobre la reforma tributaria	25
Recuadro 2:	Conclusiones de la revisión de la obligación de comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado en 2021	35
Recuadro 3:	La presencia de mujeres en los consejos de administración de las empresas cotizadas	42
Recuadro 4:	Consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes	50

1 Panorámica general

El entorno macroeconómico y financiero internacional y nacional continúa siendo muy complejo como consecuencia del fuerte crecimiento de la inflación y del abrupto giro de la política monetaria. El repunte de la inflación, considerado inicialmente de carácter temporal, ha consolidado sus tasas de avance en niveles cercanos al 10 % en numerosas economías, no observados desde hace 4 décadas. La necesidad de evitar los efectos de segunda ronda y de anclar las expectativas de inflación ha hecho que los bancos centrales hayan determinado un giro rápido y abrupto de la política monetaria, cuyas consecuencias son aún inciertas, especialmente sobre la evolución de la actividad económica.

Este giro en el tono de la política monetaria, que ha dado lugar a aumentos significativos de los tipos de interés oficiales (300 puntos básicos [p.b.] en EE. UU., hasta el rango del 3-3,25 %; 125 p.b. en la zona euro, hasta el 1,25 % y 215 p.b. en el Reino Unido, hasta el 2,25 %) aún no ha finalizado. El aumento de los tipos de interés, que se sitúan en niveles similares a los existentes en 2008¹, supone el fin de un ciclo de varios años de tipos de interés extremadamente reducidos y el inicio de una nueva etapa de cierta normalización de las condiciones de financiación. Una normalización que, por haberse producido en un espacio de tiempo tan breve, supone un duro encarecimiento de las condiciones de financiación de los agentes y afecta negativamente el desarrollo de la actividad económica. Las previsiones de los principales organismos e instituciones indican que el deterioro de la actividad será temporal y concentrado en el cuarto trimestre de este año y el primero del próximo ejercicio. Sin embargo, existe un grado muy elevado de incertidumbre en torno a dichas previsiones, particularmente en Europa, donde la posibilidad de interrupciones en el suministro energético durante los meses de invierno complica aún más el escenario. De hecho, no se descarta la posibilidad de una breve recesión en algunas economías en 2023, como es el caso de Alemania e Italia².

1 Para el caso de EE. UU. y el Reino Unido. En el caso de la zona euro, el nivel de los tipos es similar al existente en 2011, si bien, dado que se esperan subidas adicionales en los próximos meses, esta referencia podría variar.

2 Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), *World Economic Outlook* publicado el 11 de octubre de 2022.

	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22
Tipos de interés a corto plazo¹ (%)				
Tipo de interés oficial	0,00	0,00	0,00	1,25
Euribor 3 meses	-0,58	-0,50	-0,24	1,01
Euribor 12 meses	-0,50	-0,24	0,85	2,23
Tipos de cambio²				
Dólar/euro	1,13	1,11	1,04	0,97
Yen/euro	130,4	135,2	141,5	141,0
Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo³				
Alemania				
3 años	-0,72	-0,24	0,98	1,48
5 años	-0,56	0,05	1,27	1,70
10 años	-0,31	0,33	1,50	1,83
EE. UU.				
3 años	0,95	2,09	3,16	3,86
5 años	1,23	2,11	3,20	3,68
10 años	1,46	2,13	3,15	3,50
Primas de riesgo de la deuda privada: diferencial respecto a la deuda pública a 10 años³ (p.b.)				
Zona euro				
<i>High yield</i>	428	543	587	654
BBB	121	173	227	251
AAA	66	86	97	110
EE. UU.				
<i>High yield</i>	350	406	501	532
BBB	119	177	191	212
AAA	39	71	75	81
Mercados de renta variable				
Rentabilidad de los principales índices bursátiles internacionales⁴ (%)				
Eurostoxx 50	6,2	-9,2	-11,5	-4,0
Dow Jones	7,4	-4,6	-11,3	-6,7
Nikkei	-2,2	-3,4	-5,1	-1,7
Rentabilidad de otros índices (%)				
Merval (Argentina)	7,9	8,9	-2,8	57,3
Bovespa (Brasil)	-5,5	14,5	-17,9	11,7
Shangai Comp. (China)	2,0	-10,6	4,5	-11,0
BSE (India)	-1,4	0,6	-9,6	9,7
Mercado bursátil español				
Rentabilidad del Ibex 35 (%)	-0,9	-3,1	-4,1	-9,0
PER del Ibex 35 ⁵	12,9	11,3	11,9	10,5
Volatilidad del Ibex 35 ⁶ (%)	18,0	23,4	21,8	21,0
Contratación en el SIBE ⁷	1.672	1.703	1.597	1.038

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.

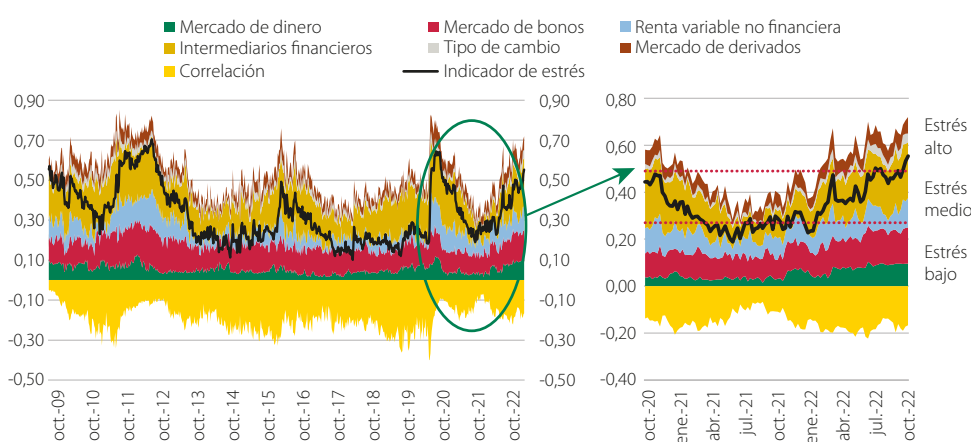
7 Promedio diario, en millones de euros.

Los mercados financieros han incorporado este escenario de alta inflación, giro de la política monetaria, erosión del crecimiento económico y prolongación de la guerra en Ucrania con descensos en los precios de las cotizaciones de las acciones e incrementos significativos en los tipos de interés y en las primas de riesgo de los instrumentos de peor calidad crediticia. Entre enero y septiembre³ los mercados de acciones muestran caídas de entre el 20,9 % y el 32,4 % en EE. UU., entre el 6,6 % y el 24,5 % en Europa, y entre el 7,8 % y el 9,9 % en Japón. Las bolsas de las economías emergentes presentan mayor heterogeneidad, con avances en aquellas favorecidas por el aumento de los precios de las materias primas y descensos en otras, más expuestas a la guerra o a incertidumbres políticas de carácter doméstico. En España, el Ibex 35 acumula una pérdida del 15,5 % en el conjunto del año, algo inferior a la de otros índices europeos de referencia.

En los mercados de deuda se han producido incrementos importantes en la rentabilidad de los activos a lo largo del año, tendencia que solo se vio interrumpida en junio y julio. A final de septiembre el tipo de interés del bono de deuda soberano a 10 años se situaba en el 3,8 % en EE. UU. (1,5 % a principios de año), y en la zona euro oscilaba entre el 2,1 % del bono alemán y el 4,8 % del bono griego (entre 0,2 % y 1,3 % en enero). En España este rendimiento se situaba en el 3,3 %, frente al 0,6 % de principios de año, con valores en terreno positivo en todos los tramos de la curva de deuda. En Italia se incrementaba hasta el 4,5 % y la prima de riesgo hasta 240 p.b. como consecuencia de la situación política del país.

Indicador de estrés de los mercados financieros españoles

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

En este contexto el indicador de estrés de los mercados financieros españoles⁴ ha experimentado un paulatino incremento desde mediados de septiembre

³ La fecha de cierre de este informe es el 30 de septiembre, salvo para algunas informaciones puntuales.

⁴ 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 un mayor detalle sobre la evolución reciente de este indicador y sus componentes, véase la publicación *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

hasta situarse en 0,55 en los primeros días de octubre (nivel de riesgo alto⁵). Tras varios meses bordeando el umbral que separa el riesgo medio del riesgo alto (0,49), el indicador se ha situado en el mayor nivel de riesgo observado desde la pandemia (véase gráfico 1). Las caídas de los precios y los repuntes de la volatilidad de la mayoría de los activos financieros, así como la tendencia creciente de las primas de riesgo, han dado lugar a un incremento generalizado de los seis segmentos que componen el indicador. Los que muestran una mayor contribución a la evolución total son el de intermediarios financieros y el del mercado de bonos, que cerraron la primera semana de octubre en 0,80 y 0,77, respectivamente. Otros segmentos de menor ponderación como, por ejemplo, el de tipos de cambio también han presentado máximos significativos (0,88). La correlación del sistema se mantiene en un nivel medio-alto.

2 Mercados de renta fija

2.1 Tipos de interés

Los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas continuaron en el tercer trimestre la tendencia alcista que mantienen desde principios de año, en línea con las subidas de tipos efectuadas por los bancos centrales en respuesta a la elevada inflación. Como este incremento de tipos ha sido más intenso en EE. UU., el diferencial entre los tipos de interés a 3 meses en EE. UU. y en la zona euro también se ha ampliado a lo largo de 2022, especialmente en el tercer trimestre del año. Durante 2021 fue en promedio de 71 p.b., en marzo de este año fue de 182 p.b. y en septiembre se situó en 244 p.b. (véase gráfico 2).

En su reunión de septiembre el Banco Central Europeo (BCE) llevó a cabo una subida de tipos oficiales de 75 p.b., la mayor de su historia. De esta forma, los niveles de los tipos de interés oficiales se sitúan en el 1,25 % para las operaciones principales de refinanciación, en el 1,5 % para la facilidad marginal de crédito y en el 0,75 % para la de depósito. En julio había llevado a cabo la primera subida de tipos (50 p.b.⁶). Además, el Consejo de Gobierno espera continuar con estos aumentos en las próximas reuniones con el objetivo de moderar la demanda y contener la inflación de la zona euro⁷, que se mantiene al alza, entre otros motivos, por la fuerte subida de los precios de la energía y de los alimentos, así como por la existencia de algunos cuellos de botella. En este contexto, los tipos de interés a 3 meses de la zona euro aumentaron 137 p.b. en el trimestre y se situaron en el 1,17 % a finales de septiembre. Con respecto a los programas de compras del BCE, se mantiene la reinversión

(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).

5 Este indicador tiene frecuencia semanal. El dato que se presenta en este informe corresponde al 7 de octubre.

6 Esta subida de tipos fue la primera en 11 años en la zona euro (desde abril de 2011). El tipo de interés oficial de la zona euro llevaba en el 0 % desde marzo de 2016 y por debajo del 0,5 % desde 2013.

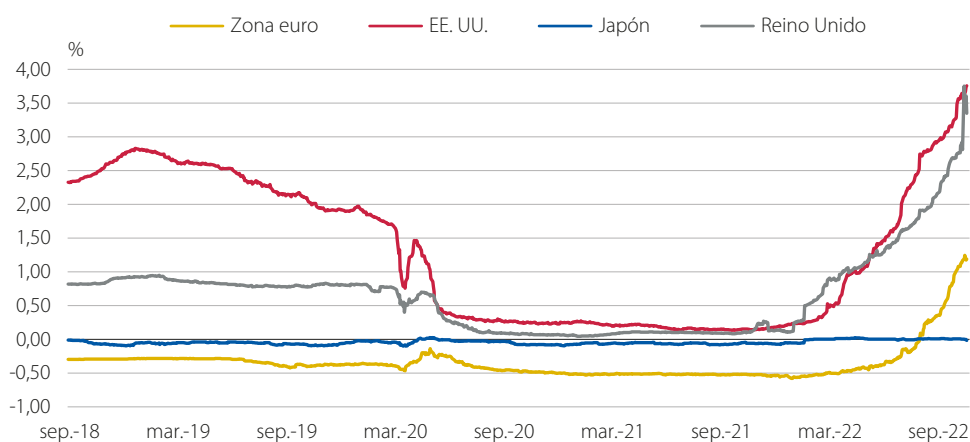
7 El avance de la inflación de la zona euro en septiembre fue del 10 %, por encima de la tasa de agosto (9,1 %). En España, en cambio, los datos del Instituto Nacional de Estadística (INE) sitúan la inflación en septiembre en el 9,0 %, lo que supone una disminución con respecto a agosto (10,6 %)

íntegra del principal de los valores adquiridos en el marco del programa APP. En el marco del PEPP, también se prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024.

Los tipos de interés a 3 meses en EE. UU. se incrementaron 147 p.b. en el tercer trimestre del año hasta el 3,75 %, impulsados por las 2 subidas de tipos que ha llevado a cabo la Reserva Federal (FED) desde finales de junio. Los tipos de interés oficiales se situaban en septiembre en la horquilla del 3-3,25 %, tras 2 subidas consecutivas de 75 p.b. en las reuniones de julio y septiembre por el temor al crecimiento de la inflación^{8,9}. Además, la FED comenzó en junio la reducción de su balance, de acuerdo con los planes publicados en mayo al efecto¹⁰.

Tipos de interés a 3 meses

GRÁFICO 2



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

El Banco de Inglaterra, que inició el proceso de subidas en diciembre de 2021, ha aumentado el tipo oficial hasta el 2,25 %, su nivel más alto desde diciembre de 2008. Durante el tercer trimestre, el banco central subió los tipos 50 p.b. en 2 ocasiones¹¹, ya que, a pesar de que estima una contracción del PIB del 0,1 % en este trimestre, su prioridad es combatir el repunte de la inflación (9,9 % en agosto). Además, si bien en su última reunión de septiembre el Banco de Inglaterra anunció el detalle de su estrategia de venta de deuda para reducir su balance¹², apenas unos días después se vio obligado a suspender temporalmente esta orden y decidió comprar deuda de forma urgente (65.000 millones de libras) para aliviar las turbulencias del mercado

8 Desde enero la FED ha subido en 5 ocasiones los tipos de interés oficiales: 25 p.b. en marzo; 50 p.b. en mayo, y 75 p.b. en junio, julio y septiembre (3 p.p. en el año). Además, en su última reunión de septiembre anticiparon que serían apropiadas nuevas subidas de cara a cumplir con sus objetivos de máximo empleo y mantenimiento de la inflación en un 2 % a largo plazo.

9 La inflación se situó en el 8,2 % en agosto, el segundo mes de descenso (9 % en junio y 8,5 % en julio).

10 En mayo la FED publicó sus planes de reducción de su balance: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504b.htm>

11 Antes de estas 2 subidas de tipos, el Banco de Inglaterra había realizado 5 más (de 25 p.b. cada una) desde diciembre de 2021, por lo que estos nuevos incrementos de tipos suponen una aceleración en el endurecimiento de su política monetaria de cara a contener la inflación.

12 En 80.000 millones de libras (hasta los 758.000 millones de libras) el stock de bonos del Gobierno en los próximos 12 meses.

y preservar la estabilidad financiera como consecuencia de la reacción del mercado a los planes fiscales del nuevo Gobierno británico. En esta economía se observan los incrementos más intensos en los tipos de interés a corto plazo de las principales economías avanzadas en el tercer trimestre del año. La referencia a 3 meses aumentó 168 p.b. con respecto a junio hasta el 3,34 % en septiembre (véase gráfico 2).

En cambio, en Japón los tipos de interés oficiales siguen en negativo y sin cambios desde febrero de 2016. De hecho, la autoridad monetaria señaló que no cambiarían su política de tipos ultrabajos en un futuro cercano para apoyar la recuperación de la economía tras la pandemia¹³. De esta forma, el tipo de interés a 3 meses se mantuvo relativamente estable en el tercer trimestre del año, reduciéndose tan solo 1 p.b.

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 2

%	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22
Zona euro								
Oficial ²	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,25
3 meses	-0,31	-0,40	-0,54	-0,58	-0,58	-0,50	-0,24	1,01
6 meses	-0,24	-0,34	-0,52	-0,54	-0,54	-0,42	0,16	1,60
12 meses	-0,13	-0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,24	0,85	2,23
EE. UU.								
Oficial ³	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25	0,50	1,75	3,25
3 meses	2,79	1,91	0,23	0,21	0,21	0,84	1,97	3,45
6 meses	2,89	1,90	0,26	0,31	0,31	1,21	2,59	4,00
12 meses	3,08	1,97	0,34	0,52	0,52	1,73	3,32	4,52
Reino Unido								
Oficial	0,75	0,75	0,10	0,25	0,25	0,75	1,25	2,25
3 meses	0,90	0,79	0,03	0,16	0,16	0,99	1,57	2,91
6 meses	1,03	0,87	0,04	0,36	0,36	1,45	2,13	3,73
12 meses	1,16	0,97	0,10	0,72	0,72	0,81	0,81	0,81
Japón								
Oficial ⁴	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
3 meses	-0,10	-0,06	-0,10	-0,08	-0,08	-0,01	-0,03	-0,02
6 meses	0,00	0,01	-0,06	-0,05	-0,05	0,04	0,03	0,05
12 meses	0,11	0,11	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios, excepto los tipos oficiales, que corresponden al último día del periodo. Datos hasta el 30 de septiembre.

2 Tipo mínimo de puja de la subasta semanal.

3 Tipo de los fondos federales.

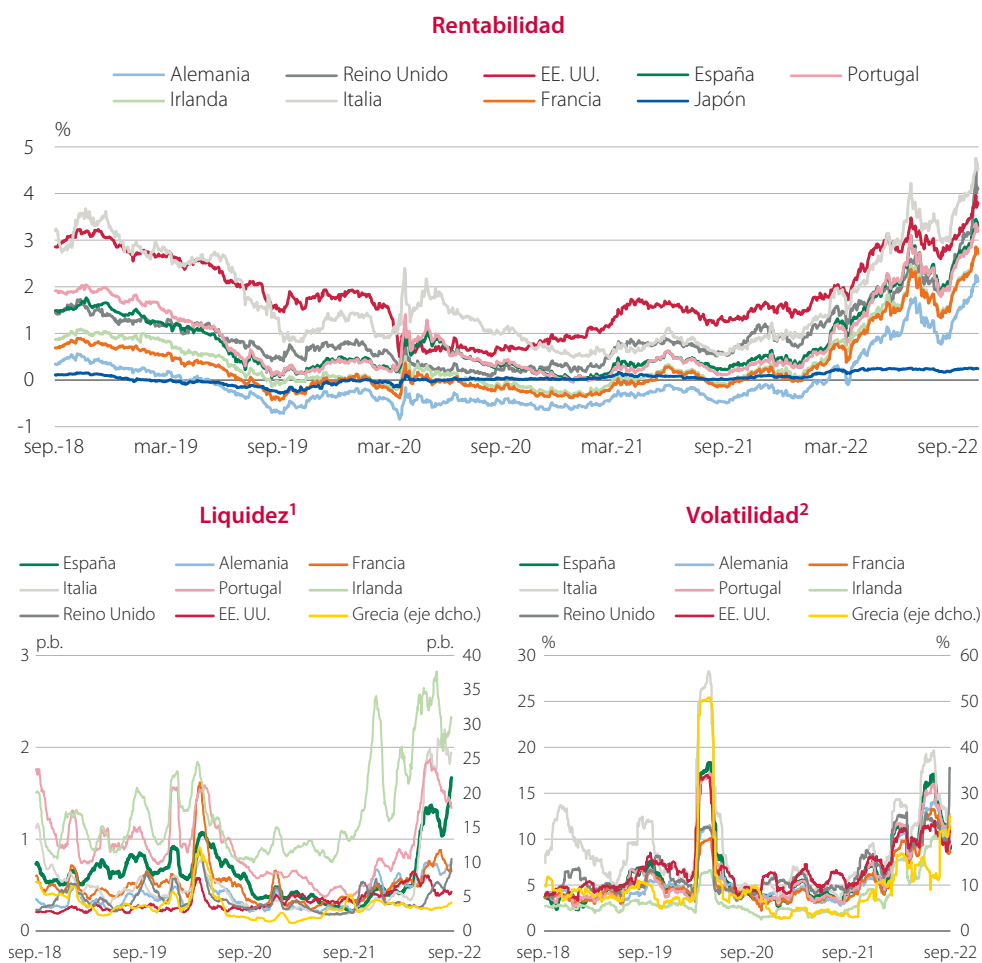
4 Tipo de la política monetaria.

13 La disparidad entre las políticas monetarias japonesas y las de otros bancos centrales han dado lugar a una depreciación del yen (especialmente frente al dólar). Por ello a finales de septiembre el Gobierno de Japón intervino el mercado de divisas comprando yenes para evitar el desplome de dicha moneda.

En este contexto de giro abrupto de la política monetaria, la rentabilidad del bono soberano a 10 años presenta aumentos significativos en las principales economías avanzadas, destacando los casos de Italia y el Reino Unido. La evolución de los tipos de interés de la deuda a largo plazo ha sido relativamente homogénea durante el ejercicio en estas economías, con una tendencia alcista desde principios de año que únicamente se revirtió de forma transitoria entre junio y mediados de agosto (véase gráfico 3).

Indicadores del mercado de bonos soberanos a 10 años

GRÁFICO 3



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

1 Promedio de 1 mes del diferencial compra/venta (*bid-ask spread*) diario de las rentabilidades de los bonos soberanos a 10 años.

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

En los países de la zona euro, el aumento de la rentabilidad del bono soberano a 10 años fue intenso en el tercer trimestre, oscilando entre los 69 p.b. (Irlanda y Holanda) y los 121 p.b. en Grecia. La rentabilidad del bono soberano alemán a 10 años¹⁴ pasó a terreno positivo en enero de 2022 y se situaba a finales de septiembre en el 2,1 % (74 p.b. más que a finales de junio). En Francia, Portugal y España los avances fueron similares (77 p.b., 73 p.b. y 83 p.b., respectivamente). Así, al finalizar

14 Estaba en terreno negativo desde mayo de 2019.

el trimestre, estos rendimientos se situaban en el 2,7 % en Francia, el 3,2 % en Portugal y el 3,3 % en España. Cabe destacar el incremento en los tipos de interés del bono a 10 años en Italia (112 p.b., hasta el 4,5 %, a finales de septiembre), que en parte se originó por la inestabilidad política en el país, que dio lugar a nuevas elecciones a finales de septiembre. También resalta el fuerte repunte de los tipos de interés de la deuda pública a 10 años en el Reino Unido, donde aumentaron a lo largo del trimestre 185 p.b., hasta el 4,1 %. El incremento adicional respecto a otras referencias europeas también estuvo relacionado con la incertidumbre generada por las decisiones políticas antes mencionadas¹⁵.

El avance de la rentabilidad del bono soberano en EE. UU. fue de 83 p.b. con respecto a junio (231 p.b. en el acumulado del año), hasta situarse en el 3,80 %. Este incremento se explica por el contexto de múltiples subidas de los tipos de interés oficiales ya comentado en un marco de elevada inflación. En esta economía cabe destacar la inversión de la curva de tipos a partir del plazo de 12 meses, hecho que tiende a asociarse con un aumento de la probabilidad de recesión.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo¹

CUADRO 3

%								
	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22
Alemania								
3 años	-0,53	-0,62	-0,78	-0,72	-0,72	-0,24	0,98	1,48
5 años	-0,27	-0,54	-0,75	-0,56	-0,56	0,05	1,27	1,70
10 años	0,25	-0,27	-0,57	-0,31	-0,31	0,33	1,50	1,83
EE. UU.								
3 años	2,68	1,64	0,19	0,95	0,95	2,09	3,16	3,86
5 años	2,68	1,68	0,38	1,23	1,23	2,11	3,20	3,68
10 años	2,83	1,86	0,93	1,46	1,46	2,13	3,15	3,50
Reino Unido								
3 años	0,74	0,53	-0,07	0,61	0,61	1,26	1,98	3,41
5 años	0,90	0,58	-0,04	0,67	0,67	1,28	2,03	3,44
10 años	1,27	0,78	0,26	0,83	0,83	1,52	2,38	3,40
Japón								
3 años	-0,14	-0,14	-0,14	-0,11	-0,11	-0,01	-0,04	-0,06
5 años	-0,13	-0,11	-0,11	-0,09	-0,09	0,03	0,03	0,05
10 años	0,04	-0,02	0,02	0,05	0,05	0,20	0,24	0,25

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 30 de septiembre.

15 La primera ministra del Reino Unido, Liz Truss, anunció en septiembre un plan de recorte fiscal para apoyar el crecimiento del país, que financiaría a través de endeudamiento. Este anuncio suscitó dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas del país, que dieron lugar a un incremento de la rentabilidad de la deuda pública y una fuerte depreciación de la libra esterlina (llegó a caer casi un 5 % durante la sesión del 26 de septiembre hasta mínimos históricos intradía de alrededor de 1,03 dólares).

En España, el rendimiento a corto plazo tanto de la deuda pública como de la privada presentó un comportamiento similar, observándose alzas ligeramente más intensas en el caso de la última. Los tipos de la deuda pública a corto plazo se situaron en valores positivos en todo el tramo corto de la curva, lo que refleja el cambio de tono de la política monetaria del BCE y la perspectiva de que su endurecimiento se extienda en el tiempo. Estas alzas colocaron los tipos a corto plazo de la deuda pública en su nivel más alto desde el año 2012 y finalizaron un periodo de siete años consecutivos de valores negativos. Así, el rendimiento medio en el mercado secundario¹⁶ de las letras del Tesoro a 3, 6 y 12 meses se situaba en septiembre en el 0,49 %, el 0,96 % y el 1,60 %, respectivamente, lo que supone entre 90 y 104 p.b. más que los valores de junio y entre 127 y 220 p.b. más respecto a aquellos con los que inició el año (véase cuadro 4).

Tipos de interés a corto plazo¹

CUADRO 4

%

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22
Letras del Tesoro								
3 meses	-0,50	-0,58	-0,70	-0,78	-0,78	-0,66	-0,41	0,49
6 meses	-0,41	-0,47	-0,59	-0,63	-0,63	-0,58	-0,02	0,96
12 meses	-0,33	-0,48	-0,63	-0,60	-0,60	-0,48	0,56	1,60
Pagarés de empresa²								
3 meses	0,24	0,20	0,49	0,38	0,38	0,21	0,32	0,71
6 meses	0,19	0,52	0,55	0,50	0,50	0,45	0,65	1,71
12 meses	0,07	0,71	1,44	0,81	0,81	0,68	0,83	2,83

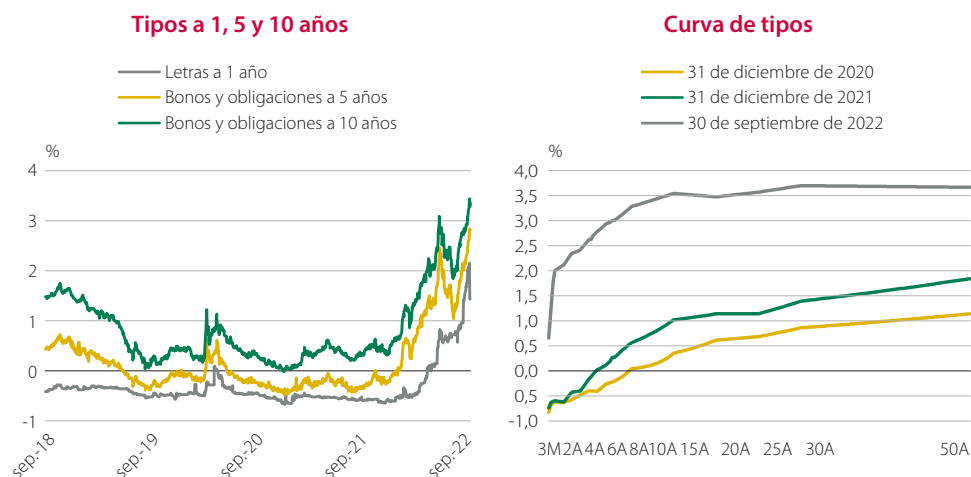
Fuente: Refinitiv Datastream y CNMV.

1 Promedio mensual de datos diarios.

2 Tipo de interés de emisión.

El rendimiento de los activos de renta fija privada a corto plazo presentó un comportamiento similar, con alzas algo más intensas en el plazo de 1 año. Los tipos de la deuda privada se han visto presionados al alza por la retirada del programa de compras de deuda corporativa del BCE. Aunque no todos los emisores corporativos se beneficiaban directamente de este programa en meses anteriores, sí lo hacían indirectamente del efecto de búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores. Asimismo, aunque se ha reducido la presencia de pagarés emitidos en el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), su presencia en la muestra es todavía relevante. Los emisores listados en este último mercado cuentan con mayores costes de emisión, lo que eleva los tipos medios de la muestra. Así, los datos para el mercado español reflejan que el rendimiento medio de los pagarés en el mercado primario alcanzó en septiembre valores que se situaban entre el 0,71 % de la referencia a 3 meses y el 2,83 % de la referencia a 12 meses, niveles sustancialmente superiores a los existentes a finales de junio de 2022 (véase cuadro 4), lo que implica una prima de riesgo sobre la deuda pública a plazos similar, de entre 21 y 77 p.b. El mayor incremento de los diferenciales en el trimestre se concentró en los plazos más largos.

16 En el mercado primario, los tipos de las últimas subastas de letras a 3, 6, 9 y 12 meses celebradas a lo largo del mes de septiembre se situaron en el 0,71 %, 0,87 %, 1,31 % y 1,41 %, respectivamente.



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

Rentabilidad de la renta fija privada a medio y largo plazo¹

CUADRO 5

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22
Renta fija pública								
3 años	-0,04	-0,29	-0,53	-0,48	-0,48	0,20	1,58	2,05
5 años	0,44	-0,06	-0,42	-0,20	-0,2	0,56	1,99	2,35
10 años	1,43	0,45	0,05	0,39	0,39	1,27	2,65	3,00
Renta fija privada								
3 años	0,67	0,20	-0,20	0,12	0,12	0,49	1,26	2,15
5 años	0,55	0,23	-0,13	0,13	0,13	0,78	1,50	1,94
10 años	1,52	0,79	0,41	0,56	0,56	1,46	2,35	3,73

Fuente: Refinitiv Datastream, Refinitiv Eikon y CNMV.

¹ Promedio mensual de datos diarios.

Los tipos de la deuda pública a medio y largo plazo presentaron alzas en el tercer trimestre, pero menos intensas que en los dos anteriores. Esto se debe a que en el trimestre precedente ya habían recogido gran parte de las expectativas de endurecimiento de la política monetaria y a que, a su vez, se vieron favorecidos por las compras de deuda del BCE a través de su herramienta TPI (*Transmission Protection Instrument*) para luchar contra la fragmentación financiera. Aun así, se situaron en su nivel más alto desde 2014. Los aumentos fueron algo más notables en el tramo más corto de la curva, al recoger en mayor medida las expectativas de endurecimiento de la política monetaria, mientras que su intensidad fue más moderada en los tramos medios y largos, en los que las compras de deuda por parte de la autoridad monetaria fueron más abultadas. Como se observa en el cuadro 5, el rendimiento de la deuda pública española a 3, 5 y 10 años alcanzó en septiembre el 2,05 %, el 2,35 % y el 3 %¹⁷ (de media mensual), respectivamente, lo que supone entre 35 p.b. y 47 p.b. más que en junio.

¹⁷ Los tipos a 10 años cerraron septiembre en el 3,3 %, aunque a lo largo del mes llegaron a superar el 3,4 %, su nivel más alto desde 2014.

El comportamiento de la renta fija privada fue similar, aunque las alzas fueron más intensas y se concentraron en mayor medida en los plazos más largos. Al contrario que la deuda pública, que continuó beneficiándose de las compras del BCE a través de su herramienta TPI, la desaparición de las compras de deuda corporativa presionó sus tipos al alza, especialmente en los plazos más largos. Al cierre de septiembre, las rentabilidades de los activos de deuda privada a 3, 5 y 10 años alcanzaban valores de 2,15 %, 1,94 % y 3,73 %, respectivamente, situándose entre 44 p.b. y 138 p.b. más que en junio, lo que representa una prima de entre 10 y 73 p.b. respecto a los activos de deuda pública a plazos similares¹⁸.

Análisis de la CNMV en relación con el Libro Blanco sobre la reforma tributaria

RECUADRO 1

La Resolución de 12 de abril de 2021 de la Secretaría de Estado de Hacienda creó el Comité de personas expertas (en adelante, el Comité) para la elaboración del Libro Blanco sobre la reforma tributaria, con el fin de sentar las bases para una reforma tributaria estructural a medio y largo plazo que modernice y aumente la eficiencia del sistema tributario.

El Comité presentó el 3 de marzo de 2022 su informe, que analiza la eficiencia económica y equidad interpersonal, territorial y de género del sistema tributario, y se proponen las posibles reformas por acometer, con especial atención a la fiscalidad medioambiental, imposición societaria y patrimonial, tributación de la economía digital y actividades emergentes, y las tendencias internacionales.

El Gobierno planteó evaluar las medidas propuestas por el Libro Blanco en 2022 con el fin de llevar a cabo la reforma fiscal en 2023. Sin embargo, de acuerdo con las últimas informaciones, el Gobierno ha decidido aplazar esta reforma fiscal ante los acontecimientos geopolíticos y económicos más recientes. Esta reforma fiscal forma parte de los compromisos asumidos con la Unión Europea.

Uno de los objetivos de la CNMV para 2022 es el análisis de las propuestas de este Libro Blanco con impacto en los mercados de valores, con la intención de contribuir técnicamente al debate fiscal. A continuación, se detallan los asuntos más relevantes para la CNMV, cuyas principales conclusiones son:

- En línea con el posicionamiento del Comité de Expertos del Libro Blanco, la CNMV comparte el objetivo de **corregir el sesgo al endeudamiento que supone la deducibilidad de los gastos financieros** frente a la no deducibilidad del coste de oportunidad del capital propio. Para mitigar los efectos distorsionadores de esta asimetría fiscal, podrían articularse distintas iniciativas.

En este sentido, la propuesta de Directiva de la Comisión Europea relativa al establecimiento de normas para la reducción del sesgo de deuda-capital y a

18 En el plazo de 5 años existe una prima negativa de 41 p.b. a favor de los activos de deuda privada que es atribuible a la escasez de referencias de deuda privada a 5 años disponibles para el cálculo del rendimiento.

la limitación de la deducibilidad de los intereses a efectos del impuesto sobre sociedades (*Debt Equity Reduction Allowance* o DEBRA) introduce una desgravación¹ para el capital propio comparable con la de la deuda, lo que propiciará que la financiación sea más accesible, en particular para las empresas emergentes y pymes. Esta solución armonizada estimulará el mercado único de capitales y la transición ecológica y digital. Con objeto de que el marco común sea también sostenible a corto plazo para los presupuestos de los Estados miembros se introduce asimismo un límite² a la deducibilidad fiscal de los costes de la deuda.

- En cuanto a la **exención aplicable a los servicios financieros en el IVA**, dado su coste recaudatorio y el posible efecto negativo en la economía derivado de la ruptura de la cadena del IVA, desde la Comisión Europea se están planteando **dos posibles alternativas**: el gravamen pleno de los servicios financieros y de seguros, o una tributación limitada a los servicios basados en comisiones (*fees*). El Libro Blanco también apoya la revisión de esta exención. En vista de la relevancia de este asunto, la CNMV seguirá la evolución de estas propuestas y, en caso de existir procesos de consulta pública, contribuirá al debate directamente y de manera coordinada con el Ministerio de Economía y Transformación Digital.
- En relación con los **regímenes especiales de determinadas entidades financieras** en el impuesto sobre sociedades, en particular, de sociedades de inversión de capital variable (SICAV) y sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), se considera fundamental resaltar la **importancia del entorno de competencia fiscal internacional** de cara a la desaparición o al endurecimiento de estos regímenes. Como indica el Libro Blanco, este tipo de vehículos de inversión existen en países del entorno con un diseño similar al español e incluso con una tributación en el impuesto de sociedades menos gravosa, lo que podría desplazar las inversiones actuales tanto de residentes como de no residentes a otros mercados y no generar el impacto recaudatorio esperado. El Comité señala, además, la complejidad para medir estos efectos.
- El Comité de Expertos también considera urgente la **necesidad de contar con un marco normativo sobre criptoactivos** y las actividades y transacciones relacionadas con ellos que permitan su adecuada calificación jurídico-tributaria. En particular, aborda los dos problemas principales que se plantean desde la perspectiva tributaria: la **falta de transparencia** de estas operaciones y de las personas y entidades que intervienen en ellas, y la **incertidumbre sobre la calificación y cuantificación a efectos fiscales** de los derechos, operaciones y transacciones relacionados con ellos. En este sentido, sus propuestas van encaminadas a que el Ministerio de Hacienda apoye activamente las iniciativas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y de la Unión Europea para reforzar la cooperación administrativa y el intercambio automático de información en este ámbito, así como que se clarifique en las normas tributarias estatales la fiscalidad de los criptoactivos y facilitar una interpretación sistemática a través de resoluciones interpretativas o aclaratorias.

- Asimismo, el Libro Blanco señala que en España **no existe un marco fiscal específico para la financiación participativa (*crowdfunding*) en sus distintas modalidades**, siendo la Dirección General de Tributos la que se ha encargado de aclarar, a través de sus respuestas a consultas tributarias, su tratamiento fiscal en el sistema tributario español. El Comité apoya la **implantación de medidas de incentivo fiscal de la microfinanciación** de pequeñas y medianas empresas emergentes, en línea con la experiencia de otros países del entorno.

Otras propuestas del Libro Blanco con impacto en los mercados de valores son las relacionadas con:

- El actual modelo dual de tributación de las rentas del capital y del trabajo en el IRPF y la progresividad del impuesto.
- La nivelación de la tributación de la economía digital y actividades emergentes.
- Medidas de reducción de la complejidad e incertidumbre, como exportar el modelo *sandbox* o espacio controlado de pruebas al ámbito tributario y valorar la incorporación de la perspectiva tributaria en los *sandboxes* regulatorios existentes.
- Medidas de fomento del emprendimiento y la innovación, como las deducciones para la inversión en empresas de nueva creación, mejoras en los incentivos a la inversión (el caso de los *carried interests*) o el tratamiento fiscal de la remuneración (*stock options*).

La CNMV seguirá la evolución de las iniciativas del Libro Blanco con impacto en los mercados de valores y mantendrá un papel activo en el caso de que estas dieran lugar a proyectos normativos concretos.

- 1 La deducción se calcula multiplicando la base de deducción por el tipo de interés nocional, siendo la base de la deducción la diferencia entre el nivel de patrimonio neto al final del periodo fiscal y al final del periodo fiscal previo. El tipo de interés nocional es la suma de la tasa de interés libre de riesgo a 10 años más una prima de riesgo. Esta prima de riesgo será del 1 % en general y del 1,5 % para las pymes.
- 2 Se limita la deducibilidad de los intereses al 85 % de los costes de endeudamiento excedentarios, definidos como el importe en que los costes de endeudamiento deducibles de un contribuyente superan los ingresos imposables en concepto de intereses y otros ingresos imposables, económicamente equivalentes, obtenidos por el contribuyente conforme al ordenamiento jurídico nacional.

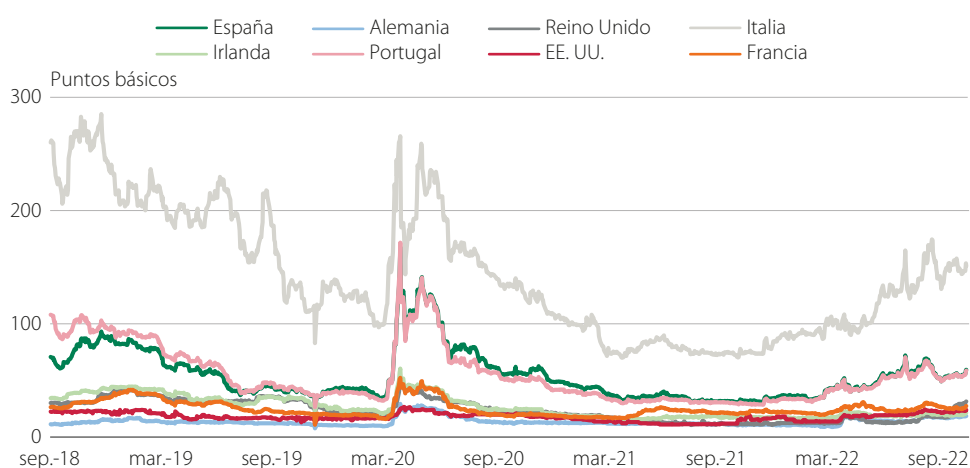
2.2 Primas de riesgo

Las primas de riesgo de crédito soberano de las economías avanzadas, evaluadas a través de los contratos CDS (*Credit Default Swap*) a 5 años, mostraron repuntes a lo largo del trimestre, sobre todo en Italia y el Reino Unido. Esta tendencia alcista se observa desde principios de año en las principales economías debido a la fuerte incertidumbre y al aumento de los riesgos que conlleva el actual entorno económico y político. En algunos casos, el alza también está relacionada con incertidumbres políticas domésticas. Cabe destacar el aumento de la prima de riesgo británica en este trimestre (35 p.b.), sobre todo en septiembre, cuando se duplicó y finalizó el trimestre en 48 p.b. ante las dudas sobre la sostenibilidad de su deuda. En la zona euro, el repunte de la

prima de riesgo más significativo se registró en Italia: 44 p.b., hasta 175 p.b. a finales de septiembre. Este incremento, que comenzó en el segundo trimestre del año, se explica por la crisis política comentada con anterioridad¹⁹. Por su parte, en España, el incremento fue de 9 p.b., hasta 66 p.b., y en Francia y Portugal de 8 p.b. y 11 p.b., hasta 32 p.b. y 65 p.b. respectivamente. En Alemania, el avance de la prima de riesgo fue similar, de 11 p.b., hasta 24 p.b., acercándose al nivel máximo alcanzado en la crisis del COVID-19 (28 p.b.). Mientras, en EE. UU., el repunte trimestral fue de 8 p.b., hasta 28 p.b., unos niveles superiores a los registrados durante la pandemia.

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

GRÁFICO 5

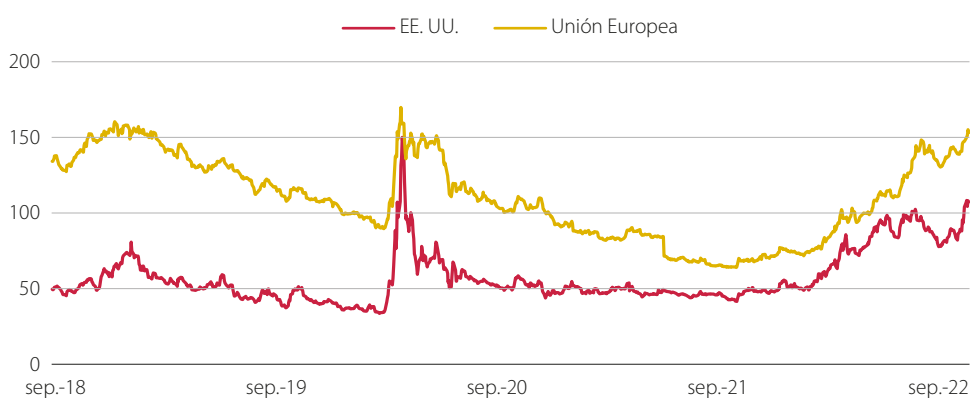


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

Por su parte, la prima de riesgo del sector bancario (véase gráfico 6), tanto de la zona euro como de EE. UU., mantuvo una senda creciente durante el tercer trimestre del año, algo más intensa en el caso de la zona euro. Así, este indicador se incrementó de junio a septiembre 19 p.b. en la zona euro (hasta 153 p.b.) y 6 p.b. en EE. UU. (hasta 107 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 30 de septiembre.

19 La prima de riesgo está en los niveles más altos desde junio de 2020.

Las primas de riesgo de crédito en los mercados de renta fija privada de las economías avanzadas también registraron incrementos en todos los tramos de deuda. Estos aumentos fueron más significativos en la zona euro que en EE. UU., sobre todo en los activos de peor calidad crediticia. Así, en EE. UU., la prima de riesgo de la deuda *high yield* aumentó 31 p.b. en el tercer trimestre del año, hasta 532 p.b. (promedio de septiembre); la de la deuda BBB se incrementó 21 p.b. hasta 223 p.b., y la de la deuda AAA lo hizo 6 p.b., hasta 81 p.b. En la zona euro, el avance de las primas de riesgo de crédito de la deuda corporativa fue de 67 p.b. en el segmento *high yield*, hasta 654 p.b.; de 24 p.b. en el BBB, hasta 251 p.b., y más leve en el tramo AAA, de 13 p.b., hasta situarse en 110 p.b. en septiembre de 2022. En general, se observa una evolución creciente a lo largo del ejercicio, que se acentuó en la última quincena de septiembre (véase cuadro 6). No obstante, en el segmento *high yield* los niveles máximos alcanzados por las primas de riesgo en dicho mes, que fueron de 718 p.b. en la zona euro y de 611 p.b. en EE. UU., continúan por debajo de los máximos registrados en la crisis del COVID-19 (970 y 1.064 p.b., respectivamente).

Primas de riesgo de la deuda privada¹

CUADRO 6

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

	dic.-18	dic.-19	dic.-20	dic.-21	dic.-21	mar.-22	jun.-22	sep.-22
Zona euro²								
<i>High yield</i>	605	489	443	428	428	5,43	5,87	6,54
BBB	199	137	124	121	121	1,73	2,27	2,51
AAA	86	66	53	66	66	0,86	0,97	1,10
EE. UU.								
<i>High yield</i>	485	430	418	350	350	4,06	5,01	5,32
BBB	192	141	126	119	119	1,77	1,91	2,12
AAA	72	46	47	39	39	0,71	0,75	0,81

Fuente: Refinitiv Datastream.

1 Promedio mensual de datos diarios. Datos hasta el 30 de septiembre.

2 Diferencial respecto al bono alemán.

En España, la prima de riesgo soberano, medida como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a 10 años y el de la deuda soberana alemana al mismo plazo, cerró el trimestre en 118 p.b., 9 p.b. más que en el trimestre anterior y en zona de máximos anuales. Este indicador se situó en el tercer trimestre en su valor más elevado desde el primer semestre de 2020 y lejos de los 77 p.b. en los que comenzó el año (véase gráfico 7). En otros países de la zona euro también se observaron incrementos similares de las primas de riesgo (con la excepción de Grecia e Italia, donde estos tuvieron mayor intensidad). La evolución de la prima de riesgo de las diferentes economías se ve condicionada, en términos generales, por la evolución de su actividad, por su política fiscal y por el mantenimiento —en ocasiones— de endeudamientos elevados y, en el caso particular de la zona euro, por la intervención del BCE a través de sus compras de deuda pública en los mercados secundarios mediante su herramienta TPI.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector público

GRÁFICO 7

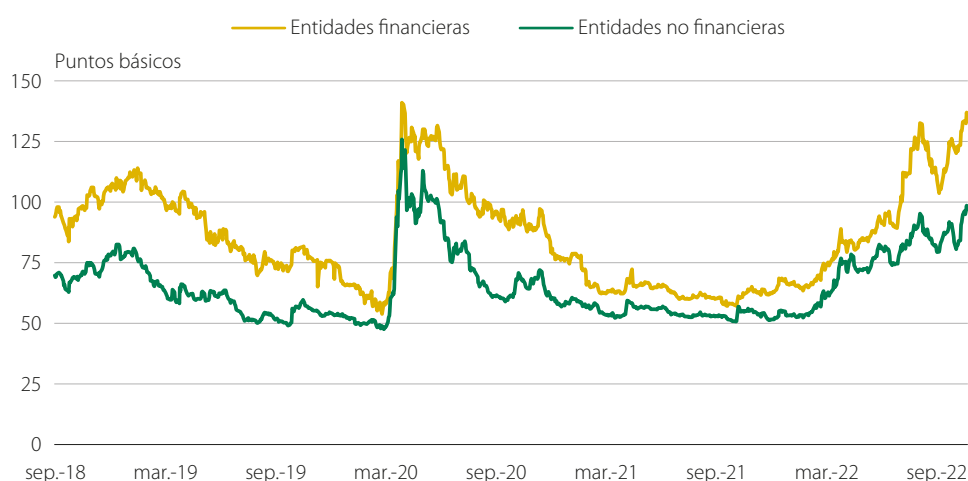


Fuente: Refinitiv Datastream y elaboración propia. Datos hasta el 30 de septiembre.

Las primas de riesgo de los subsectores privados de la economía también presentaron alzas, que fueron ligeramente superiores a las del bono soberano. Tanto las empresas como las entidades financieras acusan en sus primas de riesgo la finalización de los programas de compras de deuda del BCE (PEEP y APP), que incluían programas específicos de compras de pagarés y bonos corporativos de empresas, así como de deuda bancaria (cédulas hipotecarias y titulizaciones), además de rondas de financiación en excelentes condiciones específicas para las entidades financieras. Asimismo, el alza de los tipos de interés supone un crecimiento importante de los gastos financieros de las sociedades no financieras en un contexto de ralentización económica y de menor crecimiento de sus ingresos. En el caso de las entidades financieras, esta circunstancia contribuye positivamente a la expansión de sus márgenes de intermediación, pero a su vez favorece el crecimiento de la morosidad. Como muestra el gráfico 8, el promedio de los CDS de las entidades financieras se situaba a finales de septiembre en 135 p.b., 13 p.b. más que a finales de junio, y el de las sociedades no financieras alcanzaba 97 p.b., 10 p.b. más, siendo ambos valores más del doble que los del inicio del ejercicio.

Prima de riesgo de emisores españoles: sector privado¹

GRÁFICO 8



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

¹ Media simple de los 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 durante el tercer trimestre del año (datos semestralizados) disminuyeron un 30,3 % en términos interanuales, situándose en casi 5 billones de dólares²⁰. Todos los sectores registraron caídas (al igual que en los meses anteriores), siendo la más significativa la del sector no financiero (del 39,4 %). Estos descensos se explican en parte por el fuerte endurecimiento de las condiciones de financiación que lleva aparejado el giro de la política monetaria, así como por los temores de recesión, que aplazan los planes de inversión de las compañías. Por regiones, también se observaron descensos en las principales economías, siendo el más destacable el de Europa (41,2 % hasta los 775.000 millones de dólares), seguido del de EE. UU. (33,8 % hasta 2,6 billones de dólares) y el de Japón (28,3 %, hasta 575.000 millones de dólares).

Las emisiones brutas de deuda soberana disminuyeron un 28,5 % con respecto al segundo semestre de 2021, hasta los 3,4 billones de dólares. Las menores necesidades de financiación de las Administraciones públicas (AA. PP.) tras el incremento del gasto a raíz de la pandemia dieron lugar a caídas en todas las regiones, las más intensas en Europa, donde disminuyeron un 53,3 %, hasta 336.000 millones de dólares. En EE. UU. y en Japón los descensos fueron más leves, aunque en ambas economías se registraron disminuciones de cerca del 30 % (hasta 2 billones y 752.000 millones de dólares, respectivamente).

Las emisiones brutas de deuda efectuadas por los sectores privados retrocedieron con fuerza con respecto al segundo semestre de 2021, especialmente en el sector no financiero. La disminución de este último fue del 39,4 %, hasta 570.000 millones de dólares, destacando, sobre todo, la caída de las emisiones en Europa (57,9 %, hasta 93.000 millones de dólares). En EE. UU. y en Japón también se registraron descensos con respecto al mismo periodo de 2021, aunque fueron menos intensos (del 31,4 %, hasta 296.000 millones de dólares, y del 37,9 %, hasta 47.000 millones, respectivamente). Por otra parte, también se observó una caída de las emisiones brutas en el ámbito financiero (del 30,5 %, hasta 1 billón de dólares). Aunque todas las regiones experimentaron disminuciones en las emisiones a largo plazo de este sector, destacaron las acontecidas en EE. UU. (del 50,1 %, hasta 314.000 millones de dólares) y en Japón (del 21,5 %, hasta 53.000 millones de dólares). En Europa, el descenso de las emisiones brutas de renta fija del sector financiero fue menos intenso (del 8,1 %, hasta 345 millones de dólares).

20 La disminución de las emisiones netas de deuda a largo plazo fue mucho más intensa, del 109 %, y dio lugar a unas emisiones netas negativas de 230.000 millones de dólares. Se debió tanto a la caída de las emisiones brutas como al incremento de los vencimientos en su conjunto.



Fuente: Dealogic. Datos semestrales hasta el 30 de septiembre.

En el caso de las emisiones de renta fija privada efectuadas por los emisores españoles, cabe señalar que el importe de las registradas en España en el tercer trimestre (CNMV y MARF) superó los 27.650 millones de euros y que el de las efectuadas en el exterior (julio y agosto) fue próximo a 16.000 millones. Dentro de las emisiones realizadas en España, cerca del 90 % se registró en la CNMV y el resto se admitió en el MARF. En este trimestre destacaron las emisiones de pagarés, que fueron más del doble de las efectuadas en el mismo trimestre del año anterior, presentando los demás activos descensos de distinta intensidad.

En lo que va de año las emisiones de renta fija registradas en España se sitúan en 80.521 millones de euros, un 9 % más que 2021. Destaca el crecimiento de las emisiones de cédulas hipotecarias y pagarés de empresa, cuyos importes se situaron en 27.300 y 29.855 millones de euros, respectivamente, lo que supone un crecimiento del 24 % y el 80 %, respectivamente, respecto al mismo periodo de 2021. Por el contrario, las emisiones de bonos y obligaciones se situaron apenas en 1.233 millones de euros, la mitad que en 2021²¹. Por su parte, las emisiones de bonos de titulización y cédulas territoriales se mantuvieron en niveles similares a los de 2021, si bien en

21 El grueso de emisiones de este tipo de activos lo efectúa la SAREB, que tiene la consideración de AA. PP.

el caso de las primeras la actividad de emisión se concentró en el primer trimestre del año. El recurso a esta vía está condicionado en gran medida por su uso como colateral para obtener financiación en las subastas extraordinarias de liquidez del BCE, que han finalizado.

La información recopilada en el año sugiere que las medidas derivadas de la Ley 5/2021 —que exime a los emisores de la obligación de elaborar folleto para las emisiones de pagarés con vencimiento inferior a 1 año— y otras adoptadas por la CNMV para simplificar y agilizar los procesos de emisión parecen haber tenido un impacto positivo en el importe de las emisiones de pagarés registradas en la CNMV. Así, su importe ha crecido más de un 50 % en términos interanuales, pues varios emisores españoles han relocalizado hacia España las emisiones de este tipo que realizaban en el exterior, cuyo importe ha retrocedido de modo destacado este año.

Emisiones brutas de renta fija privada registradas en España

CUADRO 7

Importes nominales en millones de euros

CNMV	2018	2019	2020	2021	2022			
					mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
A largo plazo¹	53.774	52.305	80.753	59.914	31.798,0	10.461,0	8.406,0	50.665,0
Bonos y obligaciones no convertibles ²	6.085	9.101	5.545	4.180	136,0	550,0	547,0	1.233,0
Bonos y obligaciones convertibles	0	0	0	0	300,0	1.000,0	0,0	1.300,0
Cédulas hipotecarias	26.575	22.933	22.960	28.700	14.300,0	7.000,0	6.000,0	27.300,0
Cédulas territoriales	2.800	1.300	9.150	5.500	3.040,0	0,0	500,0	3.540,0
Bonos de titulización	15.464	16.471	35.081	18.376	14.022,0	1.911,0	1.359,0	17.292,0
Participaciones preferentes	2.850	1.000	1.750	2.335	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones	0	1.500	6.266	823	0,0	0,0	0,0	0,0
A corto plazo¹	15.089	15.085	22.301	20.180	6.824,0	6.743,0	16.288,0	29.855,0
Pagarés de empresa	15.089	15.085	22.301	20.180	6.824,0	6.743,0	16.288,0	29.855,0
De titulización de activos	240	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	68.863	67.390	103.054	80.094	38.622,0	17.204,0	24.694,0	80.520,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas:	4.923	3.214	14.312	4.600	951,0	745,0	258,0	1.954,0
Admitidas en el MARF	6.358,7	10.347,6	9.584,0	13.964,5	3.107,3	4.040,2	2.952,5	10.100,0
Total	75.221,7	77.737,6	112.638,0	94.058,5	41.729,3	21.244,2	27.646,5	90.620,0

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 2022 es de 4.235 millones de euros, efectuados íntegramente en el primer trimestre.

Las emisiones efectuadas en el MARF se situaron en 2.952 millones de euros en el tercer trimestre, un 35 % menos que en el mismo trimestre de 2021. Sin embargo, en el conjunto del año acumulan 10.100 millones de euros, un importe similar al de 2021 (10.195 millones). La importancia relativa de los pagarés se incrementó desde el 74 % en 2021 hasta el 95 % en 2022, lo que refleja el éxito de este mercado como mecanismo de financiación del circulante para un importante número de sociedades, entre las que se incluyen grandes compañías como El Corte Inglés y Más Móvil, pero también sociedades cotizadas como Sacyr, Técnicas Reunidas o Vidrala, así como un número creciente de pymes.

Las emisiones de deuda realizadas por los emisores españoles en el exterior durante julio y agosto fueron cercanas a 16.000 millones de euros. En el conjunto del año estas emisiones ascienden a 68.856 millones, un 9,7 % menos que en 2021. El descenso se originó tanto por los activos de deuda a corto plazo (-6,5 %) como, en mayor medida, los de largo plazo (-13,1 %). Los datos sugieren que los grandes emisores, especialmente las grandes sociedades no financieras, adelantaron a 2021 y la primera parte de este año sus emisiones y cubrieron sus necesidades de financiación, ante las perspectivas del giro en la política monetaria del BCE. Únicamente en el segundo trimestre de este año se observó algo más de vigor en las emisiones, en momentos en los que empezó a descontarse un proceso de subida de tipos más abrupto. Asimismo, parece que en el caso de las emisiones a corto plazo se ha producido un cierto trasvase de la actividad emisora desde el exterior hacia España como consecuencia de los cambios regulatorios referidos anteriormente.

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

CUADRO 8

Importes nominales en millones de euros

	2018	2019	2020	2021	2022			
					mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
A largo plazo	36.913	53.234	46.122	60.644	11.657	14.740	5.701	32.098
Participaciones preferentes	2.000	3.070	1.850	3.820	0	0	0	0
Obligaciones subordinadas	2.250	1.755	0	1.350	0	0	0	0
Bonos y obligaciones	32.663	48.409	44.272	55.474	11.657	14.740	5.701	32.098
Bonos de titulización	0	0	0	0	0	0	0	0
A corto plazo	50.933	47.087	44.078	62.606	10.319	16.181	10.258	36.758
Pagarés de empresa	50.933	47.087	44.078	62.606	10.319	16.181	10.258	36.758
De titulización de activos	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	87.846	100.321	90.201	123.250	21.976	30.921	15.959	68.856
Pro memoria: emisiones brutas de filiales de empresas españolas residentes en el resto del mundo								
Instituciones financieras	43.549	57.449	42.063	40.439	15.062	15.395	10.207	40.664
Sociedades no financieras	49.051	34.893	28.678	28.986	7.403	5.527	2.773	15.703
Total	92.600	92.342	70.741	69.426	22.465	20.921	12.980	56.366

Fuente: Banco de España. Datos del tercer trimestre hasta agosto.

El importe de las emisiones de deuda con criterios medioambientales, sociales y de gobernanza (ASG) de los emisores españoles alcanzó 2.500 millones en el tercer trimestre (4.040 millones en el mismo periodo del año anterior), con un descenso tanto del número de emisores como de las emisiones (2 verdes y 2 sociales). En lo que va de año las emisiones de este tipo acumulan un importe de 8.529 millones de euros, un 29 % menos que en el mismo periodo de 2021²².

Por último, en cuanto a la actividad registrada en los centros de negociación españoles, continúan observándose retrocesos en la contratación en el Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) y avances agregados en los sistemas organizados de contratación (SOC). La negociación acumulada en el SEND en los 3 primeros trimestres del año se situó por debajo de los 15.000 millones, un 67 % menos que en 2021. En el caso de los SOC, la negociación se situó en 982.905 millones de euros en el ejercicio, más del doble que el año anterior, gracias al fuerte crecimiento de la actividad en Tradition España OTF²³, que compensó ampliamente la caída de la actividad en los otros dos SOC (CAPI, con un -10,3 %, y CIMB, con un -12,3 %). El nuevo SOC concentra dos tercios de toda la negociación. Del importe total de deuda negociado en los SOC, el 70 % correspondió a activos de renta fija emitidos en el exterior y el resto, a activos de renta fija emitidos en España.

Conclusiones de la revisión de la obligación de comunicación de operaciones sospechosas de abuso de mercado en 2021

RECUADRO 2

Las comunicaciones de operaciones y órdenes sospechosas que pudieran ser constitutivas de abuso de mercado son una de las herramientas fundamentales para que los supervisores de los mercados puedan investigar y, en su caso, sancionar este tipo de conductas. Aportan información adicional a la que tienen los supervisores, principalmente en lo que se refiere al perfil y a la actuación de la persona sospechosa.

El régimen que obliga a entidades de servicios de inversión y centros de negociación a notificar conductas sospechosas está establecido por la Unión Europea en un reglamento. En concreto, la obligación de notificar se impone en el artículo 16 del Reglamento UE 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado, que se desarrolla en el Reglamento Delegado 2016/957 de la Comisión Europea. Las autoridades de la Unión Europea comparten estas comunicaciones en función de la determinación de la autoridad competente para investigar y sancionar el abuso de mercado sobre el instrumento en cuestión.

La CNMV realiza una valoración anual de las comunicaciones recibidas y proporciona información al sector, de cara a la posible mejora de la calidad de estas y a incentivar la detección y notificación de estas conductas en cuanto haya una

22 Las emisiones ASG efectuadas por las AA. PP. ascienden a 4.361 millones de euros, prácticamente la mitad que en 2021.

23 Tradition España OTF fue el último SOC autorizado a finales de septiembre de 2021. Su negociación se computa en términos netos, sin las operaciones de interposición por cuenta propia.

sospecha. El número de comunicaciones de operaciones sospechosas enviadas a la CNMV se situó en 290 en 2021, un 3,6 % más que en 2020. El abanico de instrumentos financieros a los que pueden hacer referencia las informaciones es amplio, si bien, en la práctica, las comunicaciones están referidas a acciones de forma mayoritaria. Así, el 86 % del total de las comunicaciones recibidas en 2021 hicieron referencia a instrumentos de renta variable, la misma proporción que en el año 2020 (véase cuadro R.2.1). Lo siguieron las comunicaciones referidas a operativa con derivados (7,2 %) y renta fija (6,2 %).

Si se atiende a la tipología de la conducta, las comunicaciones sobre el uso o intento de uso de información privilegiada concentraron casi un 73 % del total, porcentaje superior al de años anteriores. Lo siguieron los intentos de manipulación de mercado (25 %) y otros comportamientos (2 %). Además, si se atiende al tipo de entidad que efectúa la comunicación, se observa que las empresas de servicios de inversión (ESI) son las entidades que realizaron el mayor número de comunicaciones (67 % del total en 2021, 65 % en 2020), seguidas de otras autoridades nacionales competentes (25 % en 2021, 31 % en 2020). La aportación de los mercados se situó en el 2 % y otro tipo de entidades proporcionaron el 6 %.

Comunicaciones por tipo de instrumento y tipología de infracción CUADRO R.2.1

	ESI		Mercados		Otras AA. CC. ¹		Otras comunic.		Total	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Tipo de instrumento										
Renta variable	174	186	4	6	60	50	1	6	239	248
Derivados	6	4	1	0	13	14	1	3	21	21
Renta fija	1	1	0	0	14	9	4	8	19	18
Combinación	0	2	0	0	1	1	0	0	1	3
Total	181	193	5	6	88	74	6	17	280	290
Tipología de infracción										
Intento y uso de información privilegiada	120	143	3	4	66	61	2	3	191	211
Intento y manipulación de mercado	61	50	2	2	22	13	4	8	89	73
Otros	0	0	0	0	0	0	0	6	0	6
Total	181	193	5	6	88	74	6	17	280	290

Fuente: CNMV.

¹ AA. CC.: Autoridades competentes.

La CNMV efectúa un análisis de la calidad de la información remitida por las entidades que tiene en cuenta si la información es completa, si la descripción de la operativa es precisa y si los indicios son suficientes, razonables y plausibles en cuanto a la posible conducta contraria a la normativa del mercado. Este análisis, que permite segmentar la calidad de la información recibida en «media/baja», «media» o «media/alta», concluyó que el 62 % de las comunicaciones recibidas en 2021 tenía una calidad media/alta, porcentaje que supera el 57 % del año previo.

Entre los aspectos que mejorar en la calidad de las notificaciones destacan la identificación de la lógica y coherencia de la conducta comunicada a los efectos de considerar la existencia de posibles indicios de abuso de mercado, así como de profundizar en el análisis del perfil inversor del cliente sospechoso y su relación con el instrumento financiero en cuestión.

El régimen del Reglamento de abuso de mercado no solo impone la obligación de notificar, sino que exige a las entidades establecer mecanismos, procedimientos y sistemas precisamente para poder detectar y analizar las conductas que deben comunicarse a la autoridad competente. El citado reglamento delegado desarrolla las características que deben tener dichos mecanismos, procedimientos y sistemas, y además obliga a que sean valorados anualmente por la entidad. El objetivo de la valoración anual es detectar posibles debilidades o necesidades de adaptación o modificación.

Además de contar con procedimientos y medios tecnológicos apropiados, las entidades deben dedicar personal especializado a la tarea de detección, análisis y notificación de las operaciones sospechosas.

Finalmente, en cuanto al plazo de comunicación de las operaciones sospechosas, estas deben enviarse a la autoridad competente sin demora. En este sentido, las autoridades de la Unión Europea han acordado en el marco de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) un plazo orientativo de 60 días naturales, considerado como razonable. Pues bien, el número de comunicaciones recibidas de entidades financieras con un cierto desfase temporal en 2021 se situó en 27 y fueron remitidas por 7 entidades. Este número, que representa un 14 % del total de comunicaciones remitidas, disminuyó un 40 % respecto a la cifra de 2020.

3 Mercados de renta variable

3.1 Precios y rentabilidades

Los principales índices de renta variable internacional volvieron a experimentar caídas en el tercer trimestre del año, aunque fueron de intensidad más moderada que en los trimestres anteriores, conforme se fueron materializando las perspectivas de subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales²⁴. La intensidad de las caídas supera, para la mayor parte de los índices, las ganancias acumuladas durante el ejercicio 2021 y los coloca en su nivel más bajo desde la primera mitad de 2020, tras el estallido de la pandemia. La perspectiva de nuevas subidas adicionales de los tipos de interés y el posible escenario de recesión de algunas economías, en un contexto de extensión en el tiempo del conflicto bélico en Ucrania y de crisis energética, son elementos que van a mantener en los próximos meses un escenario de incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros. Todos los grandes índices presentaron recortes en el trimestre, que fueron algo más pronunciados para los estadounidenses (entre el 4,1 % del Nasdaq y el 6,7 % del Dow Jones)

24 Véase el epígrafe «Tipos de interés».

y más leves en el caso de los asiáticos (excepto en aquellos relacionados con la economía china). Por su parte, los retrocesos de los índices europeos se situaron entre el 2,7 % del Cac 40 y el 9 % del Ibex 35.

Rentabilidad de los principales índices bursátiles¹

CUADRO 9

					2022			
	2018	2019	2020	2021	mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
Mundo								
MSCI World	-10,4	25,2	14,1	20,1	-5,5	-16,6	-6,6	-26,4
Zona euro								
Eurostoxx 50	-14,3	24,8	-5,1	21,0	-9,2	-11,5	-4,0	-22,8
Euronext 100	-11,2	24,9	-3,6	23,4	-6,7	-9,8	-2,8	-18,2
Dax 30	-18,3	25,5	3,5	15,8	-9,3	-11,3	-5,2	-23,7
Cac 40	-11,0	26,4	-7,1	28,9	-6,9	-11,1	-2,7	-19,4
Mib 30	-16,1	28,3	-5,4	23,0	-8,5	-14,9	-3,0	-24,5
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	7,9	-3,1	-4,1	-9,0	-15,5
Reino Unido								
FTSE 100	-12,5	12,1	-14,3	14,3	1,8	-4,6	-3,8	-6,6
EE. UU.								
Dow Jones	-5,6	22,3	7,2	18,7	-4,6	-11,3	-6,7	-20,9
S&P 500	-6,2	28,9	16,3	26,9	-4,9	-16,4	-5,3	-24,8
Nasdaq-Cpte	-3,9	35,2	43,6	21,4	-9,1	-22,4	-4,1	-32,4
Japón								
Nikkei 225	-12,1	18,2	16,0	4,9	-3,4	-5,1	-1,7	-9,9
Topix	-17,8	15,2	4,8	10,4	-2,3	-3,9	-1,9	-7,8

Fuente: Refinitiv Datastream.

¹ En moneda local. Datos hasta el 30 de septiembre.

La evolución de los principales índices bursátiles (véase cuadro 9) en el año presenta notables descensos en todas las regiones, salvo en el caso del Reino Unido y de Japón, donde las caídas son más moderadas. En Europa, con la excepción del Reino Unido, donde el FTSE 100 cae únicamente un 6,6 %, los retrocesos oscilan entre el 15,5 % del español Ibex 35 y el 24,5 % del italiano Mib 30, tras acumular todos los índices relevantes 3 trimestres consecutivos de pérdidas. Los índices estadounidenses acumulan caídas algo más intensas, que oscilan entre el 20,9 % del Dow Jones (índice de carácter general) y el 32,4 % del Nasdaq (índice de carácter más tecnológico), mientras que en Japón los retrocesos han sido más moderados y alcanzan el 9,9 % para el Nikkei 225 y el 7,8 % para el Topix.

En España, el Ibex 35 finalizó el tercer trimestre con una caída del 9 %, la mayor entre los grandes índices europeos continentales, pese a la cual presenta el mejor comportamiento de todos ellos en el año al retroceder un 15,5 %, más de 7 puntos porcentuales (p.p.) menos que el europeo Eurostoxx 50. El Ibex 35 acumula 5 trimestres de caídas consecutivas, lo que sitúa su valor (7.367 puntos) en el nivel más bajo desde el segundo semestre de 2020 y en valores similares a los que presentaba en el año 2012, tras la crisis financiera.

Índices	2019	2020	2021	2022			
				mar. ¹	jun. ¹	sep. ¹	ene.-sep.
Ibex 35	11,8	-15,5	7,9	-3,1	-4,1	-9,0	-15,5
Madrid	10,2	-15,4	7,1	-2,3	-4,0	-9,3	-15,0
Ibex Medium Cap	8,4	-9,7	8,6	-5,9	-1,5	-8,3	-15,1
Ibex Small Cap	11,9	18,9	1,8	3,1	-6,1	-15,3	-17,9
FTSE Latibex All-Share	16,3	-22,0	5,8	32,7	-16,3	1,4	12,6
FTSE Latibex Top	15,3	-19,1	13,5	26,2	-14,5	0,5	8,4
Sectores²							
Servicios financieros	-2,6	-26,4	20,3	6,3	-10,0	-4,0	-8,0
Banca	-3,4	-27,5	20,7	6,8	-10,2	-3,4	-7,4
Seguros	-0,5	-23,6	7,3	-2,7	-5,8	-11,6	-19,0
Servicios inmobiliarios	15,7	-32,1	13,0	5,6	-14,5	-15,5	-23,8
Petróleo y energía	14,4	5,0	-1,6	-1,1	2,3	-8,5	-7,3
Petróleo	-1,1	-40,8	26,5	14,3	17,8	-16,0	13,1
Electricidad y gas	18,4	14,2	-4,2	-4,1	-0,9	-6,8	-11,4
Mat. básicos, industria y construcción	24,9	-2,5	9,3	-10,2	-3,0	-4,7	-17,0
Construcción	29,1	-16,3	15,2	-5,8	-1,7	-1,8	-9,0
Fabricación y montaje de bienes de equipo	21,1	50,7	-20,4	-19,4	6,2	-4,3	-18,0
Minerales, metales y transformación de productos metálicos	4,4	-0,1	28,7	-10,6	-6,2	-10,1	-24,5
Ingeniería y otros	19,1	-6,1	29,2	-19,2	-21,8	-17,4	-47,8
Tecnología y telecomunicaciones	4,5	-21,9	9,0	-0,5	-4,1	-19,4	-23,1
Telecomunicaciones y otros	-4,5	-25,8	15,7	-0,8	-0,7	-23,8	-24,9
Electrónica y <i>software</i>	19,8	-18,8	1,2	-0,1	-10,3	-10,3	-19,5
Bienes de consumo	34,8	-15,3	0,9	-21,3	6,3	-10,3	-25,0
Textil, vestido y calzado	40,6	-17,3	9,5	-30,6	9,1	-1,4	-25,4
Alimentación y bebidas	1,8	10,6	-1,6	-5,4	-0,2	-0,7	-6,3
Productos farmacéuticos y biotecnología	38,0	-18,3	-17,9	1,1	2,4	-33,6	-31,3
Servicios de consumo	8,6	-36,7	-1,9	3,3	-19,0	-13,0	-27,3
Ocio, turismo y hostelería	6,9	-27,8	27,5	-3,6	-18,3	-19,3	-36,4
Transporte y distribución	12,5	-38,8	-2,6	4,2	-19,9	-11,7	-26,3

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.

El comportamiento del Ibex 35 en el trimestre fue ligeramente peor que el de las compañías de mediana capitalización (-8,3 %), pero notablemente mejor que el de las empresas de pequeña capitalización (-15,3 %), que acusaron en mayor medida el endurecimiento de los costes de financiación y las perspectivas de deterioro de la situación económica (véase cuadro 10). Estas últimas acumulan un retroceso del 17,9 % en el año, tras una primera parte de este en la que habían llegado a presentar incluso una evolución positiva. Asimismo, los índices latinoamericanos que cotizan en euros, FTSE Latibex All-Share y FTSE Latibex Top, consiguieron finalizar el trimestre en positivo (con ligeras revalorizaciones del 1,4 % y el 0,5 %,

respectivamente) gracias al buen comportamiento de alguno de los principales mercados de valores latinoamericanos²⁵, pero sobre todo de sus divisas²⁶, que siguen viéndose favorecidas por los elevados precios de las materias primas.

Todos los sectores finalizaron el trimestre con pérdidas que, con la excepción de los sectores del petróleo, las energías renovables y las papeleras, los llevaron a casi todos ellos a mostrar un comportamiento negativo en lo que va de año. Aun así, la intensidad de los retrocesos fue muy heterogénea entre las distintas compañías y sectores en función de cuánto los afectase el incremento del coste de la deuda y la inflación, así como de las perspectivas de la evolución económica de cada uno de ellos.

Los mayores retrocesos correspondieron a las compañías del sector de las telecomunicaciones y al inmobiliario, así como a las de los sectores de servicios y bienes de consumo, además de las compañías petrolíferas. En el caso del sector de las telecomunicaciones, destacó la caída de Telefónica, afectada por el incremento de los costes financieros del sector en un entorno de intensa competencia y menor dinamismo económico. Por su parte, el sector inmobiliario acusó la perspectiva de un deterioro de la actividad como consecuencia del aumento del coste de la financiación y el incremento del rendimiento de otros activos alternativos como la renta fija. Asimismo, en los sectores de bienes y servicios de consumo destacan las caídas de las cotizaciones de las compañías farmacéuticas, las del sector turístico y los medios de comunicación. Las primeras se ven afectadas por el elevado endeudamiento de alguna de ellas (Grifols); el sector turístico, el fin de la temporada turística, el aumento de los costes y el temor a la recesión, mientras que las últimas temen la caída de los ingresos por publicidad. Además, también fueron destacables los retrocesos de las compañías petrolíferas (Repsol) por el descenso de los precios del petróleo y el temor al impacto del futuro impuesto a los beneficios extraordinarios de las petroleras propuesto por la Comisión Europea.

Los retrocesos más leves se registraron en el sector financiero y en los sectores de la industria y la construcción, así como en las compañías de los sectores de alimentación, textil y energías renovables. El sector financiero se ve favorecido por el aumento de sus márgenes de intermediación como consecuencia del alza de tipos, aunque acusa el efecto que tendrá el nuevo impuesto que prepara el Gobierno sobre sus beneficios. El sector industrial y el de la construcción se ven favorecidos por el mantenimiento de los niveles de actividad; el sector textil se beneficia de la buena evolución de su principal compañía (Inditex); el de alimentación, de su carácter anticíclico, y el de las energías renovables, de sus perspectivas de crecimiento.

3.2 Volatilidad

Las medidas de volatilidad histórica de los índices bursátiles más relevantes continuaron moderándose en el tercer trimestre hasta alcanzar su nivel más bajo desde finales de 2021 (véase gráfico 10). El Eurostoxx 50 y el Ibex 35 alcanzaron sus mayores niveles de volatilidad en el primer trimestre (en torno al 27 % y 22 % de

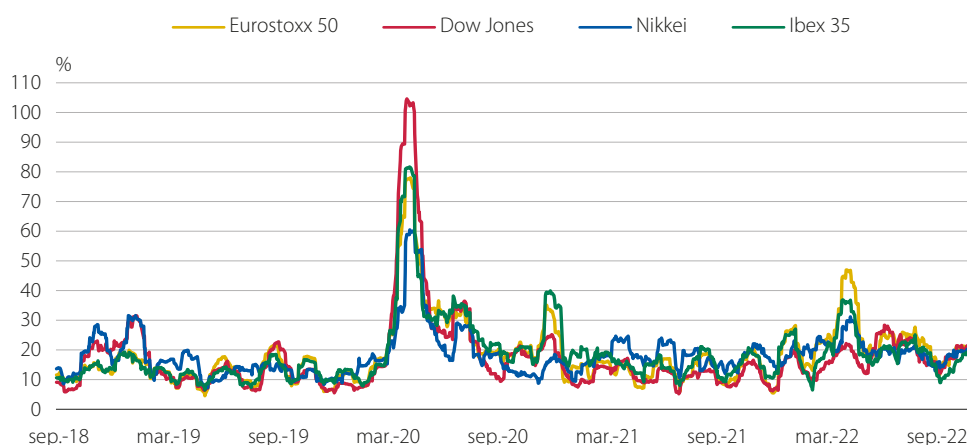
25 El principal índice del mercado de valores de Brasil, Bovespa, avanzó un 11,7 % en el primer trimestre del año, mientras que el del mercado mexicano retrocedió un 6,1 %.

26 En el tercer trimestre del año el real brasileño se apreció un 6,8 % respecto al euro, mientras que el peso mexicano lo hizo un 3,9 %.

media en el trimestre, respectivamente) coincidiendo con la invasión rusa de Ucrania y los previsibles efectos de esta sobre la economía mundial, situación que se retrasó en el caso de la volatilidad del Dow Jones hasta el segundo trimestre cuando alcanzó el 21 % coincidiendo con las perspectivas de subidas de tipos por parte de la Reserva Federal. La volatilidad alcanza valores promedios para el tercer trimestre cercanos al 20 % en los índices principales, en línea con la media histórica observada en el año exceptuando el Eurostoxx, cuya volatilidad está por debajo de dicho promedio.

Volatilidad histórica de los principales índices bursátiles

GRÁFICO 10

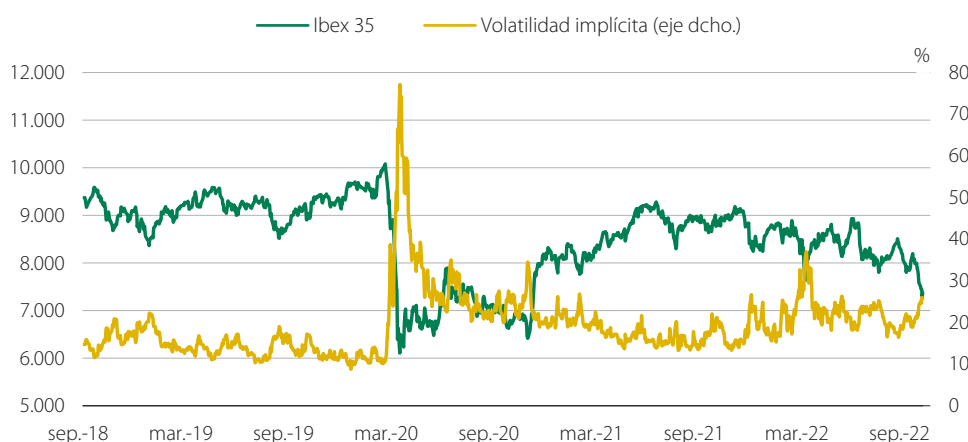


Fuente: Refinitiv Datastream. Datos hasta el 30 de septiembre.

En el caso del Ibex 35, el valor de la volatilidad histórica volvió a descender en el tercer trimestre (16,3 %) por segundo trimestre consecutivo y registra su valor más bajo del último año. El nivel de este indicador se sitúa por debajo de su promedio anual del 19,3 % y su comportamiento, al contrario de lo que es habitual, ha sido menos volátil que el del propio Eurostoxx 50 o el de otras plazas europeas que han acusado más el estallido del conflicto bélico. Otras medidas de volatilidad como, por ejemplo, la volatilidad implícita muestran un patrón similar (véase gráfico 11).

Evolución del Ibex 35 y de la volatilidad implícita¹

GRÁFICO 11



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

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

Por quinto año consecutivo, con la información facilitada en los informes anuales de gobierno corporativo (IAGC), la CNMV ha analizado la participación de las mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las empresas cotizadas.

La recomendación 15 del Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas aconseja que el número de consejeras suponga, al menos, el 40 % de los miembros del consejo de administración antes de que finalice 2022 y en adelante, no debiendo ser con anterioridad inferior al 30 %.

Al cierre del ejercicio 2021, en el 53,8 % de las sociedades la presencia de consejeras fue igual o superior al 30 % recomendado, por lo que habría todavía un 46,2 % de sociedades cotizadas (55 sociedades, 8 de ellas del Ibex 35) que no habrían alcanzado a esa fecha el objetivo.

Un total de 25 compañías (9 del Ibex 35) sí habrían alcanzado ya el objetivo incrementado del 40 % de consejeras. Para que las empresas del Ibex 35 cumplan con esa cifra, tendrían que nombrar a 24 consejeras, lo que supone apenas el 5,7 % del total de sus miembros. En el caso del resto de las cotizadas, conseguirían llegar a ese 40 % con la designación de 107 mujeres en sus consejos, del total de 799 consejeros a la fecha de cierre de los datos.

Como aspecto a mejorar, todavía hay 7 sociedades en las que es nula la presencia de mujeres en su consejo de administración, y 27 compañías (3 del Ibex 35) en las que no hay ninguna alta directiva.

Analizando los datos según la capitalización bursátil de las compañías, se observa que, en su conjunto, cuanto mayor es la capitalización, mayor número de mujeres en sus consejos. Así, en las sociedades del Ibex 35 las mujeres representan, en promedio, el 34,20 % de los miembros de sus consejos, frente al 28,17 % de las empresas de más de 500 millones de euros de capitalización y al 25,19 % en el resto.

Por categorías de consejeros, siguió aumentando la presencia de mujeres en el grupo de los independientes (43,68 % en 2021 frente al 39 % en 2020), seguido de los dominicales (23,56 %). Por el contrario, destaca el escaso número de consejeras ejecutivas, cuyo peso se situó en el 6,42 %.

En cuanto a la alta dirección —aquellos puestos que dependan directamente del consejo o del primer ejecutivo de la compañía y, en todo caso, el auditor interno—, en el conjunto de las sociedades cotizadas analizadas, las mujeres ocupaban el 19,66 % del total de altos puestos directivos, más de 2 puntos por encima del ejercicio precedente. Por capitalización bursátil, en los miembros del Ibex 35, este porcentaje avanzó casi 5 puntos porcentuales en un solo ejercicio, pues a finales de 2021 ascendía a un 22 % (17,1 % en 2020). En las empresas de más de 500 millones de capitalización, la cifra fue del 18,96 %, y del 16,59 % en las de menos de 500 millones.

Esta evolución se considera positiva, pero también cabe señalar que las compañías cotizadas deben acelerar la incorporación de mujeres en sus puestos de

mayor responsabilidad, especialmente en los de alta dirección y como consejeras ejecutivas, como ha ocurrido en el resto de las categorías. Además de favorecer la necesaria diversidad de género, esa incorporación permitiría maximizar el talento a disposición de las sociedades emisoras.

La CNMV pone esta información a disposición del público¹, desglosada por empresas, a partir de los datos publicados por las compañías cotizadas en sus informes anuales de remuneraciones del consejo. Los datos publicados, que también se presentan agrupados en tres categorías de empresas: i) Ibex 35, ii) no Ibex 35 y capitalización superior a 500 millones de euros y iii) otras, ponen de manifiesto que existe todavía una heterogeneidad elevada entre las compañías.

Presencia de mujeres en los consejos de administración

CUADRO R.3.1

	Total mujeres				Ibex 35			
	2020		2021		2020		2021	
	Número	% sobre total	Número	% sobre total	Número	% sobre total	Número	% sobre total
Total consejeras	331	26,10	357	29,26	136	31,26	144	34,20
Dominicales	87	21,02	90	23,56	23	23,47	21	23,33
Ejecutivas	11	5,50	12	6,42	4	6,06	3	4,92
Independientes	219	39,00	242	43,68	105	43,93	116	48,95
Otras externas	14	15,40	13	14,61	4	12,50	4	12,12
Mujeres en la alta dirección¹	179	17,53	197	19,66	73	17,10	90	22,00

Fuente: CNMV, basado en informes publicados por las compañías.

1 Excluidas las altas directivas consejeras.

1 CNMV - Presencia de mujeres en los consejos de administración y en la alta dirección de las sociedades cotizadas.

3.3 Rentabilidad por dividendo y PER

Las rentabilidades por dividendo aumentaron para todos los grandes índices como consecuencia de las importantes caídas de las cotizaciones en un contexto de mantenimiento, e incluso en algunos casos de aumento, de la remuneración a los accionistas. A lo largo del año este indicador se ha ido incrementando para todos los índices conforme las caídas de estos iban consolidándose.

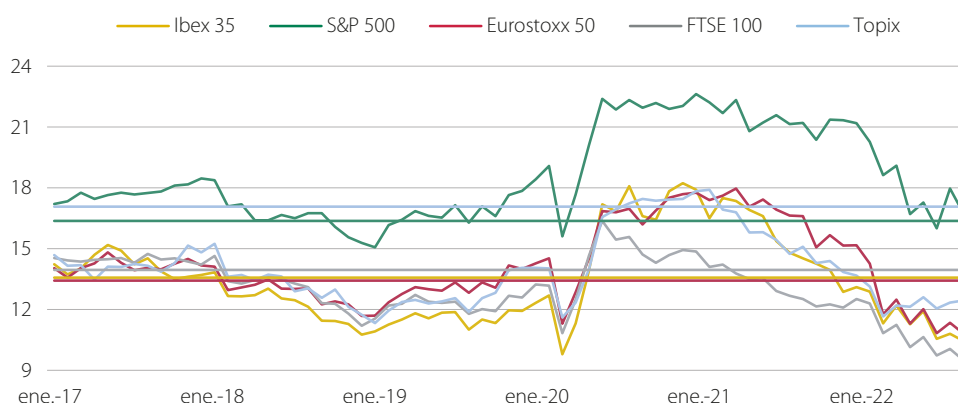
Las rentabilidades por dividendo de los índices europeos continúan manteniéndose en valores superiores a las de los índices de EE. UU. y Japón e incluso incrementan este diferencial. Así, a finales de septiembre la rentabilidad por dividendo del S&P 500 se situaba en el 2,2 % (frente al 1,7 % de finales de 2021), mientras que la del europeo Eurostoxx 50 lo hacía en el 3,7 % (2,4 % a finales de 2021). Todos los índices europeos aumentan su rendimiento por dividendo en el año, observándose las alzas más destacadas en el alemán Dax 30 (1,7 p.p., hasta el 3,9 %) y el propio Eurostoxx 50 (1,4 p.p., hasta el 3,7 %). Asimismo, la mayor rentabilidad por

dividendo corresponde al italiano Mib 30 (4,6 %), seguido del británico FTSE 100 (4,2 %) y el español Ibex 35 (4 %), que ha visto cómo su rendimiento por dividendo mejoraba 1 p.p. a lo largo del ejercicio.

La ratio entre el precio y los beneficios esperados por acción (PER) de los principales índices de renta variable volvieron a experimentar caídas en el tercer trimestre, manteniéndose la tendencia observada a lo largo del año, hasta situarse en su nivel más bajo desde la primera mitad de 2020 (véase gráfico 12). La caída de estas ratios se explica por el fuerte descenso de las cotizaciones, superior al deterioro de los beneficios empresariales esperados para los próximos meses. En septiembre, el valor de esta ratio era notablemente inferior para los índices europeos que para los estadounidenses, con valores de 10,8 y 9,5 veces para el Eurostoxx 50 y el británico FTSE 100, frente a 16,7 veces del S&P 500. Por su parte, el japonés Topix 500 se situaba en un punto intermedio con una PER de 12,4 veces y un descenso de apenas 1,4 veces. Asimismo, como se observa en el gráfico 12, con la excepción del S&P 500, todas las ratios PER se sitúan por debajo de los 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 ha ido disminuyendo progresivamente durante la mayor parte del año, como ya había sucedido en el ejercicio anterior, desde 13,1 en enero hasta 10,4 en septiembre —su valor más bajo desde marzo de 2020—. El valor de la PER del índice español sigue todavía en valores inferiores a los del Eurostoxx 50 (10,8 veces), pero ha reducido su diferencial respecto a este desde principios del año debido al menor descenso de las cotizaciones del mercado español (véase gráfico 12).

3.4 Contratación, emisiones y liquidez

Los volúmenes de negociación de las principales bolsas²⁷ mostraron hasta septiembre una evolución creciente en la mayoría de regiones, aunque en las plataformas

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

europas los datos de contratación fueron más heterogéneos (véase cuadro 11). En EE. UU. el aumento de la negociación total fue de casi un 26 %²⁸, siendo los avances más importantes los registrados en NYSE y Nasdaq OMX (32,4 % y 21,6 %, respectivamente, ya que en Cboe Global Markets fue menos intenso (14,6 %). El incremento de la contratación en Japón hasta el tercer trimestre del año fue del 5,9 %. Por su parte, en Europa la negociación descendió en varias plazas, destacando el caso de la bolsa de Londres, donde cayó hasta septiembre un 10,3 %. En Deutsche Börse también se observaron ligeras caídas en la negociación (2,6 %), mientras que en Cboe Equities Europe y en Euronext se observó un fuerte aumento en los volúmenes (del 58,3 % y 24,9 %, respectivamente), más leve en Bolsas y Mercados Españoles —BME— (4,5 %).

Contratación de las principales bolsas internacionales

CUADRO 11

Miles de millones de euros

	2018	2019	2020	2021	2022			
					mar.	jun.	sep. ¹	ene.-sep. ¹ (%)
Operador de mercado								
EE. UU. ²	44.222	36.874	61.492	65.954	21.758	19.075	3.617	25,5
Nasdaq OMX	14.250	14.210	21.840	23.553	7.840	6.826	3.617	21,6
NYSE ³	16.397	10.918	22.991	24.637	8.319	7.491	–	32,4
Cboe Global Markets	13.575	11.747	16.661	17.764	5.599	4.758	–	14,6
Japan Exchange Group	5.327	4.542	5.399	5.555	1.514	1.366	855	5,9
London Stock Exchange Group	2.143	1.784	1.837	1.320	370	300	162	-10,3
Euronext ³	1.865	1.713	2.193	2.493	884	660	370	24,9
Deutsche Börse	1.538	1.344	1.812	1.686	543	385	168	-2,6
BME ⁴	591	469	429	378	110	102	70	4,5
Cboe Equities Europe ⁵	2.377	1.667	1.462	1.568	663	546	326	58,3

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 exceptuando los de NYSE y Cboe Global Markets, que se muestran hasta junio de 2022. 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 continuaron reduciéndose de forma significativa durante el tercer trimestre del año (en términos interanuales). El volumen de emisiones fue cercano a los 136.000 millones de dólares en el trimestre, aproximadamente la mitad que hace 1 año (288.000 millones de dólares), lo cual hace que las emisiones acumuladas de renta variable en los

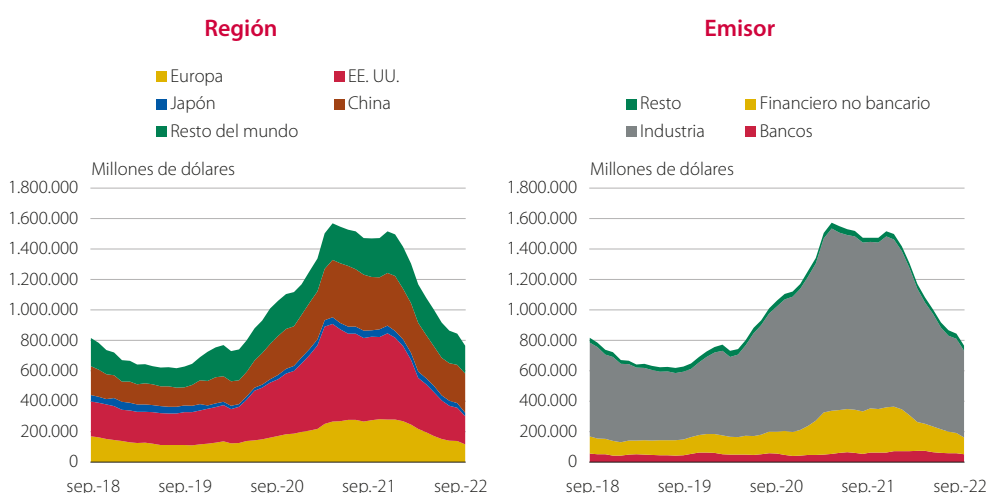
28 Datos de variación de la contratación en EE. UU. desde enero-junio de 2021 hasta enero-junio de 2022, excepto para Nasdaq OMX, que llegan hasta agosto. En el resto de bolsas los datos son hasta agosto exceptuando los datos de BME, que abarcan hasta septiembre de 2022.

primeros 9 meses del año sumen un total de 401.350 millones de dólares, un 65 % menos que en el mismo periodo de 2021. Se observaron fuertes descensos en todas las regiones en lo que va de ejercicio, destacando el experimentado en EE. UU.: del 82,9 %, hasta los 73.500 millones de dólares. En Japón y en Europa también se registraron caídas intensas: del 77,9 % y del 74,6 % (hasta los 6.000 millones de dólares y 55.000 millones, respectivamente, en los primeros 9 meses del año). En China los retrocesos fueron importantes, aunque algo menos pronunciados (156.000 millones de dólares en 2022 frente a 258.000 millones en 2021).

Por sectores, la mayoría presenta descensos en lo que va de año, exceptuando las empresas de *utilities*, cuyas emisiones de renta variable fueron un 3,3 % superiores a las del mismo periodo del pasado año (hasta 24.100 millones de dólares). En términos relativos, las emisiones de las empresas del sector financiero no bancario experimentaron el mayor retroceso, al dividirse por más de 4 con respecto a las de los primeros 9 meses de 2021 (desde 235.000 millones de dólares hasta 51.100 millones de dólares). También se observaron fuertes descensos en las emisiones del sector industrial (64,3 %) y del bancario (38,7 %). El sector industrial, de hecho, presenta la mayor caída de emisiones en valor absoluto (531.000 millones de dólares menos este año).

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 149.000 millones de euros en el tercer trimestre del año, un 1,5 % menos que en el mismo trimestre de 2021. Este leve descenso se explica por el retroceso de la negociación en BME (-12,7 %), que compensó completamente el aumento de volúmenes registrado en los distintos centros de negociación competidores (10,5 %).

En lo que va de año, el volumen negociado de valores españoles supera los 579.000, un 15,5 % más que en el mismo periodo de 2021. Este aumento supone un cambio de tendencia respecto al patrón observado en los últimos años y que llevó el nivel de contratación de 2021 hasta su cifra más baja desde 2014. Del importe total, 273.725 millones de euros correspondieron al mercado regulado español (un 4,2 % más) y 305.400 millones se negociaron en centros de contratación competidores (un 27,9 %

más). En ejercicios anteriores se ha observado que, en momentos de mayor volatilidad en los mercados, como es el caso, la negociación de los valores tiende a incrementarse con más intensidad en los centros competidores, en los que son más habituales modalidades específicas de negociación, como, por ejemplo, de alta frecuencia. Como se observa en el cuadro 12, el importe agregado de la negociación en estos centros fue superior al importe registrado en BME en todos los trimestres de 2022, lo que redujo la cuota²⁹ de este último hasta el 48 %³⁰ de media anual (53 % en 2021 y 54 % en 2020).

Contratación de renta variable española admitida en bolsas españolas¹

CUADRO 12

Importes en millones de euros

	2018	2019	2020	2021	2022			
					mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
Total	930.616,1	805.833,0	780.343,5	693.644,2	222.262,9	208.231,6	148.635,0	579.129,5
Admitida en SIBE	930.607,1	805.826,6	780.341,0	693.636,7	222.260,7	208.228,6	148.634,3	579.123,6
BME	579.810,4	460.267,4	418.512,6	368.608,5	106.560,5	99.333,5	67.831,3	273.725,3
Cboe Equities ²	278.361,0	256.772,5	275.682,4	238.466,3	90.240,6	84.225,9	58.949,3	233.415,8
Turquoise	42.883,4	30.550,6	23.242,2	23.101,3	5.685,3	5.053,6	4.446,6	15.185,5
Otros	29.552,2	58.236,1	62.903,8	63.460,6	19.774,3	19.615,8	17.407,0	56.797,0
Corros	8,2	6,2	2,5	7,5	2,3	2,9	0,7	5,9
Pro memoria								
Contratación en BME de RV extranjera	3.517,1	3.480,5	4.273,8	4.343,6	2.167,5	1.268,4	660,4	4.096,3
BME MTF Equity ³	4.216,3	4.007,7	3.929,0	3.559,2	933,0	983,2	759,0	2.675,2
Latibex	151,6	136,6	79,5	48,9	29,4	15,3	21,5	66,1
ETF	3.027,6	1.718,0	2.551,1	1.556,0	556,9	428,5	328,5	1.313,9
Total contratación BME	590.732,0	469.616,6	429.348,5	378.144,4	110.249,5	102.031,8	69.601,4	281.882,7
% RV española en BME respecto al total RV española	62,6	57,4	53,9	53,5	48,3	48,1	46,0	47,6
Internalizadores sistemáticos⁴	143.956,9	141.308,3	144.694,4	48.469,9	10.912,6	11.124,1	9.187,6	31.224,3

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*.

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

30 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 61,4 % en el mes de septiembre (66,6 % en junio). La diferencia se explica por el volumen de negociación en los centros exteriores, que es considerablemente inferior en la información proporcionada por Liquidmetrix.

En cuanto a la composición de la negociación de acciones españolas realizada en mercados y centros competidores, siguió destacando el mercado Cboe Global Markets (Cboe). Este mercado, que opera desde Ámsterdam, mantiene su posición de liderazgo al alcanzar su contratación casi 59.000 millones de euros en el trimestre, lo que representa casi el 73 % de la contratación en el exterior y el 87 % de lo contratado en BME en este periodo. En el conjunto del año la negociación en Cboe concentra el 76 % del total de los centros competidores, la de Turquoise el 5 % y la de los demás centros el 21 % restante (véase cuadro 12).

Asimismo, la negociación efectuada por los internalizadores sistemáticos se situó cerca de 9.200 millones de euros en el tercer trimestre y de 31.200 millones en el conjunto del año. Estas cifras, que suponen caídas interanuales próximas al 15 % en ambos casos, dieron lugar a una leve pérdida de la importancia de este tipo de negociación en la contratación total³¹ de los valores españoles hasta el 5 % (6,5 % en el conjunto de 2021 y 13- 15 % en el periodo 2018-2020).

Las emisiones de renta variable realizadas en los mercados nacionales se situaron en 1.007 millones de euros en el tercer trimestre, casi la quinta parte que hace 1 año. El 70 % de este importe correspondió a ampliaciones de capital liberadas bajo el formato de dividendo elección, utilizado como forma de remuneración a los accionistas. El recurso a esta modalidad, que limita la salida de flujos de caja de la empresa y contribuye a reforzar los balances de las compañías, ha aumentado significativamente respecto al mismo periodo de 2021. En el acumulado del año, las emisiones de renta variable se sitúan ligeramente por encima de 3.077 millones de euros, muy por debajo de los 16.817 emitidos en el mismo periodo de 2021. La única salida a bolsa tuvo lugar a finales de julio y correspondió a la compañía de energías renovables Opdenenergy mediante una oferta pública de suscripción (OPS) valorada en 200 millones de euros. El entorno de volatilidad y alta incertidumbre ha retrasado los procesos de nuevas incorporaciones a los mercados tanto a escala nacional como internacional. Cabe mencionar, no obstante, un grado de dinamismo mayor en el mercado alternativo BME Growth, al que, en lo que va de año, se han incorporado 11 nuevas compañías.

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

	2019	2020	2021	2022			
				mar.	jun.	sep.	ene.-sep.
NÚMERO DE EMISORES ¹							
Total	33	28	34	9	10	9	28
Ampliaciones de capital	33	28	33	9	10	9	28
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES ¹							
Total	52	40	52	10	12	9	31
Ampliaciones de capital	52	40	51	10	12	9	31
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	1	1
Ofertas públicas de venta de acciones ² (OPV)	0	0	1	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO ¹ (millones de euros)							
Ampliaciones de capital con captación de recursos	8.240,6	8.903,1	13.673,0	946,1	354,1	312,3	1.612,5
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	0,0	254,2	0,0	254,2
Sin derecho de suscripción preferente	10,0	150,1	100,0	0,0	0,0	200,0	200,0
Colocaciones aceleradas	500,0	750,0	0,0	741,1	82,5	90,0	913,5
Ampliación con contrapartida no monetaria ³	2.034,2	233,0	3.525,3	17,4	0,0	0,0	17,4
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	0,0	3,1	2,0	5,1
Otras	611,8	770,3	2.878,1	187,7	14,3	30,3	222,3
Ampliaciones de capital liberadas ⁴	1.565,4	1.949,0	1.264,9	422,8	347,8	694,6	1.465,1
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	422,8	347,8	694,6	1.465,1
Total ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	1.368,9	701,9	1.006,8	3.077,7
Ofertas públicas de venta	0,0	0,0	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth ⁵							
Número de emisores	12	13	60	13	13	19	35
Número de emisiones	17	14	77	14	26	30	70
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,0	2.441,0	347,0	615,2	643,0	1.605,0
Ampliaciones de capital	298,3	238,0	2.441,0	347,0	615,2	643,0	1.605,0
De ellas, mediante OPS	229,4	173,0	1.654,0	216,5	190,7	399,3	806,0
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: BME y elaboración propia.

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

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

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

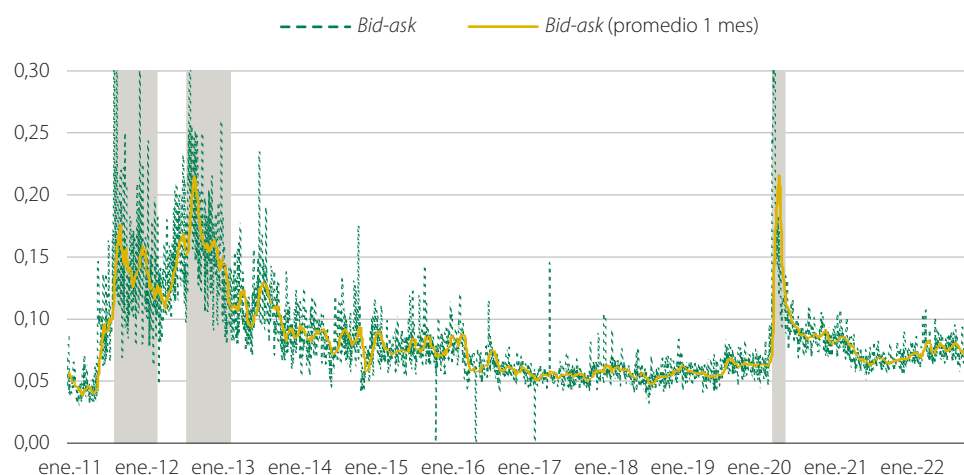
4 En estas ampliaciones, también denominadas *scrip dividends*, el emisor otorga a sus accionistas derechos que permiten el cobro de un dividendo monetario o su conversión en acciones en una ampliación liberada.

5 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Las condiciones de liquidez del Ibex 35, medidas a través del diferencial de compra-venta (*bid-ask spread*), se mantuvieron en niveles similares a los del segundo trimestre. El leve descenso de la negociación y de la volatilidad del tercer trimestre permitió que el diferencial de compra-venta se situara de media en el 0,076 %, en línea con los valores del trimestre previo y de la media del conjunto del año (0,075 %). Como se observa en el gráfico 14, el indicador de liquidez del Ibex, que se deterioró muy levemente en marzo con el inicio de la guerra, se ha estabilizado en valores ligeramente superiores a los observados en los años inmediatamente anteriores a la pandemia. A pesar de ello, las condiciones de liquidez del índice son satisfactorias.

Indicador de liquidez (*bid-ask spread*) del Ibex 35

GRÁFICO 14



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 afectan a todas las entidades.

Consideración de las preferencias de sostenibilidad de los clientes

RECUADRO 4

El pasado 2 de agosto de 2022 comenzó a aplicarse el Reglamento (UE) 2021/1253 de la Comisión, de 21 de abril de 2021, que modifica el Reglamento Delegado (UE) 2017/565 en relación con la integración de los factores, riesgos y preferencias de sostenibilidad en ciertos requisitos organizativos y condiciones operativas de las entidades que prestan servicios de inversión.

Según la citada norma, las entidades deben integrar las preferencias de sostenibilidad del cliente en el proceso de evaluación de la idoneidad cuando prestan asesoramiento en materia de inversión o gestión discrecional de carteras. La evaluación de la idoneidad tiene como objetivo que las empresas puedan recomendar o integrar en las carteras de los clientes instrumentos financieros idóneos para ellos, esto es, que se ajusten a sus objetivos de inversión, situación financiera, conocimientos y experiencia. La integración de las preferencias de sostenibilidad supone que las entidades tendrán en cuenta estas preferencias del cliente como un

elemento adicional. Así, las entidades deben primero evaluar los otros objetivos de inversión, el horizonte temporal y las circunstancias individuales del cliente y después preguntarle por sus preferencias de sostenibilidad.

A estos efectos, la norma incluye una detallada definición de lo que considera preferencias de sostenibilidad de los clientes sobre las que las entidades deberán recabar información:

«[...] la decisión de un cliente o posible cliente de integrar o no en su inversión uno o varios de los instrumentos financieros siguientes, y, en su caso, en qué medida:

a) un instrumento financiero en relación con el cual el cliente o posible cliente determine que una proporción mínima habrá de invertirse en inversiones medioambientalmente sostenibles, tal y como se definen en el artículo 2, punto 1, del Reglamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo y del Consejo (Reglamento de Taxonomía);

b) un instrumento financiero en relación con el cual el cliente o posible cliente determine que una proporción mínima habrá de invertirse en inversiones sostenibles, tal y como se definen en el artículo 2, punto 17, del Reglamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo y del Consejo (Reglamento de Divulgación);

c) un instrumento financiero que tome en consideración las principales incidencias adversas en los factores de sostenibilidad, siendo el cliente o posible cliente quien determine los elementos cualitativos o cuantitativos que demuestren esa consideración».

Las entidades no podrán recomendar a clientes o incluir en sus carteras gestionadas instrumentos financieros que no resulten idóneos y que, por tanto, no se ajusten a sus preferencias de sostenibilidad. Cuando ningún instrumento financiero responda a las preferencias de sostenibilidad del cliente, este podrá adaptar sus preferencias de sostenibilidad y la empresa de servicios de inversión mantendrá un registro de la decisión del cliente, incluidos los motivos de dicha decisión.

Asimismo, cuando se preste el servicio de asesoramiento, las entidades deberán incluir en el informe de idoneidad, en el que se explica cómo la recomendación realizada resulta idónea para el cliente, de qué modo las recomendaciones se ajustan también a las preferencias de sostenibilidad del cliente.

Al objeto de desarrollar la implementación de estas modificaciones en materia de idoneidad, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha revisado las Directrices relativas a determinados aspectos relacionados con los requisitos de MiFID II sobre idoneidad y ha publicado el Informe final sobre las directrices el 23 de septiembre de 2022, si bien su entrada en vigor se producirá seis meses después de su traducción a todas las lenguas oficiales. La CNMV tiene intención de incorporar las directrices en sus procedimientos de supervisión.

Como establece el Reglamento (UE) 2021/1253, las nuevas obligaciones resultan aplicables a partir del 2 de agosto de 2022. Por tanto, las entidades deberían haber actualizado los cuestionarios para evaluar la idoneidad de un nuevo cliente o uno existente que decida, a su propia iniciativa, actualizar su perfil a partir de dicha fecha. Para los clientes existentes, la entidad podrá decidir recopilar la información sobre las preferencias de sostenibilidad del cliente en la siguiente revisión periódica regular del perfil del cliente, si bien ESMA espera que las entidades proactivamente inviten a sus clientes (que no lo hayan hecho ya) a actualizar sus perfiles en relación con las preferencias de sostenibilidad en el plazo de 12 meses desde la entrada en vigor de las nuevas obligaciones. Además, ESMA aclara que, mientras no se actualice la información del cliente sobre sus preferencias de sostenibilidad, se considerará que este es neutral respecto a la sostenibilidad y, por tanto, se le podrán recomendar productos con o sin características relacionadas con la sostenibilidad.

Tal como se señala en las directrices, las entidades deberán preguntar por todos los aspectos mencionados en la definición de preferencias de sostenibilidad, de forma suficientemente granular para permitir el ajuste de dichas preferencias con las características del producto en relación con la sostenibilidad.

Si no hubiera productos que se adaptasen a las preferencias del cliente, este podrá adaptarlas. Una vez que el cliente haya decidido proceder a su adaptación, y solo entonces, la entidad puede proporcionar al cliente información sobre su oferta de productos sostenibles.

En el caso de que se presten servicios sobre una cartera, las directrices contemplan la posibilidad de que, para evaluar el ajuste del producto a las preferencias de sostenibilidad del cliente, se utilice un enfoque de cartera, esto es, que se considere el grado de sostenibilidad de la cartera en su conjunto.

Cabe señalar también que, dada la novedad de la materia, resulta esencial que el personal de las entidades que recopile las preferencias de los clientes cuente con los suficientes conocimientos para poder explicar en un lenguaje sencillo y de manera comprensible los diferentes aspectos sobre los que se recaban sus preferencias.

A este respecto, y para facilitar a los inversores no profesionales y al público en general la toma de decisiones informadas, la CNMV ha elaborado una serie de recursos formativos que, en distintos formatos (guía, infografía, curso *on line*), explican cómo se adquiere un producto financiero sostenible, cómo evaluar las preferencias de sostenibilidad y cómo debe actuar una entidad financiera para ajustar el servicio de asesoramiento o de gestión de carteras a las preferencias de sostenibilidad del cliente.

Adicionalmente, dado que la normativa relativa a la sostenibilidad, en general, y a las preferencias de sostenibilidad, en particular, incorporan conceptos novedosos, se ha optado por publicar un Glosario de términos de finanzas sostenibles.

II Informes y análisis

Ánalysis comparativo de rentabilidad y costes entre las IIC españolas y las IIC extranjeras comercializadas en España

Gema Pedrón (*)

(*) Gema Pedrón pertenece al Departamento de Estudios y Estadísticas de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Resumen

- En los últimos años los inversores españoles han canalizado de forma creciente su ahorro hacia vehículos de inversión colectiva, tanto españoles como extranjeros, con un volumen acumulado de 353.203 y 294.095 millones de euros, respectivamente, a finales de 2021. En esa misma fecha, los partícipes comunicados¹ a la CNMV en instituciones de inversión colectiva (IIC) nacionales y extranjeras ascendían a 16,2 y 6,1 millones respectivamente.
- El ritmo de crecimiento de las IIC extranjeras ha sido muy superior al de las IIC nacionales (fondos de inversión [FI] y sociedades de inversión de capital variable [SICAV]), lo que ha provocado que su peso, reducido a finales de 2008 (8,2 %), haya pasado a suponer casi la mitad de la inversión total en IIC (45,4 %) a finales de 2021. En este periodo, el patrimonio de las IIC extranjeras se ha multiplicado por 16, al pasar de 18.000 millones a finales de 2008 a 294.095 millones de euros a finales de 2021.
- A la luz de este fenómeno, la CNMV, en su Plan de actividades para el año 2022 proponía realizar un «Análisis de las particularidades y magnitudes más relevantes de las IIC extranjeras comercializadas en España en el periodo 2018-2021». Este proyecto, que tiene diversos ángulos, se inicia con el análisis comparativo de la rentabilidad obtenida y los gastos soportados por los partícipes de las IIC extranjeras respecto a la rentabilidad y los gastos de las IIC españolas que aquí se presenta. Se trata del primer análisis de este tipo llevado a cabo por la CNMV. El periodo de análisis ha comprendido los cuatro últimos ejercicios cerrados (2018, 2019, 2020 y 2021).
- La información recibida en la CNMV de las IIC extranjeras comercializadas en España es más escasa que la de las IIC nacionales, por lo que ha sido necesario obtener información de un proveedor de datos internacional especializado en IIC para poder realizar el análisis. La comparativa se ha efectuado entre vocaciones de inversión equivalentes. Para ello, las 20 vocaciones existentes en las IIC españolas se han agrupado en las 5 categorías en las que se clasifican las IIC extranjeras (renta fija, renta variable, mixtos, alternativos y monetarios).
- El análisis de rentabilidad, calculado en términos anuales a partir de los valores liquidativos de cierre de los ejercicios, revela que la rentabilidad de las IIC extranjeras ha sido superior a la de las IIC españolas (de media en el periodo) en todas las categorías de inversión contempladas. La diferencia media anual oscila entre 0,2 puntos porcentuales (p.p.) en los fondos mixtos y 7,1 p.p. en los fondos de renta variable. En el resto de las categorías las diferencias son de 0,3 p.p. en monetarios, 1,2 p.p. en renta fija y 1,9 p.p. en alternativos.

1 Un mismo partícipe puede ser computado más de una vez si dispone de posiciones en distintas IIC o, en el caso de las IIC extranjeras, también si ha suscrito una misma IIC a través de diferentes comercializadores.

- Se ha observado que la mayor rentabilidad obtenida por las IIC extranjeras lleva asociada unos mayores niveles de dispersión de las rentabilidades en todas las categorías de IIC.
- El análisis de los gastos se ha realizado sobre la ratio de gastos corrientes anuales, calculada a partir de una metodología armonizada a nivel europeo. En el caso de las IIC españolas, esta ratio se incorpora anualmente al documento de datos fundamentales para el inversor, mientras que en las IIC extranjeras, se ha tomado del proveedor de datos Refinitiv Lipper.
- A diferencia de la comparativa de rentabilidad, los resultados obtenidos en lo relativo a los gastos son mixtos. Así, las IIC extranjeras presentan una ratio de gastos más reducida que las IIC españolas en las categorías de monetarios y renta variable (con una diferencia de 0,06 p.p. y 0,24 p.p. de media anual, respectivamente), mientras que en las categorías de renta fija, mixtos y alternativos soportan unos gastos más elevados que las españolas (0,18 p.p., 0,29 p.p. y 0,06 p.p. más, respectivamente).
- Los resultados de este estudio no son necesariamente extrapolables a periodos de tiempo más amplios a los considerados en él ni pretenden explicar la expansión de la inversión en IIC extranjeras en los últimos ejercicios a partir de los elementos aquí considerados. Estos últimos son simplemente una parte de entre las varias que se irán considerando en el próximo futuro para trazar una descripción lo más completa posible del fenómeno de la inversión colectiva en España y, en particular, de la participación de las IIC extranjeras en ella.

1 Motivación del estudio

El volumen de patrimonio de IIC extranjeras comercializado en España ha aumentado de forma exponencial durante los últimos años, multiplicándose por más de 16 desde 2008. Así, a 31 de diciembre de 2008, este volumen ascendía a 18.000 millones de euros y escalaba hasta los 294.095 millones a finales de 2021. La tasa de incremento del patrimonio de IIC extranjeras comercializado se ha acelerado en el último año, con un aumento del 50 % en 2021.

De forma paralela, los inversores españoles también han incrementado su inversión en IIC nacionales en los últimos años, aunque a un ritmo menos intenso, al pasar de 200.522 millones de euros en 2008 a 353.203 millones al cierre de 2021. El menor incremento del patrimonio de las IIC españolas en este periodo (76,1 % frente al 1.534 % de las extranjeras) ha provocado que el peso de las IIC extranjeras en el volumen total de IIC (extranjeras más españolas) haya avanzado del 8,2 % a finales de 2008 al 45,4 % a finales de 2021. El patrimonio de las IIC extranjeras representaba el 83,3 % del patrimonio de las IIC españolas (FI y SICAV) a finales de 2021.

Respecto al domicilio de origen, el 78,6 % del volumen comercializado en 2021 se correspondía con IIC domiciliadas en Luxemburgo y el 14,6 % en Irlanda, seguido de Francia, con un 5,4 % del volumen total. El resto de las jurisdicciones europeas presentan un peso muy residual.

Las cifras arriba expuestas, en sí mismas, avalan la pertinencia de realizar un análisis comparativo de la rentabilidad obtenida y los gastos soportados por las IIC extranjeras respecto a la rentabilidad y los gastos de las IIC españolas. Se trata del primer análisis de este tipo llevado a cabo por la CNMV.

2 Rentabilidad y gastos de las IIC extranjeras

2.1 Descripción de la muestra

La Circular 2/2017 establece la obligación de que cada comercializador de IIC extranjeras designado en España remita trimestralmente a la CNMV un estado de información estadística referido a cada una de las clases de acciones o participaciones de IIC extranjeras comercializadas en España. Este estado incluye: identificación de la clase por su código ISIN, volumen total comercializado en España y valor liquidativo al principio y fin de cada trimestre, así como las comisiones soportadas en concepto de gestión, depositario, suscripción y reembolso. Asimismo, se identifica la estrategia de inversión seguida, distinguiendo entre las siguientes siete categorías: monetarios, renta fija, renta variable, mixtos, *hedge funds* (o estrategias de gestión alternativa), inmobiliarios y otros.

La Circular 2/2017 entró en vigor el primer trimestre de 2018, por lo que el presente análisis abarca los cuatro ejercicios transcurridos desde 2018 hasta el final de 2021.

La muestra analizada en cada año está constituida por todas las clases de participaciones o acciones de IIC extranjeras que, según lo indicado en el estado de información estadística remitido a la CNMV, se comercializaban en España al cierre de cada uno de los cuatro ejercicios. La muestra de IIC no es la misma en los cuatro ejercicios, puesto que hay clases de participaciones que se dan de baja y de alta en cada ejercicio.

El volumen de patrimonio de IIC extranjeras comercializado en España considerado en este análisis se ha tomado del comunicado por los comercializadores al final de cada uno de los años en los estados de información estadística. Los datos empleados se han obtenido a partir de la información estadística remitida a la CNMV y de Lipper, con el fin de alcanzar la máxima cobertura posible de las IIC extranjeras comercializadas en España.

En el siguiente cuadro se recoge el número y volumen total de IIC extranjeras comercializadas en cada ejercicio en España, clasificadas en las siete categorías usadas por Lipper (monetarios, renta fija, mixtos, renta variable, alternativos, inmobiliarios y materias primas). Son las mismas categorías que las definidas en la Circular 2/2017, más la vocación de *commodities* o materias primas. Se observa que entre 2018 y 2021 el número de clases de IIC se ha incrementado desde 12.253 hasta 15.748 y que el patrimonio lo ha hecho desde 162.606 millones de euros hasta 294.095 millones. Las categorías más relevantes en términos patrimoniales son las de renta variable y renta fija, con 125.624 y 88.894 millones de euros respectivamente al cierre de 2021. Su peso conjunto supera el 70 % del total (véase gráfico 1). Le sigue la categoría de mixtos, con 32.141 millones en 2021, un 10,9 % del total. En el extremo opuesto se encuentra la categoría de materias primas, con un patrimonio comercializado muy residual (0,32 % del total). Los fondos de inversión inmobiliarios, con un peso

también residual durante los 3 primeros ejercicios analizados, han experimentado un importante avance en 2021, al escalar desde 228 millones en 2019 a 13.738 millones al cierre de 2021. Por su parte, las categorías de alternativos y monetarios tienen un peso moderado sobre el total, con un 4,8 % y un 5,7 % respectivamente en 2021. Por último, existen clases de IIC para las que no ha sido posible obtener información sobre su vocación inversora, ni en Lipper ni en la información recibida en la CNMV, y que han sido clasificadas como vocación «No disponible». El patrimonio de estas IIC ha ido disminuyendo a lo largo de los años (0,7 % del patrimonio en 2021), mientras que han aumentado las IIC que sí han podido ser clasificadas.

Número y patrimonio de IIC extranjeras comercializadas en España

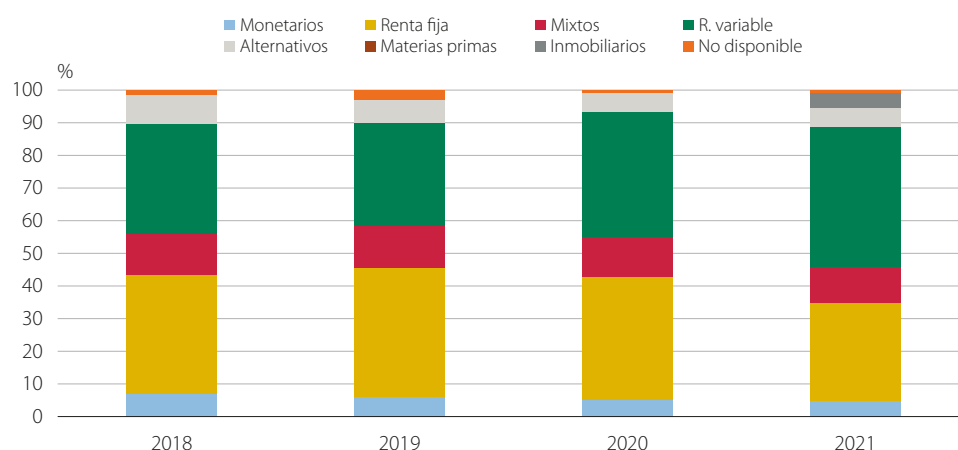
CUADRO 1

Vocación	2018		2019		2020		2021	
	N.º ISIN	Patrimonio	N.º ISIN	Patrimonio	N.º ISIN	Patrimonio	N.º ISIN	Patrimonio
Monetarios	254	11.250	260	11.236	262	10.262	275	14.028
Renta fija	3.650	59.226	4.074	71.555	4.410	73.691	4.772	88.894
Mixtos	1.106	20.633	1.246	23.531	1.311	23.937	1.478	32.141
R. variable	6.470	54.890	6.604	57.243	7.041	75.406	8.257	125.624
Alternativos ²	400	14.118	507	13.185	577	11.042	730	16.776
Materias primas	37	206	39	124	44	228	67	930
Inmobiliarios	6	59	9	61	8	63	16	13.738
No disponible	330	2.224	398	5.020	291	1.450	153	1.965
Total	12.253	162.606	13.137	181.956	13.944	196.080	15.748	294.095

Fuente: CNMV y Refinitiv Lipper. Patrimonio en millones de euros. El número de ISIN se corresponde con el número de clases de IIC. Datos de patrimonio calculados a partir de la información recibida por la CNMV sobre comercialización de IIC extranjeras (UCITS y FIA).

Distribución del patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 1



Fuente: CNMV.

- 2 La vocación identificada por Lipper como «Alternative», incluye fondos que siguen diferentes estrategias de gestión alternativa, aunque la mayoría de ellas establece un objetivo de rentabilidad absoluta con un límite en términos de riesgo o volatilidad. Se considera equiparable a la vocación española de retorno absoluto, que agrupa fondos que siguen este tipo de estrategias.

El número de partícipes en España de las IIC extranjeras ha aumentado en paralelo al incremento del patrimonio comercializado. En el siguiente cuadro se muestra la evolución del número de partícipes en el periodo analizado, desglosado por las vocaciones inversoras. En el periodo de tres años desde finales de 2018 a finales de 2021, el número de partícipes casi se ha duplicado, al pasar de 3,1 millones a finales de 2018 a 6 millones a finales de 2021. Por categorías de inversión, de nuevo la de renta variable es la que ha experimentado un mayor aumento en el número de partícipes, incremento que se ha acelerado durante el último año del análisis: de 2 millones en 2020 a 3,2 millones de inversores al cierre de 2021.

Número de partícipes de IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 2

Vocación	2018	2019	2020	2021
Monetarios	33.450	53.948	54.785	76.954
Renta fija	1.038.890	1.209.976	1.411.839	1.793.465
Mixtos	440.233	465.351	501.822	599.637
R. variable	1.393.982	1.394.976	2.087.442	3.244.241
Alternativos	212.320	193.582	187.882	276.628
Materias primas	1.813	1.161	6.696	25.266
Inmobiliarios	38	47	51	179
No declarada	8.292	10.575	12.695	16.505
Total	3.129.018	3.329.616	4.263.212	6.032.875

Fuente: CNMV y Refinitiv Lipper. Número de partícipes que han sido reportados por los comercializadores en España.

Respecto al domicilio de origen de las IIC, el 78,6 % del volumen comercializado en 2021 se correspondía con IIC domiciliadas en Luxemburgo y el 14,6 % en Irlanda, seguido de Francia, con un 5,4 % del volumen total. El resto de las jurisdicciones europeas presentan un peso muy residual.

2.2 Rentabilidad de las IIC extranjeras

La rentabilidad se ha calculado, para cada clase de participaciones comercializadas en España, a partir del valor liquidativo de cierre del ejercicio respecto al valor de cierre del ejercicio anterior. No se ha tenido en cuenta la rentabilidad obtenida vía reparto de resultados.

Los valores liquidativos utilizados para el cálculo de las rentabilidades son los correspondientes a 31 de diciembre de todos los años, desde 2017 a 2021. Se han obtenido de los estados de información estadística de la CNMV y de Refinitiv Lipper. Como se observa en el cuadro 3, la cobertura general de la muestra estudiada es muy elevada en los 4 ejercicios analizados, pues oscila entre el 91,9 % y el 97,6 % del total del patrimonio comercializado (95 % de media en el periodo). La cobertura de la información es alta en todas las categorías de IIC (excepto en las inmobiliarias en los 3 primeros ejercicios, en los que su peso era residual), destacando la monetaria (100 % en 2021 y 99,6 % de media) y las de renta variable y renta fija, con un 98,0 % y un 98,6 %, respectivamente, de cobertura en 2021.

Porcentaje de patrimonio analizado en términos de rentabilidad por categoría de IIC extranjera

CUADRO 3

Vocación	2018	2019	2020	2021	Promedio 2018-2021
Monetarios	99,1	99,6	99,4	100,0	99,6
Renta fija	95,3	91,0	94,2	98,6	94,8
Mixtos	92,7	97,8	97,7	95,6	96,0
R. variable	95,1	94,5	97,8	98,0	96,3
Alternativos	94,3	97,3	98,1	95,9	96,4
Mat. primas	100,0	99,9	100,0	65,6	91,4
Inmobiliarios	2,3	0,2	0,6	99,2	25,6
% s/ total	94,6	91,9	95,9	97,6	95,0
Patrimonio analizado	153.900	167.235	188.007	286.993	

Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV. Patrimonio en millones de euros.

El gráfico 2 muestra la rentabilidad media anual calculada para cada categoría de inversión durante el periodo de análisis. La rentabilidad media por categoría de inversión se ha calculado de forma ponderada, es decir, a la rentabilidad individual de cada clase de participaciones se le ha asignado un peso equivalente a la proporción que representa el volumen comercializado en España de dicha clase respecto al volumen total de la categoría de inversión a la que pertenece.

Se observa en los diferentes paneles que las rentabilidades más acotadas se han registrado en los fondos monetarios (entre el -2,2 % y el 0,7 %) y en los de renta fija (entre el -2,6 % y el 5,3 %). Por el contrario, los fondos de renta variable muestran un rango de rentabilidades mayor, que va desde el -8,6 % hasta el 27,6 %. Cabe destacar que, en los 3 últimos años, la rentabilidad de esta categoría se ha situado de forma sistemática en torno o por encima del 20 %. Probablemente esta elevada rentabilidad haya atraído mayor inversión a esta categoría de fondos y explique el fuerte aumento de su patrimonio (67 % en 2021). En una situación intermedia se encuentran los fondos mixtos y los alternativos, que de media muestran una rentabilidad del 2,6-2,9 %, con extremos mucho menos pronunciados.

Rentabilidad de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 2



Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV.

2.2 Ratio de gastos de las IIC extranjeras

Para analizar los gastos soportados se han tomado los datos difundidos por Refinitiv Lipper bajo el acrónimo TER (*Total Expense Ratio*). Este término puede referirse a la ratio de gastos calculada de acuerdo con diferentes metodologías: *Expense Ratio* (ER), *Fund Expense Ratio* (FER), *Management Expense Ratio* (MER), *Ongoing Charges* (OCF) o *Total Expense Ratio* (TER). En las IIC españolas, los datos tomados para el análisis se han calculado de forma sistemática según la metodología OCF, metodología armonizada europea que incorpora la suma de todas las comisiones y otros gastos de gestión corriente soportados por las IIC en un año respecto a su patrimonio medio anual, por lo que existe mayor homogeneidad que en el caso de las IIC extranjeras.

Asimismo, debe señalarse que los datos de IIC extranjeras utilizados en este análisis, a diferencia de los de las IIC españolas, no han sido verificados por la CNMV. Como se ha apuntado anteriormente, se han tomado los datos publicados por Refinitiv Lipper, proveedor de información que difunde los datos que les proporcionan las gestoras, sin que se tenga responsabilidad sobre su veracidad ni se pueda asegurar la coherencia en la metodología de su cálculo.

El siguiente cuadro recoge, de forma similar a lo descrito para la variable de rentabilidad, el porcentaje de patrimonio de IIC extranjeras para el que se ha podido obtener el dato de ratio de gastos. Este porcentaje de cobertura del análisis de gastos respecto al patrimonio total de la muestra es igualmente muy elevado, del 98 % en promedio para el periodo, y por encima del 97 % en todos los años³. Por categorías de IIC, las ratios de cobertura más altas se observan en las IIC monetarias, alternativas y de renta variable, que se acercan al 100 %, seguidas de las de renta fija (98 %).

Porcentaje de patrimonio analizado en términos de gastos por categoría de IIC extranjera

CUADRO 4

Vocación	2018	2019	2020	2021	Promedio 2018-2021
Monetarios	100,0	99,8	99,9	100,0	99,9
Renta fija	99,6	99,5	96,4	96,6	98,0
Mixtos	99,1	99,0	98,8	98,4	98,8
R. variable	99,3	99,6	99,8	99,3	99,5
Alternativos	100,0	99,7	99,3	99,3	99,6
Materias primas	100,0	100,0	100,0	60,0	90,0
Inmobiliarios	2,3	0,2	0,6	99,2	25,6
% s/ total	99,0	97,3	97,7	97,7	97,9
Patrimonio analizado	161.034	176.986	191.586	273.700	

Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV. Patrimonio en millones de euros.

3 Un número minoritario de clases no ha comunicado a Refinitiv Lipper la ratio de gastos correspondiente a alguno de los ejercicios analizados. En estos casos, se ha tomado la cifra de la ratio de gastos del ejercicio más cercano disponible.

Ratio de gastos anuales (TER) de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 3



Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV.

De forma también análoga al caso de la rentabilidad, para cada categoría de inversión se ha calculado la ratio de gastos media ponderada por patrimonio. Los resultados se muestran en los paneles del gráfico 3. Una primera característica que se observa en los paneles es que la ratio de gastos por categorías muestra una evolución relativamente estable en el periodo analizado, con una variabilidad muy reducida entre ejercicios. Los fondos monetarios y los de renta fija presentan la ratio más baja, como suele ser habitual en este tipo de vocaciones, con una media anual del 0,17 % y el 0,7 %, respectivamente, en los últimos 4 años. En cambio, la ratio más elevada se obtiene en la categoría de mixtos, con un 1,5 % de media, por encima de los gastos de las IIC de renta variable (1,3 %), algo que no suele ser frecuente.

Se aprecia, por otro lado, un descenso de la ratio de gastos de la categoría de renta variable en los últimos años (del 1,36 % en 2020 al 1,19 % en 2021). Sin embargo, a este respecto cabe destacar el hecho de que la ratio de gastos (según la definición europea de ratio de gastos corrientes u *ongoing charges figure*) no incluye la parte de la comisión de gestión calculada sobre resultados, y los fondos de renta variable, así como los alternativos o de rentabilidad absoluta, suelen optar en mayor medida bien por esquemas de comisiones de gestión sobre resultados en lugar de patrimonio, o bien por esquemas mixtos sobre patrimonio y resultados, que no estarían capturados en las ratios de gastos analizadas.

3 Análisis comparativo entre las IIC nacionales y las IIC extranjeras

Al cierre de 2021, el patrimonio de las IIC nacionales (FI y SICAV) ascendía a 353.203 millones de euros, por encima de los 294.095 millones de euros de las IIC extranjeras comercializadas en España. Debe tenerse en cuenta que las IIC españolas invierten una parte importante de su patrimonio en IIC extranjeras. A 31 de diciembre de 2021 estas inversiones suponían 115.425 millones de euros, lo que representaba alrededor de un tercio de su patrimonio. De estas, 74.852 millones de euros se correspondían con las IIC extranjeras comercializadas en España objeto del presente análisis⁴. Esto implica que parte de la inversión de los inversores españoles en IIC extranjeras se materializa de forma indirecta a través de IIC españolas.

La comparación tanto de la rentabilidad como de la ratio de gastos entre las IIC españolas y las IIC extranjeras comercializadas en España requiere, previamente, agrupar ambas en las mismas categorías de inversión. Las IIC españolas identifican su vocación inversora en los folletos informativos, con base en los criterios establecidos en la

4 Este volumen se corresponde con el patrimonio de IIC extranjeras en cartera de IIC nacionales, a diciembre de 2021, cuyos códigos ISIN coinciden con los de IIC extranjeras objeto del presente análisis. Sin embargo, es posible que los gestores de IIC españolas inviertan directamente en estas IIC extranjeras sin necesidad de acudir a un comercializador en España. En dicho caso, su volumen no estaría incluido en el comunicado por los comercializadores a la CNMV en el estado de información estadística.

Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre categorías de instituciones de inversión colectiva, modificada por las Circulares 3/2011 y 2/2019⁵. Esta circular establece 20 posibles vocaciones inversoras para las IIC españolas, mientras que las categorías identificadas por Refinitiv Lipper son solamente 7.

En consecuencia, se han agrupado las 20 vocaciones de IIC españolas en las 5 categorías equivalentes de IIC extranjeras (renta fija, renta variable, mixtos, alternativos y monetarios). Se ha dejado fuera del análisis la categoría de IIC inmobiliarias, puesto que los fondos inmobiliarios no son objeto del presente análisis (y además su peso es residual en el conjunto de las IIC, tanto españolas como extranjeras), y la de materias primas, que no existe en España.

Las IIC españolas incluidas en el análisis abarcan los FI y las SICAV de carácter mobiliario, quedándose fuera de este las IIC de inversión libre (IICIL) y las IIC de IIC de inversión libre (IICIICIL). La correspondencia entre vocaciones se ha realizado de la siguiente forma:

Correspondencia entre vocaciones

CUADRO 5

MONETARIOS	MONETARIO A CORTO PLAZO DE VALOR LIQUIDATIVO VARIABLE
	MONETARIO A CORTO PLAZO DE VALOR LIQUIDATIVO CONSTANTE DE DEUDA PÚBLICA
	MONETARIO A CORTO PLAZO DE VALOR LIQUIDATIVO DE BAJA VOLATILIDAD
	MONETARIO ESTÁNDAR DE VALOR LIQUIDATIVO VARIABLE
RENTA FIJA	RENTA FIJA EURO
	RENTA FIJA EURO A CORTO PLAZO
	RENTA FIJA INTERNACIONAL
MIXTOS	RENTA FIJA MIXTA EURO
	RENTA FIJA MIXTA INTERNACIONAL
	RENTA VARIABLE MIXTA EURO
	RENTA VARIABLE MIXTA INTERNACIONAL
	IIC DE GESTIÓN PASIVA
	GARANTIZADOS DE RENDIMIENTO VARIABLE
	GARANTIZADOS DE RENDIMIENTO FIJO
	DE GARANTÍA PARCIAL
	IIC CON OBJETIVO CONCRETO DE RENTABILIDAD NO GARANTIZADO
	GLOBAL
RENTA VARIABLE	RENTA VARIABLE EURO
	RENTA VARIABLE INTERNACIONAL
	IIC QUE REPLICAN UN ÍNDICE
ALTERNATIVOS	RETORNO ABSOLUTO

Fuente: CNMV.

5 En esta última actualización se ha desdoblado la categoría de IIC de gestión pasiva en dos: IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado e IIC que replican un índice.

La información referida a las vocaciones de inversión de IIC españolas se extrae del folleto, cuya información ha sido previamente verificada por la CNMV, realizándose asimismo controles periódicos sobre el cumplimiento de la vocación declarada en el folleto. Sin embargo, no se lleva a cabo esta misma verificación sobre la información de las IIC extranjeras comunicada en los estados de información estadística, puesto que las IIC extranjeras no están bajo el ámbito de supervisión de la CNMV, sino de la autoridad competente de la jurisdicción en la que se encuentran domiciliadas.

3.1 Comparativa de rentabilidad

En los siguientes paneles se expone la comparativa de la rentabilidad media ponderada por categorías entre IIC nacionales y extranjeras. La rentabilidad de las IIC españolas que se refleja en los paneles se ha obtenido de forma análoga a la de las IIC extranjeras, a partir de los valores liquidativos de cierre de cada ejercicio. En el gráfico se pone de manifiesto que la rentabilidad media de las IIC extranjeras es más elevada que la de las IIC nacionales en todas las categorías de inversión y en la mayor parte de los ejercicios analizados, con pocas excepciones.

La diferencia más leve se encuentra en las IIC con vocación mixtos, donde de media en los 4 años las IIC españolas obtienen un rendimiento 0,2 p.p. inferior a las extranjeras. La diferencia más elevada se observa en las IIC de renta variable, en las que las IIC españolas presentan una rentabilidad 7,1 p.p. inferior (de media) a la de las IIC extranjeras. La diferencia es mucho menor en otras categorías: 0,3 p.p. en monetarios, 1,2 p.p. en renta fija y 1,9 p.p. en rentabilidad absoluta (de media de los 4 periodos). Los ejercicios y categorías en los que las IIC españolas han obtenido un rendimiento superior son estos: las categorías de renta fija y mixtos en 2018 y la categoría monetaria en 2020. Se trata en todos los casos de rentabilidades negativas, por lo que lo que ha sucedido es que las IIC nacionales han experimentado unos rendimientos menos negativos que las IIC extranjeras.

Como se ha indicado anteriormente, la diferencia de rentabilidad entre las IIC nacionales y las extranjeras resulta notable en la categoría de renta variable (7,1 p.p. de media anual), destacando la disparidad observada en el ejercicio 2020, en el que las IIC extranjeras obtuvieron una rentabilidad media del 20 %, mientras que en las IIC españolas fue del 2,2 %. Una posible explicación de estas diferencias podría estar en la mayor orientación de la inversión de las IIC nacionales hacia activos de mercados bursátiles españoles y europeos que, en general, se han comportado peor que los de otras zonas geográficas en los años analizados⁶ (véase cuadro 6). En 2020, el Ibex 35 y el Eurostoxx 50 registraron rentabilidades negativas, del -15,5 % y el -5,1 % respectivamente, mientras que en otros mercados internacionales fuera de la zona euro se observaron revalorizaciones, especialmente en EE. UU. (16,3 % en el S&P 500 y 43,6 % el Nasdaq). En 2021, año en que el mercado europeo y español tuvieron un comportamiento más favorable, las IIC nacionales y extranjeras obtuvieron un rendimiento muy similar: 21,51 % las primeras y 21,43 % las segundas.

6 En futuros trabajos se contrastarán las hipótesis apuntadas en relación con el patrón inversor de las IIC extranjeras y nacionales.

Comparativa de rentabilidad entre IIC nacionales y extranjeras

GRÁFICO 4



Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV.

	2018	2019	2020	2021
MSCI World	-10,4	25,2	14,1	20,1
Eurostoxx 50	-14,3	24,8	-5,1	21,0
Euronext 100	-11,2	24,9	-3,6	23,4
Ibex 35	-15,0	11,8	-15,5	7,9
FTSE 100	-12,5	12,1	-14,3	14,3
S&P 500	-6,2	28,9	16,3	26,9
Nasdaq-Cpte	-3,9	35,2	43,6	21,4
Nikkei 225	-12,1	18,2	16,0	4,9

Fuente: Refinitiv Datastream.

Por otra parte, resulta llamativa la elevada rentabilidad obtenida por las IIC extranjeras de renta fija en 2019 y 2020 (5,3 % y 2,6 %) en un entorno de tipos de interés muy bajos. De nuevo, una posible explicación sería la orientación de las IIC extranjeras hacia mercados con unos tipos de interés más elevados que los de la Unión Europea o también la mayor exposición de las IIC extranjeras a activos con un nivel de riesgo más elevado, ya sea por una mayor duración o por una inferior calidad crediticia de los activos en cartera.

El análisis de la rentabilidad media se ha completado con un estudio de la dispersión de las rentabilidades de las IIC individuales incluidas en cada categoría. Para ello, se han calculado varias métricas de dispersión: por un lado, la desviación típica ponderada de la rentabilidad respecto a la media, y por otro, los niveles de rentabilidad asociados a diferentes percentiles.

La desviación típica es una medida de la distancia media de los rendimientos individuales de cada IIC respecto a la rentabilidad media de su categoría. En el siguiente cuadro se observa que la desviación de las rentabilidades de las IIC extranjeras es superior, de forma sistemática, en todos los años y categorías inversoras⁷, a la de las IIC españolas. La diferencia (media) de las desviaciones típicas de la rentabilidad de las IIC extranjeras y las nacionales es mayor en las IIC de renta variable (5,5 p.p.), seguida de las de renta fija (2,7 p.p.).

7 Con la única excepción de la categoría mixta en 2019, que presenta una desviación ligeramente superior en las IIC nacionales.

%

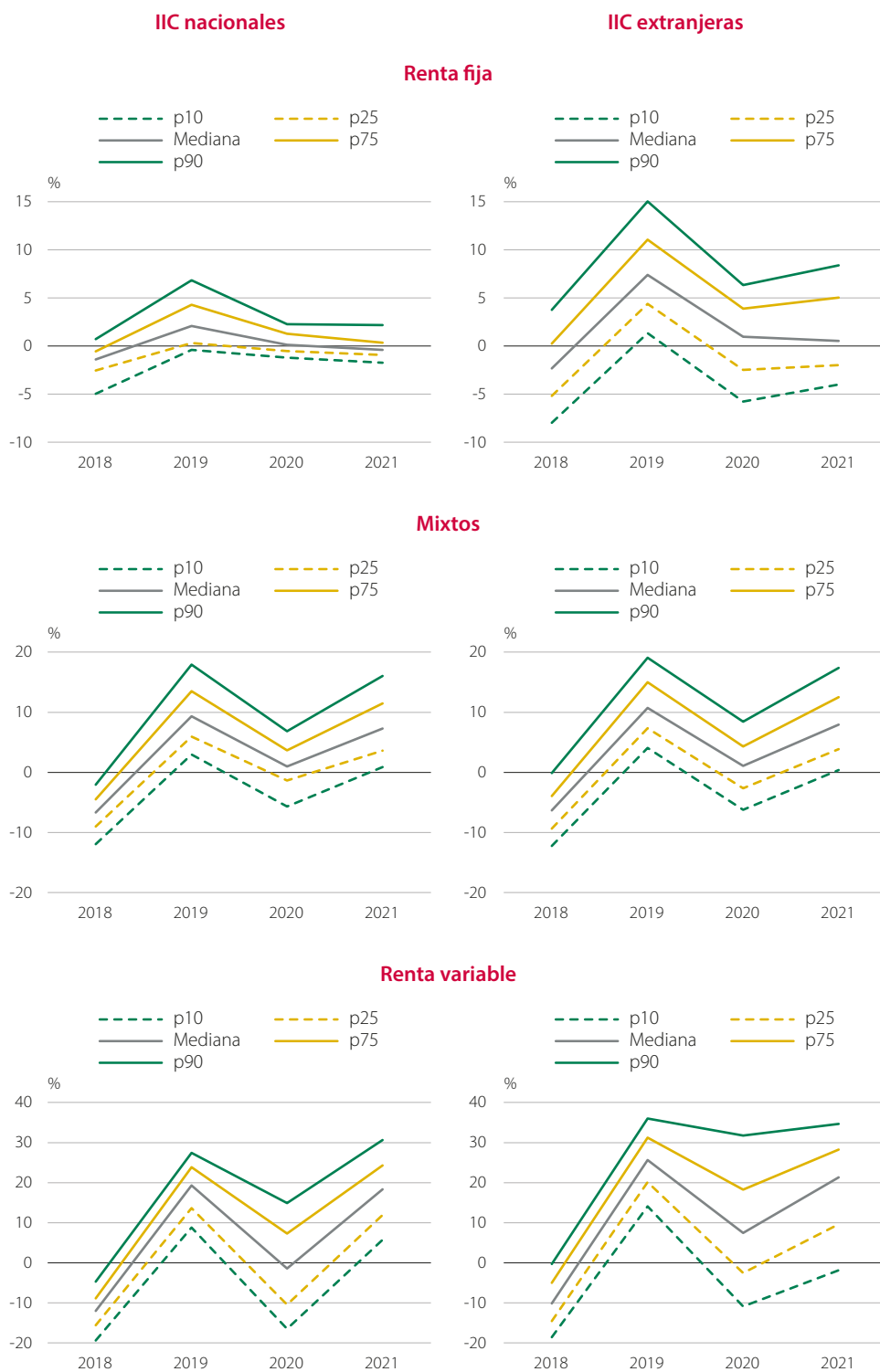
Vocación	2018		2019		2020		2021		Dif. media (p.p.)
	IIC nac.	IIC extr.	IIC nac.	IIC extr.	IIC nac.	IIC extr.	IIC nac.	IIC extr.	
Monetarios	0,2	2,7	0,3	2,1	0,1	3,0	0,1	3,0	2,5
Renta fija	1,3	4,9	2,2	4,0	1,6	4,1	1,3	4,2	2,7
Mixtos	3,5	9,0	6,1	5,7	4,9	5,7	5,8	7,8	2,0
R. variable	5,6	7,8	7,6	8,5	11,8	24,5	9,6	15,9	5,5
Alternativos	2,4	3,3	4,1	7,8	3,5	5,1	2,6	6,9	2,6

Fuente: CNMV y Refinitiv Lipper.

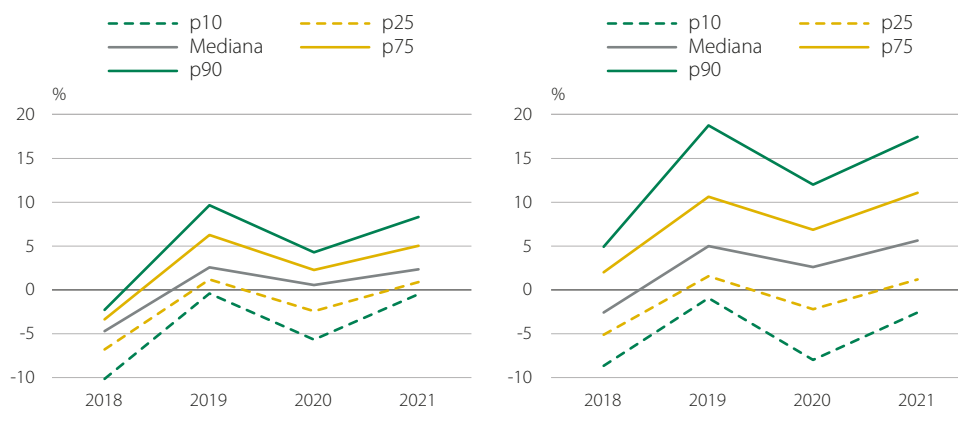
Los fondos de renta fija extranjeros son los que presentan, en términos relativos, un exceso mayor de dispersión respecto a las IIC nacionales, ya que, de media, la desviación típica del rendimiento de estos fondos es más del doble que la de las IIC nacionales. La vocación de renta variable extranjera es la que alcanza cifras más altas de desviación típica, con un máximo del 24,5 % en 2020, frente a un 11,8 % en el caso de las IIC nacionales. 2020 es también el año en el que la rentabilidad de las IIC extranjeras de renta variable presenta un mayor exceso respecto a la rentabilidad de las nacionales. Así, las IIC extranjeras obtuvieron una rentabilidad media del 20 % con una desviación típica media del 24,5 %, mientras que las IIC nacionales obtuvieron una rentabilidad media del 2,2 % con una desviación típica media del 11,8 %. Finalmente, cabe señalar que el número de IIC monetarias españolas es muy reducido, por lo que su medida de dispersión puede no resultar muy representativa (en 2021 solamente existían 9 clases de participaciones con esta vocación, pertenecientes a 2 IIC, mientras que las clases de IIC extranjeras ascendían a 9.433).

El análisis de los percentiles complementa el de la desviación típica. El gráfico 5 muestra, por vocaciones inversoras (se ha excluido la monetaria debido a lo reducido de la muestra nacional), una comparativa de 5 percentiles (p10, p25, p50, p75 y p90) de la distribución de las rentabilidades de las IIC nacionales frente a las extranjeras. Una vez ordenadas todas las rentabilidades individuales de menor a mayor, el percentil 10 refleja el nivel de rentabilidad de aquella IIC que deja a su izquierda el 10 % de las IIC con menores rentabilidades. De la misma manera, el percentil 90 deja a su izquierda el 90 % de las IIC con menores rentabilidades (en otras palabras, solamente el 10 % de los fondos mostraría una rentabilidad superior a la IIC situada en el percentil 90).

En línea con lo observado en el análisis de la desviación típica, la diferencia entre la rentabilidad de las IIC situadas en los percentiles más extremos (10-90) y también la de los percentiles más intermedios (25-75) apunta a una mayor dispersión en las IIC extranjeras. La distancia entre ambos pares de percentiles (10-90 y 25-75) es superior en todas las vocaciones y con carácter general en las IIC extranjeras. Esta distancia es más elevada en las categorías de renta variable y de renta fija.



Alternativos



Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV.

Puesto que el valor liquidativo, de acuerdo con el cual se ha calculado la rentabilidad, se obtiene a partir de la valoración del patrimonio de la IIC una vez descontadas las comisiones y gastos, la rentabilidad analizada es neta de gastos, por lo que unos niveles de gastos más reducidos implicarían una mayor rentabilidad. Sin embargo, como se observa en el epígrafe siguiente, la ratio de gastos de las IIC extranjeras de renta fija es más elevada que la de las IIC españolas, por lo que esta variable no ayudaría a explicar la mayor rentabilidad de las IIC extranjeras.

3.1 Comparativa de gastos

En las IIC españolas, los informes periódicos dirigidos a partícipes deben incluir información histórica sobre la ratio de gastos corrientes soportada en cada uno de los últimos cinco años, calculada según la metodología de las directrices del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR⁸). La ratio de gastos corrientes del ejercicio se recoge en el informe del segundo semestre, que a su vez se traslada al documento de datos fundamentales para el inversor (DFI) en la actualización anual de dicho documento, que se produce en los 35 primeros días hábiles del siguiente ejercicio.

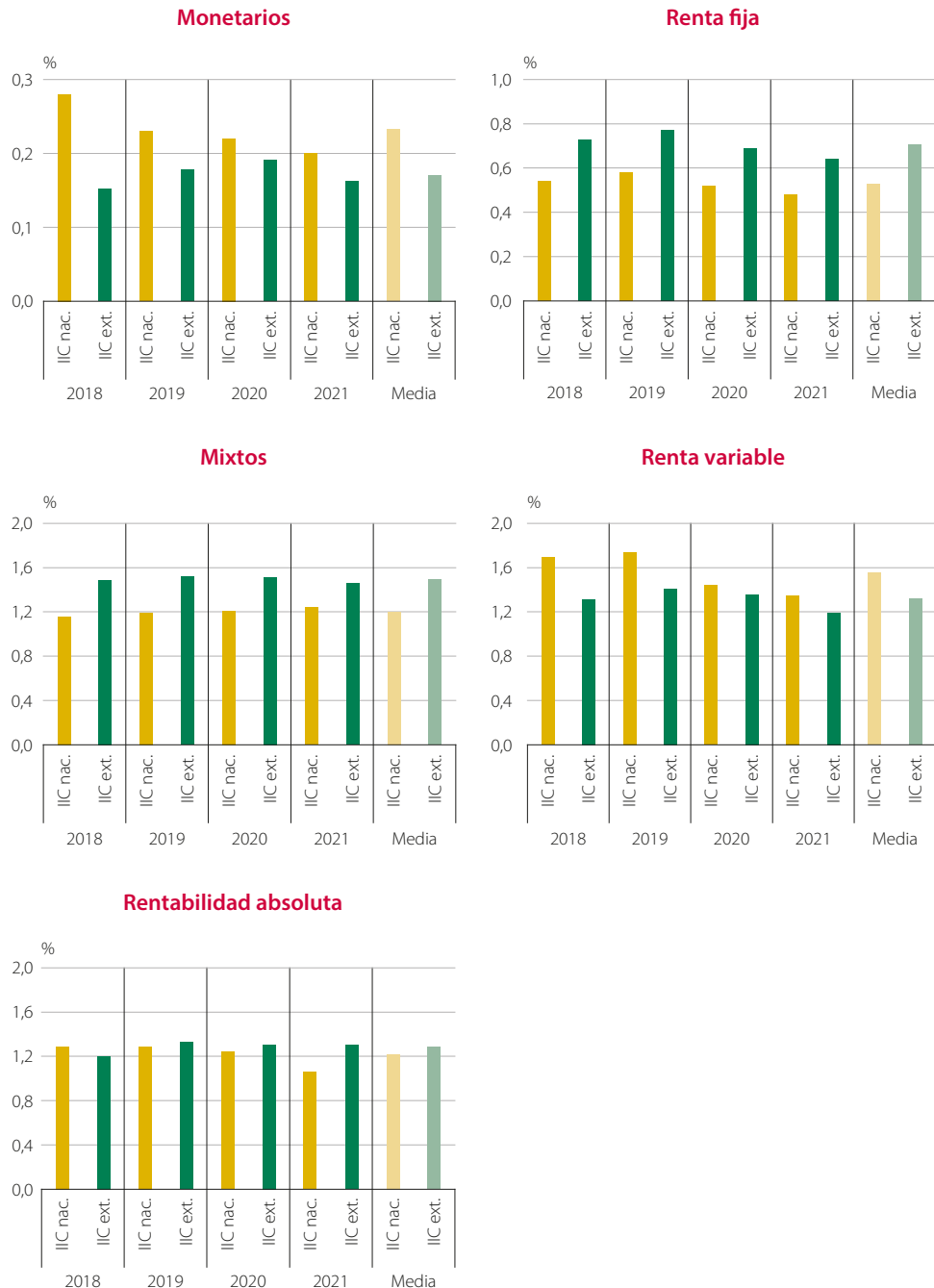
La ratio de gastos corrientes debe calcularse como la suma de las comisiones de gestión y de depositaria y de todos los demás gastos de gestión corriente soportados por la IIC, incluida una estimación de los gastos indirectos soportados como consecuencia de la inversión en otras IIC, cuando estas representan más del 10 % de la IIC inversora. La ratio de gastos no incorpora la comisión de gestión, cuando esta se calcula sobre los resultados, ni los gastos de transacción asumidos por los fondos en las operaciones de compra y venta de valores.

8 Las directrices del CESR sobre la ratio de gastos corrientes u *ongoing charges figure* (CESR/10-674) empezaron a aplicarse a partir de 2011. En los ejercicios anteriores se calculaba también una ratio de gastos totales (TER) con una metodología ligeramente distinta. La diferencia fundamental es que la TER sí incluía (a diferencia de la ratio de gastos corrientes) la comisión de gestión sobre resultados y los gastos de financiación. Sin embargo, no incorporaba en el cálculo los gastos indirectos como consecuencia de la inversión en otras IIC, que sí incluye la ratio actual. En el caso de las IIC extranjeras no se especifica qué metodología se ha seguido.

La CNMV lleva a cabo periódicamente contrastes del correcto cálculo de la ratio de gastos en las IIC españolas a partir de la información disponible en las cuentas de pérdidas y ganancias. Sin embargo, como se ha mencionado anteriormente, en el caso de las IIC extranjeras este contraste no se realiza, siendo posible además que la ratio de gastos tomada de Refinitiv Lipper no sea en todos los casos congruente con la metodología de cálculo armonizada a nivel europeo.

Comparativa de la ratio de gastos entre IIC nacionales y extranjeras

GRÁFICO 6



Fuente: Refinitiv Lipper y CNMV.

En los paneles del gráfico 6 se presenta la ratio de gastos corrientes por categoría de inversión de las IIC españolas y extranjeras para los ejercicios 2018, 2019, 2020 y 2021, así como su media. A diferencia de la comparativa de rentabilidad, las IIC extranjeras no se comportan mejor, en términos generales, que las IIC españolas en lo relativo a gastos soportados. Algunas vocaciones inversoras soportan menores gastos, mientras que otras son más caras que las equivalentes españolas. Así, las IIC extranjeras presentan una ratio de gastos más reducida que las IIC españolas en las categorías de fondos monetarios y de renta variable (0,06 p.p. y 0,24 p.p. por debajo de la media anual respectivamente). Por el contrario, en las categorías de renta fija, mixtos y rentabilidad absoluta las IIC extranjeras soportan unos gastos más elevados que las españolas (0,18 p.p., 0,29 p.p. y 0,06 p.p., respectivamente, de media). Las IIC españolas de estas 3 últimas vocaciones concentraron en 2021 el 80 % del total del patrimonio, por lo que, en términos agregados y ponderados por vocación, las IIC españolas mostrarían una ratio agregada de gastos inferior a la de las IIC extranjeras.

4 Conclusiones

Este es el primer análisis comparativo de las IIC españolas frente a las IIC extranjeras comercializadas en España, efectuado en el periodo 2018-2021, centrado en la rentabilidad ofrecida y los gastos soportados por estas. No obstante, resulta preciso profundizar en el análisis considerando otros aspectos importantes, entre los que no pueden descartarse cuestiones relacionadas con el tamaño y grado de concentración de las entidades como la presencia de especialización o de variedad de oferta.

Así, las IIC extranjeras han obtenido una rentabilidad superior a la de las IIC españolas en todas las vocaciones inversoras en los últimos 4 años, siendo notable la diferencia en la categoría de renta variable, con más de 7 p.p. de media anual. Es posible que la mayor propensión inversora de las IIC españolas hacia activos de renta variable españoles o europeos, que han mostrado un comportamiento relativo peor en los últimos años que los activos de renta variable de otras áreas geográficas, expliquen en parte esta diferencia. Esta hipótesis se procurará contrastar en futuros trabajos que impliquen un análisis más detallado de las carteras de las IIC.

También se observa que la mayor rentabilidad media obtenida por las IIC extranjeras va acompañada de una mayor dispersión de los rendimientos en todas las categorías. Tanto la desviación típica como la diferencia entre los percentiles más extremos es más elevada en las IIC extranjeras que en las IIC nacionales, especialmente en las categorías de renta variable y renta fija.

Respecto a los gastos soportados, los resultados son menos concluyentes: las IIC españolas soportan mayores gastos en las vocaciones de monetarios y renta variable, y menores gastos en las vocaciones de renta fija, mixtos y rentabilidad absoluta. En cualquier caso, la diferencia de gastos en estas últimas no las ayuda a ser más competitivas en términos de rentabilidad, como se ha indicado anteriormente. De nuevo, elecciones de diferentes tipos de activos de renta fija, bien en mercados en los que los niveles de tipos de interés son superiores a los europeos, o bien con niveles de riesgo más elevados podrían estar detrás de estos resultados.

Este análisis tiene unas limitaciones que responden tanto al periodo de tiempo del estudio (limitado a cuatro años) y su especificidad (la pandemia afecta a casi la mitad de la muestra) como a temas relacionados con la calidad y comparabilidad de los datos de las IIC extranjeras. Por tanto, sus hallazgos no deben generalizarse para periodos muestrales más largos, siendo necesario un estudio más detallado, por ejemplo y como ya se ha mencionado, de las carteras de los fondos. También deberán analizarse otros factores que puedan ayudar a explicar el fuerte crecimiento de los volúmenes de inversión en IIC extranjeras en el periodo más reciente. Un crecimiento que ha contribuido al aumento progresivo de su peso en la inversión colectiva total, que al cierre de 2021 representaba un 45 % del total y un 83 % del volumen de las IIC nacionales (FI y SICAV).

Mercados alternativos de empresas en crecimiento y el caso español BME Growth

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	81
2	Principales características de los mercados alternativos	82
2.1	Ventajas e inconvenientes de cotizar en un mercado	85
2.2	Mercados alternativos en Europa	86
3	El caso español: del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) a BME Growth	89
3.1	Características principales de BME Growth	90
3.2	Estructura del mercado	93
3.3	Incorporación a BME Growth	94
3.4	Evolución de BME Growth desde la creación en 2008 del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	96
3.5	Rendimiento y volatilidad de BME Growth	101
4	Características de las sociedades cotizadas en BME Growth	103
4.1	Tamaño	103
4.2	Capitalización	107
4.3	Edad, antigüedad en bolsa y plazo hasta cotización	109
4.4	Sector y actividad internacional	111
4.5	Otras características	112
5	Conclusiones	113
	Referencias bibliográficas	114
	Anexo I Sociedades que forman parte de BME Growth	115

1 Introducción a los mercados alternativos

Muchas de las grandes empresas cotizadas como Inditex, Telefónica, IBM o Citibank cotizan en los principales mercados de valores del mundo. Sin embargo, existe un gran número de empresas de tamaño más reducido que también necesitan financiación y recursos, pero que por esta menor dimensión no pueden acceder a los grandes mercados bursátiles.

Europa, y particularmente España, se caracterizan por ser economías en las que las pequeñas y medianas empresas conforman la base más importante del tejido empresarial. En la Unión Europea más del 99,5 % de las empresas son pymes¹ que emplean en torno al 66 % de la fuerza laboral y que generan casi el 57 % del PIB². En el caso de España, este hecho es más notable, puesto que casi el 99,9 % de las empresas españolas son pymes que producen más del 62 % del PIB y emplean a más de 6 de cada 10 trabajadores³.

El reducido tamaño de las pymes dificulta el acceso de estas compañías a la financiación, que básicamente es de carácter bancario⁴ y no en forma de capital, circunstancia que se agudizó a partir de 2008 con el estallido de la crisis financiera. Por ello, con el objetivo de que estas empresas puedan acceder a los inversores y captar financiación a largo plazo para sus proyectos, han surgido a lo largo de los últimos años y con carácter internacional múltiples mercados orientados a este tipo de empresas. Estos mercados están diseñados específicamente para este tipo de compañías, al contar tanto con unos procesos como con unos costes más reducidos adaptados a sus características específicas, en un entorno de regulación más flexible.

El primer mercado de este tipo en Europa⁵ fue creado en el Reino Unido en 1995, cuando la bolsa de Londres estableció el británico Alternative Investment Market

1 Según 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 cuyo tamaño de su balance no supera 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).

2 Fuente: Eurostat.

3 Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, DIRCE 2021

4 Habitualmente la financiación que obtienen es por cantidades limitadas a corto y medio plazo e implica la aportación de garantías.

5 Anteriormente habían existido en algunas bolsas europeas los denominados *segundos mercados*, orientados a pymes como segmentos específicos dentro de las bolsas tradicionales (como el Segundo Mercado de la bolsa de Madrid, el Second Marché de la bolsa de París, el Geregelter Markt de Deutsche Börse y el Mercato Ristretto de la bolsa italiana), pero su éxito fue escaso debido a una regulación excesivamente rígida y unos costes elevados que no tenían en cuenta las características particulares de este tipo de empresas. Asimismo, algunas bolsas crearon nuevos mercados específicos para

(AIM). Posteriormente, Euronext puso en marcha Alternext en 2005 y Bolsas y Mercados Españoles creó el suyo en 2008, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que en la actualidad ha pasado a denominarse BME Growth. En una segunda etapa más reciente, muchos mercados europeos⁶ han creado mercados alternativos similares para la renta fija, como el español MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) o segmentos específicos para la negociación de deuda dentro de sus mercados alternativos.

Este trabajo describe y analiza las características de los mercados alternativos para empresas en crecimiento, así como su expansión en Europa, poniendo especial énfasis en el mercado español BME Growth, con el objetivo de comprender mejor su funcionamiento, su evolución y las características de las empresas cotizadas en la actualidad en él. Con este objetivo, se parte de la descripción de dichos mercados y sus características, y se da el detalle de la evolución del mercado español desde su creación como Mercado Alternativo Bursátil en 2008. Posteriormente, se analizan en detalle las características de las sociedades cotizadas en la actualidad en este último para conocer su idiosincrasia y, por último, se incluyen unas conclusiones, así como unas perspectivas de la evolución del mercado para los próximos años.

2 Principales características de los mercados alternativos

La principal ventaja de los mercados alternativos es que permiten a las empresas de reducido tamaño acceder a los mercados de valores para que puedan beneficiarse de sus ventajas más destacadas, tales como la mayor facilidad para acceder a financiación y su mayor liquidez, además de los beneficios en términos de visibilidad para las compañías. De este modo, el acceso más sencillo a la financiación puede permitir a las empresas desarrollar sus proyectos, ganar tamaño e incluso competir internacionalmente. Todo ello es especialmente relevante para las empresas de menor tamaño, a las que resulta más difícil el acceso a los mercados financieros tradicionales y que, de este modo, pueden acceder a los inversores institucionales, que conocen de manera más estrecha las necesidades y los desafíos a los que se enfrentan las pymes y los emprendedores. Además, la mayor parte de los mercados alternativos están abiertos a acoger empresas de todos los sectores económicos y orígenes.

La experiencia ha demostrado que para las pequeñas compañías innovadoras y de alto crecimiento es más fácil captar recursos en forma de capital que de deuda, puesto que prefieren dedicar sus recursos a priorizar su crecimiento sin tener que hacer frente al servicio de la deuda. En este tipo de mercados esto es viable, puesto que existe un conjunto de inversores que conocen esta problemática y están dispuestos a asumir riesgos y renunciar a rentabilidades a corto plazo a cambio de obtener un rendimiento significativamente más elevado en plazos más largos.

compañías tecnológicas como el francés Nouveau Marché, el alemán Neuer Markt, el Numtel italiano o el Nuevo Mercado español.

6 El primer mercado alternativo para renta fija en Europa, denominado Nordic ABM, fue creado en 2005 por la bolsa de Oslo.

Los mercados alternativos cuentan con una regulación mucho más flexible que los tradicionales, así como unos costes más bajos y unos procesos más sencillos. Además, permiten a las empresas acceder a los sistemas de negociación operados por los mercados, lo que las dota de mayor liquidez y de transparencia respecto a la alternativa de no cotizar. Para ello habitualmente se sirven de un modelo de contratación y un régimen de comunicación de información específicos que toma en consideración las singularidades de este tipo de empresas. Además, con el objeto de garantizar su integridad, cuentan con la supervisión de las autoridades reguladoras de mercados de aquellos países en los que operan⁷. La mayoría de ellos jurídicamente tienen la categoría de sistemas multilaterales de negociación y suelen formar parte de los operadores de mercados regulados.

Asimismo, permiten un mayor acceso a la liquidez tanto a los accionistas actuales de muchas sociedades, que pueden poner en valor con mayor facilidad sus activos, como a los nuevos accionistas, pues al estar cotizadas las compañías en un mercado es posible hacer líquida la inversión de forma sencilla. Al contrario de lo que ocurre con la inversión en sociedades de reducido tamaño no cotizadas o *startups*, la existencia de un mercado secundario permite liquidar la inversión sin incurrir en los elevados costes de búsqueda que supondría vender una participación⁸ de una compañía que no cotiza en ningún mercado organizado, y también posibilita ampliar la base de accionistas de la compañía, lo que contribuye a aumentar las fuentes de financiación.

Por otra parte, las empresas consiguen potenciar su visibilidad, lo que refuerza su prestigio y su imagen de marca, elementos que a su vez pueden fomentar el acceso a la financiación y, por tanto, al crecimiento de la compañía.

Finalmente, en el caso de aquellas empresas cuyo crecimiento les ha permitido alcanzar un tamaño adecuado, existe la posibilidad de que puedan dar el salto a cotizar en las bolsas tradicionales y acceder a un mayor número de inversores potenciales. No obstante, por la naturaleza de las propias compañías que forma parte de estos mercados, se trata de mercados que llevan asociados mayores niveles de riesgo y, por tanto, de volatilidad.

La Unión Europea a través de la Directiva MiFID II ha lanzado un conjunto de iniciativas para promover el desarrollo de estos mercados en Europa, de manera que las pymes tengan incentivos para su uso. Estas iniciativas están centradas en reducir los costes administrativos para permitir a las empresas captar capital, a la vez que se preserva la integridad del mercado y la protección de los inversores (véase recuadro 1).

7 A este respecto cabe señalar que las autoridades reguladoras tienen competencias sancionadoras y facultades supervisoras.

8 Estos costes de búsqueda son especialmente elevados para participaciones minoritarias en el capital de una sociedad.

La MiFID II recogía esta nueva categoría de mercados, que fue desarrollada en el marco de la iniciativa denominada Unión de los Mercados de Capitales (*Capital Markets Union*, CMU por sus siglas en inglés), con el objetivo de facilitar la financiación de empresas de menor tamaño a través de su presencia en los mercados financieros para favorecer su crecimiento. Con este objetivo se simplifica la regulación exigida para este tipo de compañías, a la vez que se homogenizan los estándares de calidad y transparencia entre los mercados de la Unión Europea.

Se crea la figura del *SME Growth Market*, introduciendo cambios en la estructura del mercado, así como en la normativa aplicable a la incorporación al mercado, la contratación de los valores y la difusión de la información. Para el reconocimiento de un mercado como *SME Growth Market* se establece que al menos el 50 % de las sociedades negociadas en él ha de tener una capitalización inferior a 200 millones de euros.

Los principales cambios introducidos por esta normativa fueron los siguientes:

- i) Posibilidad de registrar el folleto *EU Growth Prospectus* en la CNMV para solicitar la incorporación inicial de valores en un mercado regulado en aquellos casos en los que exista una oferta pública de valores que implique la obligación de publicar un folleto conforme al reglamento de Folletos. En los casos en los que esta obligación no exista, se podrá continuar elaborando un documento informativo de incorporación al mercado en cuyo esquema se introducen cambios inspirados en el régimen del *EU Growth Prospectus*, entre los que destaca la creación de un apartado específico para la inclusión de indicadores de resultados financieros y operativos.
- ii) Integración europea: la categoría *SME Growth Market* equipara a los diferentes mercados para pymes europeos, facilitando que existan unos criterios de acceso transparentes y homogéneos para empresas e inversores nacionales e internacionales.
- iii) Reducción de la exigencia de almacenamiento de información: la información privilegiada de las sociedades cotizadas en el mercado podrá ser incluida en la web del centro de negociación sin necesidad de incluirse también en la web del propio emisor.
- iv) Exención de la obligación de mantener y actualizar la lista de iniciados: desaparece la obligación para las sociedades de elaborar la lista de iniciados, siempre que el emisor tome medidas dirigidas a que cualquier persona con acceso a información privilegiada sea consciente de las sanciones derivadas de operar con ella y que sea capaz de facilitar una lista de iniciados cuando la autoridad competente lo solicite.

2.1 Ventajas e inconvenientes de cotizar en un mercado

Aunque previamente se han comentado algunas de las ventajas que existen para las empresas de cotizar en los mercados, entre las cuales destaca la mayor facilidad para captar recursos, se presenta en este epígrafe un listado detallado de posibles ventajas, así como también algunos de sus inconvenientes. Entre las ventajas, que son numerosas, destacan las siguientes:

- i) Facilita la expansión de la empresa al dotarla de mayor prestigio y visibilidad, lo que puede generar efectos positivos tanto desde el punto de vista de los clientes como de los proveedores.
- ii) Facilita tanto el crecimiento orgánico como el inorgánico mediante operaciones corporativas de las compañías, además de favorecer su expansión internacional.
- iii) Aporta una valoración de mercado de la compañía. La existencia de una estimación objetiva del valor de la empresa facilita la participación de las empresas en operaciones corporativas.
- iv) Aumento de la transparencia y la comunicación al contar con el escrutinio de los mercados e inversores, lo que suele traducirse en mayores tasas de crecimiento de la compañía a largo plazo.
- v) Favorece la profesionalidad de la gestión y la incorporación de capital humano a la compañía.
- vi) Permite a los accionistas actuales desinvertir en la empresa y dotar de liquidez a su inversión mediante la venta de sus valores en el mercado o una oferta pública de venta.
- vii) Facilita el acceso a una amplia base de inversores institucionales.
- viii) Facilita el incremento de la base de accionistas de las empresas, a la vez que permite a los inversores mayores posibilidades de inversión al incorporar nuevos activos y sectores.
- ix) Algunos mercados y regiones cuentan con ventajas fiscales⁹ específicas para las compañías que se incorporan a estos mercados.

Por otra parte, también implica algunos inconvenientes en forma de costes administrativos y algunos riesgos. Los más destacados son los siguientes:

- i) A pesar de que facilitan la liquidez de los inversores, en muchos casos, los mercados secundarios son estrechos debido al reducido tamaño de las compañías

9 Algunos países como el Reino Unido y Francia cuentan con incentivos fiscales para favorecer la inversión en este tipo de compañías y, por tanto, favorecer su financiación. En España solo las comunidades autónomas de Madrid, Galicia y Aragón han establecido algún incentivo de carácter fiscal para los inversores residentes en sus territorios.

cotizadas, lo que disminuye la liquidez y desincentiva el interés de numerosos inversores en comparación con los mercados regulados¹⁰.

- ii) A pesar de la menor regulación existente sobre las empresas que cotizan en los mercados alternativos, siguen existiendo obligaciones administrativas que suponen costes directos e indirectos, así como el cumplimiento de una normativa específica para las sociedades cotizadas.
- iii) Posibilidad de ser objeto de una oferta pública de adquisición y perder el control de la empresa.
- iv) Orientar la gestión de modo que esté condicionada por el comportamiento de la cotización, circunstancia que está determinada no solo por la evolución de la propia empresa (riesgo específico), sino por el mercado en su conjunto (riesgo sistémico).
- v) La supervisión y el control de estos mercados pueden ser menos rigurosos que los de los mercados tradicionales al estar parcialmente descentralizados y atribuidos a distintos organismos¹¹.
- vi) Seguimiento y cobertura inexistentes o muy reducidos por parte de los analistas del mercado.

2.2 Mercados alternativos en Europa

En la esfera internacional existen numerosos mercados de este tipo, destacando los grandes mercados de EE. UU. y Canadá¹², así como el creciente número de mercados de este tipo en el sudeste asiático. Del mismo modo, en Europa, la mayor parte de los mercados ha creado algún segmento específico para pymes y la propia Unión Europea en el marco de la iniciativa de la CMU ha creado, como ya se ha comentado, una categoría específica para estos mercados —denominada *SME Growth Market*— con el objetivo de impulsar la financiación de las empresas de menor tamaño mediante su presencia en los mercados financieros, así como de homogeneizar los estándares de calidad y transparencia de este tipo de mercados. Además del mercado español BME Growth, del que se hablará en los siguientes epígrafes, los mercados de este tipo más relevantes en Europa son:

10 Principalmente inversores institucionales como fondos de inversión o de pensiones que en sus reglamentos tienen limitadas sus inversiones a grandes valores o aquellos con elevado grado de liquidez.

11 En el caso de BME Growth, el mercado, sus miembros y entidades participantes están sujetos a las facultades de supervisión y sanción 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 por que 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.

12 Los más representativos son el estadounidense Nasdaq y el canadiense TSX Venture Exchange.

Alternative Investment Market (AIM)

Perteneciente a la bolsa de Londres, fue creado en 1995 con 10 compañías que capitalizaban en torno a 82 millones de libras. Desde entonces ha hecho posible que casi 4.000 sociedades capten recursos por más de 130.000 millones de libras, de los que en torno al 60 % ha correspondido a emisiones en el mercado secundario. En la actualidad cuenta con 831 empresas y una capitalización agregada de 103.000 millones de libras¹³.

Cuenta con tres índices representativos del mercado: FTSE AIM UK 50 Index, FTSE AIM 100 Index y FTSE AIM All-Shares, que aglutinan a empresas de más de 90 países y 40 sectores diferentes, tratándose de un mercado con un importante enfoque internacional y una amplia diversificación sectorial.

Euronext Growth y Euronext Access

Este mercado fue creado en 2005 como una plataforma de negociación de Euronext Paris destinada a la cotización de pymes denominada Alternext. En la actualidad cuenta con dos sistemas multilaterales de negociación destinados a pymes: Euronext Growth y Euronext Access. Euronext Growth opera en los mercados de París, Bruselas, Dublín, Lisboa y Oslo¹⁴ y está enfocado a pymes que buscan captar recursos para financiar su crecimiento; mientras que Euronext Access¹⁵ opera en París, Bruselas y Lisboa y está diseñado específicamente para *startups* y pymes que quieren unirse al mercado para financiar su crecimiento y favorecerse de las ventajas de cotizar, pero que no cumplen los requisitos¹⁶ para acceder a Euronext Growth.

A finales de 2021 un total de 390 compañías cotizaban en el mercado Euronext Growth (de las que 45 eran extranjeras), mientras que 195 (58 extranjeras) lo hacían en el mercado Euronext Access, capitalizando 43.852 y 8.814 millones de euros¹⁷, respectivamente.

Deutsche Börse, Segment Scale

Creado en 2017 como plataforma para la negociación de acciones de pymes y bonos con el objetivo de sustituir al antiguo segmento Entry Standard de la bolsa de Fráncfort destinado a este fin. Cuenta con la denominación de *SME Growth Market* desde finales de 2019 y actualmente tiene cotizadas 50 compañías de distintos sectores, cuya capitalización se sitúa en torno a 8.000 millones de euros. Asimismo, en el periodo comprendido entre enero y agosto de 2022 alcanzó una negociación cercana a 1.200 millones de euros.

13 Representaba en torno al 4,5 % del PIB del Reino Unido en 2021 y el 3,8 % de la capitalización de la bolsa de Londres.

14 Euronext Growth Oslo no está registrado como *SME Growth Market*.

15 Dentro de este segmento existe un compartimento específico denominado Euronext Access+ orientado a las *startups* y pymes de rápido crecimiento.

16 Los requisitos para acceder a este segmento son muy laxos (no están regulados por la Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE) y su liquidez es menor.

17 Representan menos del 1,2 % del PIB y el 0,8 % de la capitalización de todas las bolsas de todos los países cuyos mercados de valores son gestionados por Euronext.

Borsa Italiana (Euronext Growth Milan)

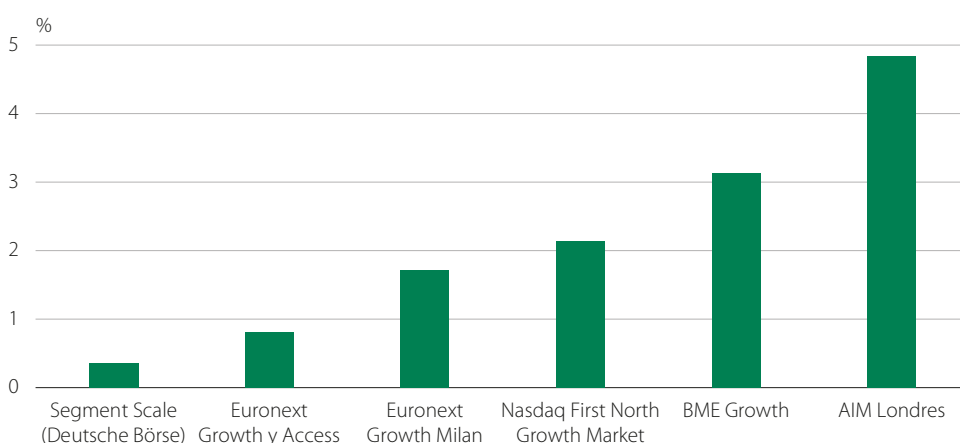
Este mercado tiene su origen en el mercado AIM Italia Market, ahora integrado en Euronext y denominado desde finales de octubre de 2021 Euronext Growth Milan. A finales de julio de 2022 contaba con 181 compañías cotizadas, de las que un tercio pertenecen al sector tecnológico, y alcanzaba una capitalización bursátil de unos 10.500 millones de euros. En el periodo comprendido entre enero y julio de 2022 su contratación ha superado 2.200 millones de euros.

Nasdaq First North Growth Market

Este mercado comenzó a operar en 2006 y actualmente desarrolla sus actividades en Suecia, Finlandia, Dinamarca e Islandia. Cuenta con un total de 568 sociedades cotizadas que acumulan una capitalización de más de 47.000 millones de euros. 79 de esas sociedades pertenecen al segmento denominado First North Premier¹⁸, que se constituye como un paso previo para aquellas compañías que desean acceder al mercado tradicional.

Asimismo, también cuentan con el reconocimiento europeo de *SME Growth Market* los siguientes mercados: el sueco Spotlight Stock Market (que cuenta con casi 170 compañías cotizadas), el también sueco Nordic Growth Market¹⁹ (que cuenta con 18 empresas cotizadas), el polaco NewConnect (que cuenta con 380 compañías), el Progress Market²⁰ de la bolsa de Zagreb (que cuenta con 3 compañías) y el Base Market de la bolsa de Bulgaria (que cuenta con 168 sociedades).

Capitalización de las empresas del mercado alternativo sobre el regulado GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por las bolsas.

18 Este segmento cuenta con requisitos contables y de información más exigentes que los estándares impuestos por el mercado.

19 Propiedad de la bolsa de Stuttgart.

20 El Progress Market opera bajo el formato de sistema multilateral de negociación en Croacia y Eslovenia conforme a un acuerdo de cooperación entre las bolsas de Zagreb y Ljubljana, aunque es administrado por la bolsa de Zagreb.

3 El caso español: del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) a BME Growth

BME Growth es el mercado de empresas de reducida capitalización (pymes) de Bolsas y Mercados Españoles (BME) y se constituye como la plataforma que permite a las pequeñas y medianas empresas acceder a los mercados de capitales para favorecer su crecimiento e incluso, en el caso de alcanzar un tamaño relevante, llegar a cotizar en las bolsas tradicionales.

BME Growth tiene su origen en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que fue creado en marzo del año 2008²¹. En la actualidad cuenta con 132 empresas registradas²² que acumulan una capitalización agregada cercana a 20.000 millones de euros²³. El mercado está dirigido a empresas de cualquier sector, aunque actualmente gran parte de las empresas cotizadas corresponden a los sectores de la tecnología, la salud, la biotecnología, las telecomunicaciones, la ingeniería y las energías renovables. Asimismo, desde finales del año 2013²⁴ cuenta con un segmento específico destinado a las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI²⁵) que incorpora sociedades del sector inmobiliario patrimonialista. Actualmente todas las sociedades cotizadas son de origen nacional menos una domiciliada en Bulgaria, pero el mercado está abierto a cualquier empresa con independencia de su origen.

El mercado cuenta con una regulación²⁶, estructura y costes adaptados al tamaño de las pymes, entre los que destaca la figura del *asesor registrado*, que ayuda a la empresa en todo el proceso previo y posterior a su cotización (véase recuadro 2).

21 El MAB comenzó su operativa en julio de 2009.

22 Las primeras compañías registradas en este mercado en el año 2009 fueron Zinkia Entertainment e Imaginarium.

23 Datos a finales de agosto de 2022.

24 Las dos primeras sociedades incorporadas en este segmento fueron Entrecampos Cuatro y Promorent.

25 Las SOCIMI son la adaptación española a la figura de los vehículos de inversiones inmobiliarias (REIT) existentes en otros países. Están reguladas por la Ley 11/2009, de 26 de octubre, modificada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (conocida como Ley SOCIMI) y se caracterizan por tener un régimen fiscal que las exime de pagar el impuesto sobre sociedades (tributando los accionistas sobre los dividendos repartidos) y por gozar de una bonificación del 95 % en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados. Como contrapartida, tienen la obligación de distribuir como dividendos como mínimo el 80 % de los beneficios obtenidos por las rentas de los alquileres y el 50 % de los generados por la venta de activos, así como el 100 % de los beneficios de su participación en otras SOCIMI. Su actividad se centra en el desarrollo, la rehabilitación y la explotación de inmuebles en alquiler, la tenencia de participaciones en otras SOCIMI y el desarrollo de actividades inmobiliarias accesorias. Asimismo, deben contar con un capital mínimo de 5 millones de euros, ya sea por aportación dineraria o no dineraria, y cotizar en un mercado regulado o sistema multilateral de negociación (SMN) español —como BMW Growth— o en el de cualquier otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo. Este tipo de sociedades permite a los inversores diversificar su inversión y acceder a una cartera de activos inmobiliarios con mayor facilidad y liquidez que en el caso de la inversión directa en activos inmobiliarios.

26 Entre otras regulaciones, las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo las normas internacionales de información financiera (NIFF) o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

El mercado está englobado jurídicamente dentro del sistema multilateral de negociación BME MTF Equity²⁷ como un segmento destinado a las empresas en crecimiento y cuenta con la supervisión de la CNMV.

3.1 Características principales de BME Growth

Este mercado está considerado desde septiembre de 2020 como *SME Growth Market*, tras recibir el reconocimiento de la CNMV conforme a la regulación de la Unión Europea²⁸.

El segmento BME Growth incluye dos grandes categorías de empresas:

- **Empresas en expansión:** constituido por empresas de reducida capitalización que buscan crecer y expandirse.
- **SOCIMI:** formado por sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria destinadas a la tenencia en propiedad de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento o de acciones o participaciones en el capital de otras SOCIMI o entidades extranjeras similares²⁹.

Además de las empresas y los inversores presentes en este mercado, cuenta con otros participantes que facilitan su funcionamiento y contribuyen a dotarlo de liquidez, entre los que destaca la figura del asesor registrado mencionada anteriormente. Estos asesores evalúan la idoneidad de incorporarse al mercado, a la vez que acompañan en el proceso asesorando a las empresas en el cumplimiento de sus futuras obligaciones, así como en la elaboración de la información financiera y acerca de las obligaciones de información al mercado.

También destaca la figura del proveedor de liquidez, cuya misión es favorecer la liquidez de las transacciones de los distintos valores negociados en el mercado y conseguir una frecuencia de contratación suficiente. El proveedor de liquidez de un valor se obliga a mantener posiciones de oferta y demanda sobre este durante la sesión por un importe efectivo mínimo, lo que facilita a los inversores contar con cierta contrapartida para cerrar operaciones. Las empresas que coticen en BME Growth deberán designar a un proveedor de liquidez, cuyo objeto principal es preservar la presencia en el *spread* —que a su vez es miembro del mercado—, aunque este último actuará con independencia frente a la empresa, que no podrá dar instrucciones sobre las operaciones ejecutadas en el mercado³⁰.

27 Al no tener la consideración de mercado regulado oficial los emisores no tienen obligación de transparencia ni de registrar folletos de emisión (salvo que los valores estén destinados al público), sino de un documento informativo de incorporación de valores.

28 La CNMV le otorgó esta categoría tras verificar el cumplimiento de todas las exigencias comunitarias para la adquisición de esta establecidas en el artículo 33 de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifica la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.

29 Habitualmente denominadas REIT.

30 En el ámbito de la gestión de la liquidez cabe destacar también la modificación de la Circular de la CNMV sobre contratos de liquidez, para limitar la presencia y la forma de actuar del proveedor con el fin de no incurrir en abuso de mercado, que se ha adaptado a los SMN como BME Growth.

Asimismo, desde mediados de 2017 este mercado cuenta con 2 índices representativos³¹ de su evolución: Ibex Growth Market 15, que incluye los 15 valores más líquidos del segmento BME Growth, e Ibex Growth Market All Share³², de carácter más amplio.

El papel del asesor registrado

RECUADRO 2

Las sociedades que quieran acceder a BME Growth deben contar con el asesoramiento de un asesor especializado denominado *asesor registrado* que las ayude en la preparación de la documentación y el cumplimiento de los requisitos propios de este mercado, así como en la elaboración de información comprensible y adecuada para los inversores.

El asesor registrado¹, miembro de un colectivo de profesionales especializados bajo el formato de personas jurídicas inscritas en el Registro de Asesores Registrados, es responsable de valorar la idoneidad de una sociedad para incorporarse al mercado y asesorarla en el cumplimiento de las obligaciones que le fueran exigibles, así como en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para participar en dicho mercado. Por tanto, se trata de asesores especializados en empresas en expansión y son responsables frente al mercado de asistir y asesorar a estas en el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades establecidas por la normativa del mercado. Para este fin, el asesor deberá disponer de experiencia acreditada, suficiente y adecuada en el asesoramiento a sociedades en lo que respecta a su actuación en los mercados de valores.

Las **principales funciones de los asesores registrados** son las siguientes:

- Asistir a las compañías en el cumplimiento de los requisitos de incorporación, principalmente colaborando en la elaboración del Documento informativo de incorporación a BME Growth.
- Revisar la información presentada por la compañía en el momento de su incorporación al mercado y posteriormente ayudarla a que cumpla con los requisitos recurrentes o puntuales de información a este.
- Estar disponible ante el mercado para atender sus preguntas sobre el emisor, actividad, cumplimiento, etc.

¿Qué información se ha de facilitar al mercado?

- Información periódica de carácter semestral y anual:
 - i) Información semestral: debe contener un informe financiero semestral equivalente a unos estados intermedios de la sociedad que han de estar,

31 Los índices de este mercado fueron puestos en marcha por BME el 1 de junio de 2017.

32 Este índice se compone de aquellos valores que cotizan en el segmento BME Growth ponderados por capitalización, con la excepción de las compañías cuyo objeto social sea la tenencia de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento o acciones o participaciones de capital de otras SOCIMI.

al menos, sometidos a una revisión limitada del auditor y contener una referencia a los hechos importantes acaecidos durante el semestre. Esta información ha de presentarse dentro de los cuatro meses siguientes al primer semestre de cada ejercicio.

- ii) Información anual: ha de contener las cuentas anuales auditadas dentro de los cuatro meses siguientes al cierre contable del ejercicio, así como el correspondiente Informe de gestión.
- Información privilegiada y otra información relevante conforme al artículo 228.2 de la Ley del Mercado de Valores.
- Otras informaciones:
 - i) Participaciones significativas.
 - ii) Operaciones realizadas por administradores y directivos.
 - iii) Pactos parasociales.
 - iv) Información sobre operaciones societarias.
 - v) Previsiones o estimaciones sobre la evolución de la compañía.
 - vi) En el caso de las sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI), existe la obligatoriedad de publicar una valoración anual² de los activos inmobiliarios.

¿Quiénes pueden ser asesores registrados?

Las empresas han de contar en todo momento con un asesor registrado, que ha de ser necesariamente una persona jurídica y ha de cumplir los siguientes requisitos³:

- i) Experiencia acreditada en asesoramiento de compañías (al menos en los últimos tres años), en particular en relación con el mercado de valores.
- ii) Medios: ha de contar con personal cualificado y experimentado en financiación en mercados de valores (al menos dos personas responsables).
- iii) Independencia y prevención de posibles conflictos de intereses.

1 La Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial introdujo la figura del asesor registrado estableciendo que deberá ser designado por el emisor y su misión es velar por que 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.

2 La tasación de los activos ha de ser conforme a la normativa ECO o la valoración RICS.

3 Según la Circular 4/2020 de BME: «Asesor Registrado en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity».

3.2 Estructura del mercado

Aunque los valores negociados en este mercado cuentan con proveedores de liquidez que favorecen las transacciones y la formación de precios, las características específicas de reducido tamaño de las empresas que forman parte de este determinan las modalidades de negociación. Existen dos modalidades de contratación:

- **Contratación general (mercado continuo):** bajo el formato de un mercado continuo dirigido por órdenes, con una subasta de apertura al inicio de la sesión y una subasta de cierre al final de esta. El Departamento de Supervisión del mercado determinará qué valores deben negociarse bajo el formato de contratación general en función de su liquidez³³, y la negociación se ajustará a las normas generales del Sistema de Interconexión Bursátil.
- **Fijación de precios únicos o *fixing*:** los valores cotizados bajo esta modalidad están toda la sesión en subasta, existiendo dos periodos de asignación de los títulos (subastas de apertura y cierre³⁴). Esta modalidad se utiliza en valores con menor liquidez, puesto que favorece la formación de precios y la disminución de la volatilidad.

La información de este mercado se difunde en tiempo real en sus pantallas, reflejándose automáticamente la información de la contratación.

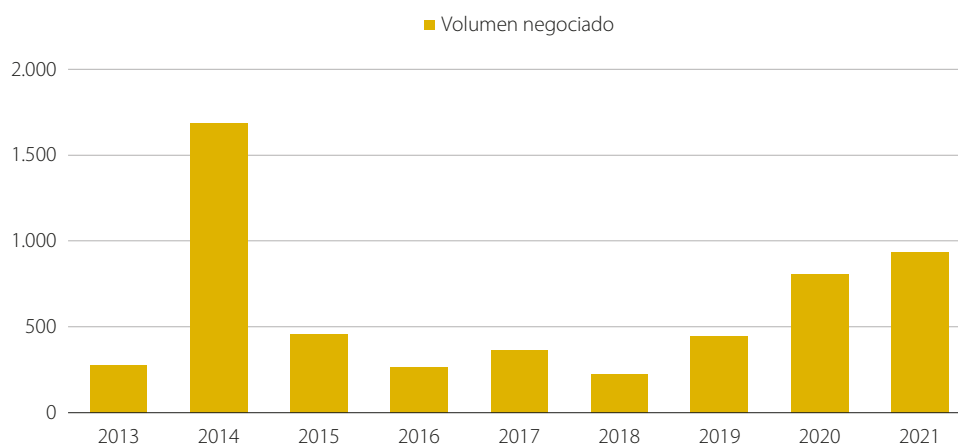
Aunque la contratación en este mercado se ha cuadruplicado en los últimos años (véase gráfico 2), lo cierto es que hoy en día la liquidez de muchos de los valores cotizados en el mercado es reducida^{35, 36}. Así, únicamente 27 de las 52 empresas en expansión cotizan bajo el formato de mercado continuo, mientras que el resto lo hace en la modalidad de *fixing*, circunstancia que se extiende ampliamente al segmento de las SOCIMI, en el que únicamente 1 sociedad de las 80 admitidas negocia bajo el primer formato.

33 La decisión acerca de la modalidad de negociación (general o *fixing*) aplicada a cada valor se adoptará cada seis meses, salvo en los casos de incorporaciones y aquellos supuestos en los que las circunstancias del mercado aconsejen una revisión.

34 La primera subasta (de apertura) tiene lugar desde el comienzo de la sesión a las 08:30 h hasta las 12:00 h, y la segunda subasta (de cierre) se extiende desde el final de la asignación de la primera subasta hasta las 16:00 h.

35 La contratación en este mercado apenas alcanza el 0,3 % del valor de toda la renta variable negociada en BME en 2021. Asimismo, del total contratado en este ejercicio más del 85 % correspondió a empresas en expansión.

36 La rotación del mercado en el segmento de empresas en expansión, medida como el cociente entre la contratación y la capitalización, fue de 0,19 veces en 2021 frente a 1,1 en el mercado regulado.



Fuente: CNMV. Datos anuales en millones de euros.

3.3 Incorporación a BME Growth

La regulación aplicable a BME Growth en lo que respecta tanto a sus emisores como al gestor de la propia infraestructura es mucho más sencilla que la de un mercado regulado. Este hecho explica buena parte del atractivo de estos mercados alternativos, como ya se ha mencionado con anterioridad. En este sentido, cabe destacar algunos de los regímenes que no se aplican en estos mercados (y que los diferencia de los mercados regulados) como, por ejemplo, la normativa de folletos, de opa³⁷ o de transparencia. Para acceder al mercado, los emisores de BME Growth necesitan un documento de admisión, conforme a la normativa del propio mercado. Bajo determinadas circunstancias pueden necesitar folleto de la CNMV, aunque se pueden acoger a un folleto simplificado para este tipo de emisores. En el caso de otras normativas como, por ejemplo, MiFID, se establecen disposiciones específicas para los SMN. Sí que aplica, en cambio, a los emisores en un SMN el Reglamento sobre abuso de mercado.

Es importante señalar que el propio centro de negociación establece obligaciones particulares a través de su normativa. En este sentido, la Circular 1/2020 de BME Growth, modificada parcialmente por la Circular 2/2022, recoge los requisitos, documentación y procedimientos aplicables para la incorporación al mercado de las empresas, que se sustentan en distintas vertientes:

– **De carácter formal:**

- i) Las empresas han de ser sociedades anónimas y deben contar con una capitalización inferior a 1.000 millones de euros³⁸.

37 Aunque no les aplica el Real Decreto sobre opas, en los casos de exclusión se plantea un proceso de oferta.

38 En el caso de la incorporación de acciones emitidas por SOCIMI, se admitirá una capitalización superior a 1.000 millones de euros siempre que se acredite en la fecha de solicitud de incorporación el cumplimiento de los requisitos que determinan la aplicabilidad de la exención según el artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo.

- ii) Su capital social ha de estar totalmente suscrito y desembolsado.
- iii) Las acciones deben estar representadas por anotaciones en cuenta, sin restricciones legales ni estatutarias que impidan su negociación y transmisibilidad.
- iv) La sociedad debe haber comenzado la comercialización de productos o servicios o haber desarrollado actuaciones relevantes directamente referidas a la actividad comercializadora, así como estar obteniendo ingresos significativos como consecuencia de esta con carácter previo a su incorporación al mercado.
- v) En aquellos casos en los que la antigüedad de la sociedad cuyas acciones vayan a incorporarse al mercado sea inferior a los dos años, los accionistas, administradores y principales directivos no podrán vender ni realizar operaciones equivalentes a la venta de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al mercado.

– **Documentación:**

- i) La sociedad ha de preparar un Documento informativo de incorporación al mercado de valores (DIMM) o preparar un folleto conforme al formato de *EU Growth Prospectus*.
- ii) La sociedad deberá llevar a cabo una *due diligence* financiera y legal.

– **Estándares contables:**

La información financiera auditada podrá presentarse conforme al formato NIFF o al estándar contable nacional si la sociedad cotizada pertenece a un Estado de la Unión Europea. En el caso de que la sociedad no pertenezca a un Estado miembro habrá de presentarse de acuerdo con los formatos NIFF o US GAAP.

– **Gobierno corporativo:**

- i) Garantizar la transparencia del consejo de administración ante potenciales situaciones de conflicto de intereses, publicando dichos conflictos y actuaciones si se diera su existencia.
- ii) La sociedad deberá contar con una comisión de auditoría.

– **Especialistas:**

La sociedad deberá asignar a un asesor registrado y suscribir un contrato de liquidez con una entidad financiera proveedora de liquidez.

– **Free float:**

- i) El capital flotante ha de ser de al menos el 25 % del capital de la compañía o de la suma del total de los accionistas minoritarios que ostenten capital por valor de 2 millones de euros.

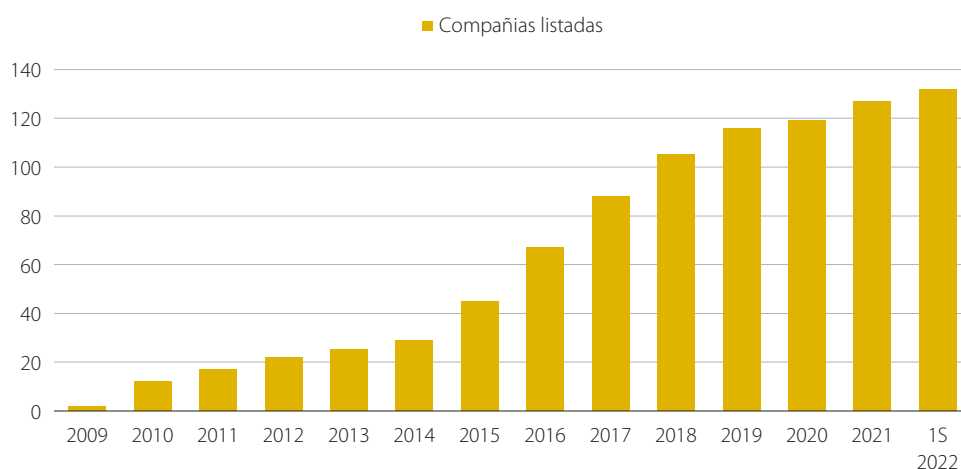
- ii) Accionistas minoritarios (< 5 %) sin vínculos con los mayoritarios.
- iii) Las participaciones significativas deberán comunicarse al emisor cuando superen el 5 % del capital social o desciendan de ese porcentaje, así como sus múltiplos, por parte de cualquier nuevo accionista.

3.4 Evolución de BME Growth desde la creación en 2008 del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Desde la creación en 2008 del antiguo Mercado Alternativo Bursátil, más de 170 compañías³⁹ de distintos sectores y actividad se han incorporado a él. El mercado ha atravesado distintos periodos de luces y sombras. Así, el MAB vivió una etapa de notable expansión desde su creación hasta el año 2015, cuando algunas de las sociedades cotizadas consiguieron dar el salto al mercado regulado (este fue el caso de MásMóvil, Grenergy Renovables, Airtificial Intelligence Structures y Atrys Health). Sin embargo, las dificultades⁴⁰ de algunas de las empresas cotizadas generaron incertidumbre entre los inversores y provocaron altibajos en el mercado que lastraron su proceso de crecimiento y consolidación. En este contexto de algunos casos de éxito, pero también de experiencias negativas, la creación de un segmento específico para las SOCIMI a partir de finales de 2013 contribuyó a dar cierta estabilidad al mercado en un escenario de crecimiento del mercado inmobiliario y de los operadores del sector (véase gráfico 3).

Empresas listadas en BME Growth (2009-1S 2022)

GRÁFICO 3



Fuente: BME. Datos anuales de número de empresas.

La transformación del MAB en BME Growth a finales de 2020, tras recibir el reconocimiento de *SME Growth Market* conforme a la regulación de la Unión Europea, dio un impulso renovado al mercado, que vive un nuevo periodo de expansión favorecido por la recuperación de la confianza de los inversores y el interés de estos por compañías y

39 Desde el lanzamiento del MAB en 2009 hasta el primer semestre de 2022 se habían incorporado a este mercado 74 empresas en crecimiento y 98 SOCIMI.

40 Como el fraude de la compañía Gowex, la desaparición de Bodaclik y las dificultades de Zinkia, algunas de las empresas más relevantes en los primeros años de la creación del mercado.

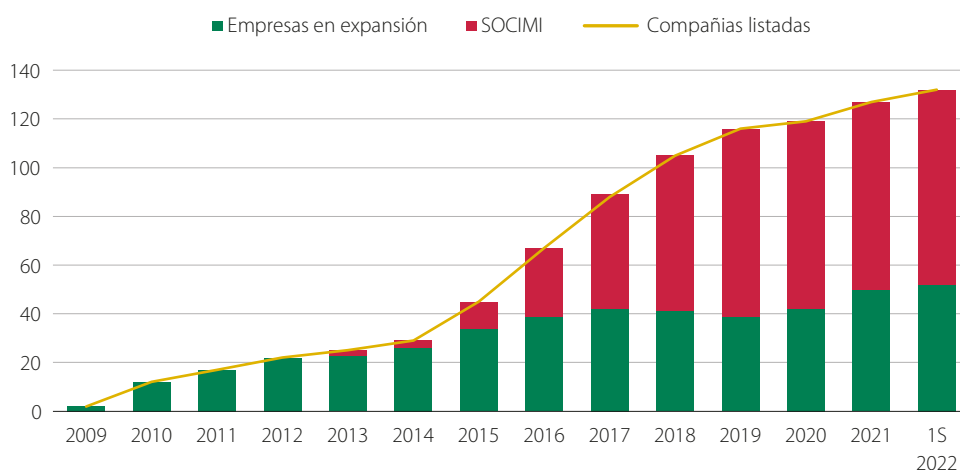
sectores novedosos, a lo que se une la necesidad por parte de las empresas —especialmente de los sectores más innovadores y tecnológicos— de contar con nuevas fuentes de financiación que ayuden a financiar sus planes de crecimiento.

3.4.1 Evolución del número de nuevas empresas listadas por tipo

Como se ha señalado anteriormente, el mercado incluye dos grandes categorías de compañías: las empresas en expansión y las SOCIMI. Las primeras han formado parte de este mercado desde su puesta en marcha en 2009 y fueron creciendo progresivamente hasta 2013 cuando se incorporaron las segundas. A partir de este momento, han sido las SOCIMI las que han liderado el crecimiento del mercado al amparo de las ventajas fiscales⁴¹ y porque la Ley 16/2012 las obliga a cotizar en un mercado regulado o SMN español o europeo en los dos años siguientes a tener la consideración de SOCIMI, de modo que en pocos años el número de SOCIMI cotizadas pasó a superar el de empresas en expansión. Posteriormente, a partir de 2015, como ya se ha indicado, las dificultades financieras de algunas sociedades cotizadas en expansión provocaron una ralentización del interés tanto de los inversores como de las empresas por participar en el mercado, por lo que las SOCIMI continuaron liderando la expansión de este. Así, a finales de la década pasada el número de SOCIMI cotizadas prácticamente doblaba el de empresas en expansión (véase gráfico 4).

Empresas cotizadas en BME Growth por tipo (2009-1S 2022)

GRÁFICO 4



Fuente: BME. Datos anuales de número de empresas.

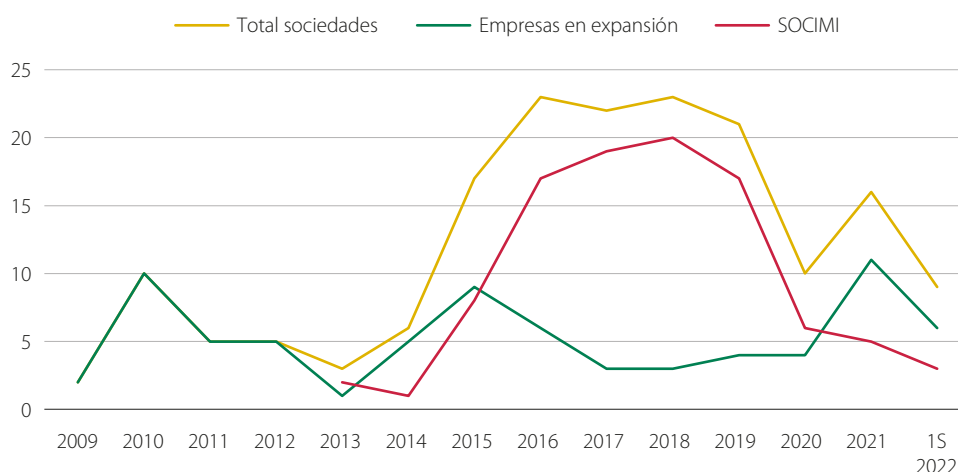
En el periodo más reciente la introducción de mejoras de tipo regulatorio para favorecer la transparencia del mercado, así como la presencia cada vez mayor de compañías de carácter tecnológico y energías renovables en busca de financiación para potenciar su crecimiento, han vuelto a despertar el interés por este mercado tanto de los emisores como de los inversores en búsqueda de oportunidades de inversión en compañías de sectores en crecimiento más allá de los tradicionales y cuya presencia es menor en las bolsas españolas. Por otro lado, a pesar del buen momento del mercado

41 Las SOCIMI se benefician, sujeto a una serie de requisitos, de un régimen fiscal que las exime de pagar el impuesto sobre sociedades, así como de una bonificación del 95 % en el impuesto de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

inmobiliario, el número de nuevas SOCIMI que entran en el mercado se ha ido ralentizado pues la mayor parte de las compañías que podían incorporarse a él ya lo habían hecho en los últimos años (véase gráfico 5).

Empresas incorporadas a BME Growth por tipo (2009-1S 2022)

GRÁFICO 5



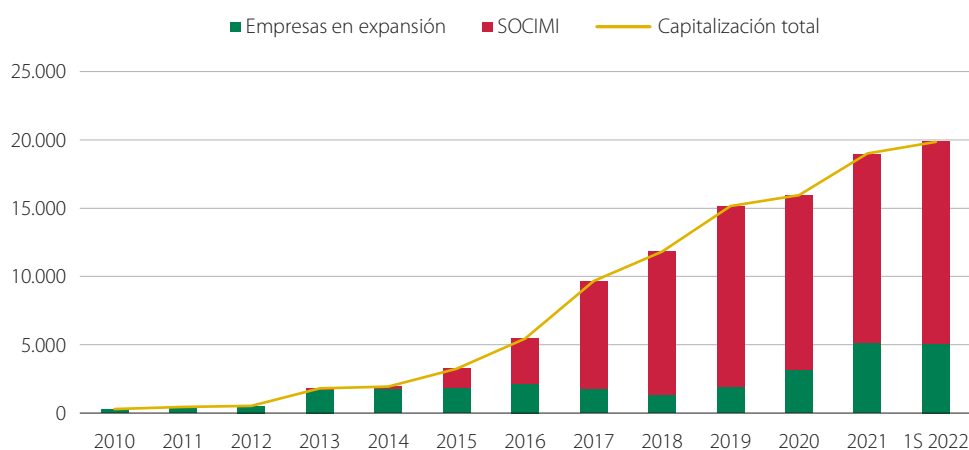
Fuente: BME Datos anuales del número de empresas.

3.4.2 Evolución de la capitalización del mercado

Aunque los datos agregados de capitalización bursátil de este mercado muestran un crecimiento continuo de esta desde su creación hasta situarse en torno a 20.000 millones de euros (véase gráfico 6), si se consideran las compañías individualmente o por tipo de sociedad se observan periodos de crecimiento y de descenso notable en el valor de estas empresas. Es decir, el crecimiento de la capitalización en términos agregados ha sido consecuencia, en mayor medida, de la sucesiva incorporación de nuevas sociedades al mercado, especialmente de las SOCIMI tras su adhesión a este en 2013, así como de las diferentes ampliaciones de capital llevadas a cabo por las compañías. La revalorización de los precios de las compañías habría tenido un papel menos relevante.

Capitalización de BME Growth por tipo de empresa (2010-1S 2022)

GRÁFICO 6



Fuente: BME y CNMV. Datos anuales en millones de euros.

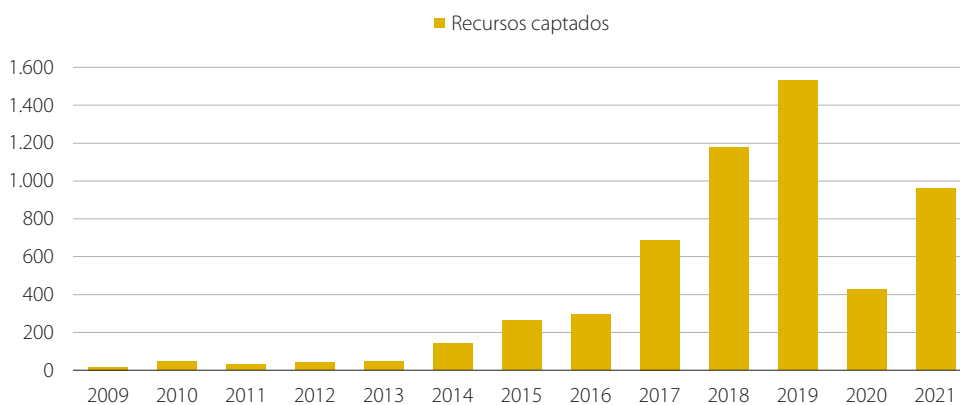
Como se observa en el gráfico anterior, el rápido crecimiento del número de SOCIMI listadas en este mercado ha permitido que en 2016—apenas tres años desde su incorporación— su valor de mercado superase ya ampliamente el de las empresas en expansión. En los siguientes ejercicios la capitalización de estas últimas retrocedió hasta alcanzar apenas un 15 % del valor de las primeras. Solo la progresiva incorporación de nuevas sociedades en expansión al mercado a partir de 2020 y la revalorización de sus cotizaciones, junto con la ralentización de la incorporación de nuevas SOCIMI, permitió que esta tendencia se invirtiera y que el peso de su capitalización respecto al total se situase en torno a una cuarta parte del valor total del mercado, circunstancia que se mantiene en la actualidad⁴².

3.4.3 Recursos de capital captados

Las empresas han utilizado este mercado de forma recurrente para captar capital, que desde su lanzamiento se sitúa en valores en torno a 6.000 millones de euros. El origen de los recursos procede básicamente de dos fuentes: fondos captados en su incorporación al mercado mediante ofertas públicas de venta (OPV) y fondos captados con posterioridad en sucesivas ampliaciones de capital. Las ofertas públicas de venta suelen ser bajo el formato de oferta pública de suscripción (OPS) o, al menos, contar con un tramo de este tipo, en el que los emisores ofertan acciones nuevas como entrada para cotizar en bolsa. Por tanto, implican una ampliación de capital y una forma de captación de nuevos recursos para la sociedad. En el caso de BME Growth, las ampliaciones de capital posteriores suelen ser relevantes en número, aunque no tanto respecto del capital captado por operación, puesto que las empresas las utilizan de forma recurrente para financiar su expansión.

Recursos captados en BME Growth (2009-2021)

GRÁFICO 7



Fuente: Estimación propia y BME. Datos anuales en millones de euros.

El importe de los recursos captados ha ido creciendo progresivamente desde la creación del mercado (véase gráfico 7) hasta alcanzar sus niveles más elevados entre los años 2017 y 2019, coincidiendo con la incorporación al mercado de un número elevado de SOCIMI que atrajeron gran parte de la financiación. Posteriormente, el

42 La capitalización de las sociedades en expansión se situaba al cierre de agosto de 2022 en torno a 5.000 millones de euros, frente a los casi 15.000 millones de euros que capitalizaban las SOCIMI.

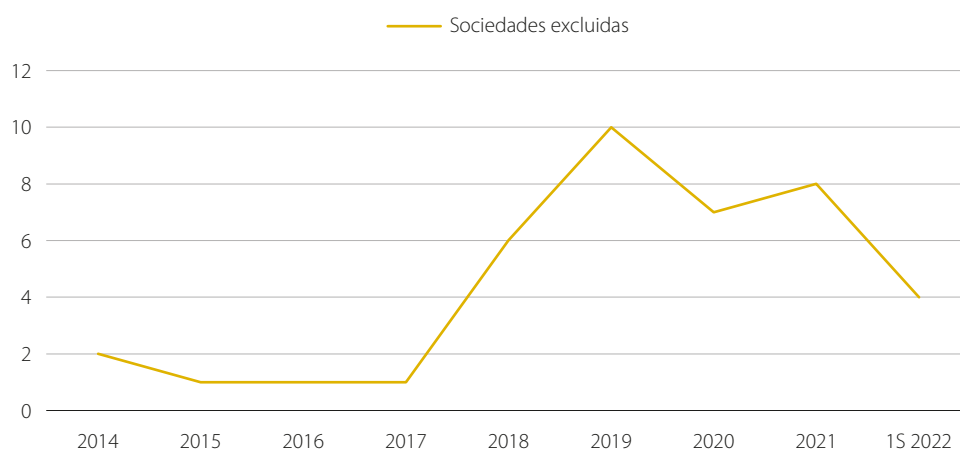
ritmo de captación de recursos se ha ido moderando, redistribuyéndose de modo más equilibrado entre las empresas en expansión y las SOCIMI.

3.4.4 Sociedades excluidas del mercado

Aunque un número limitado de empresas ha conseguido con éxito el acceso al mercado regulado desde BME Growth como premio a su crecimiento⁴³, un conjunto notable de compañías ha tenido dificultades (problemas con la auditoría, reformulación de cuentas, procedimientos concursales, etc.), lo que ha provocado su suspensión y su salida del mercado. Así, la mayoría de las sociedades que han abandonado el mercado en los últimos años (véase gráfico 8) lo ha hecho como consecuencia de problemas financieros o un procedimiento concursal, y solo un número reducido ha tenido su origen en operaciones corporativas o por exclusión para incorporarse al mercado continuo. Estas tendencias son similares a las observadas en otros mercados alternativos como, por ejemplo, los radicados en el Reino Unido o en Francia.

Sociedades excluidas de BME Growth (2014-1S 2022)

GRÁFICO 8



Fuente: Estimación propia y BME. Datos anuales en millones de euros.

Aunque la información disponible es limitada, los resultados obtenidos por la literatura académica parecen mostrar que el rendimiento a largo plazo de las compañías que salen a bolsa en este tipo de mercados alternativos se sitúa por debajo del obtenido por aquellas que lo hacen en los grandes mercados tradicionales (véase, por ejemplo, Vismara, Paleari y Ritter, 2012). Además, apuntan a que es más probable que las empresas cotizadas en mercados alternativos acaben excluidas del mercado o sean adquiridas por otra compañía, si bien señalan que estos mercados han tenido éxito en facilitar a las pequeñas empresas la oportunidad de captar capital.

43 MásMóvil lo hizo en 2017, tras su incorporación al MAB en 2012, como Ibercom; Grenergy Renovables en 2019, tras su incorporación al mercado en 2015, y Atrys Health en 2022, tras incorporarse en 2016. En la actualidad la empresa de energías renovables EidF estaría preparando su salto al mercado continuo tras haber superado los 1.000 millones de capitalización.

3.5 Rendimiento y volatilidad de BME Growth

Los determinantes de la evolución de las compañías tanto de los mercados tradicionales como de los alternativos son múltiples y de diferente naturaleza. Existen condicionantes similares como los de tipo macroeconómico y, en gran medida, muchos de carácter microeconómico, pero hay un tercer grupo de elementos diferenciales que tienen que ver con las características de los mercados, fundamentalmente con los requisitos para poder cotizar, el modelo de contratación y las menores exigencias de difusión de información.

En este epígrafe se describe la evolución de la rentabilidad y la volatilidad de los dos índices de rendimiento representativos de BME Growth, el Ibex Growth Market 15 y el Ibex Growth Market All Share⁴⁴, desde su lanzamiento en junio de 2017 hasta la actualidad, estableciendo una comparación respecto al índice de las principales compañías cotizadas en el mercado continuo, el Ibex 35. Esta comparativa no permite extraer conclusiones de largo plazo respecto a la evolución de las empresas de ambos mercados por tratarse de un periodo de tiempo reducido, pero sí proporciona algunas evidencias interesantes.

El cuadro 1 presenta los parámetros de la evolución de los tres índices en términos de rendimiento y volatilidad para el periodo comprendido entre el segundo semestre de 2017 y el primero de 2022. Los resultados muestran que el rendimiento de los mercados alternativos ha sido mayor en casi todos los periodos analizados⁴⁵ (véase gráfico 9), si bien se observan diferencias entre el índice de los 15 valores más líquidos y el de carácter más amplio. El primero muestra una mayor volatilidad en sus rendimientos y mayor rentabilidad a largo plazo, mientras que el segundo presenta un carácter más estable. Asimismo, en términos de volatilidad, el índice Ibex Growth Market 15 muestra un comportamiento relativamente similar al del Ibex 35, mientras que el índice Ibex Growth Market⁴⁶ vuelve a poner de manifiesto su comportamiento más estable y su carácter defensivo. Por otro lado, el mercado alternativo español presenta una baja correlación con el índice Ibex 35, como lo reflejan las betas de 0,31 y 0,43 de sus dos índices representativos, lo que lo convierte en un excelente activo que tener en cuenta para la gestión de carteras debido a su carácter defensivo, que facilita la diversificación.

44 El primero incluye los 15 valores más líquidos de BME Growth ponderados por capitalización, mientras que el segundo, de carácter más amplio, se compone de todos los valores cotizados en este segmento, salvo aquellas compañías cuyo objeto social sea la tenencia de activos de naturaleza urbana para su arrendamiento o acciones o participaciones de capital de otras SOCIMI.

45 Una parte de este exceso de rendimiento podría atribuirse a la menor retribución al accionista de las empresas que forman parte de BME Growth vía reparto de dividendos, que habría de ser compensada a futuro mediante una mayor revalorización de los precios de las acciones. Estas empresas suelen reinvertir gran parte de sus beneficios en lugar de distribuirlos a sus accionistas como dividendos, lo que les permite crecer y generar mayor valor en el futuro.

46 La volatilidad de los índices de BME Growth podría estar sesgada a la baja por la reducida liquidez de los valores que forman parte de estos, especialmente del Ibex Growth Market All Share, que incluye los valores menos líquidos de este mercado.

Parámetros de comportamiento de los índices

CUADRO 1

	Ibex 35	Ibex Growth Market All Share	Ibex Growth Market 15
Rentabilidad 2S 2017	-3,8	0,7	0,9
Volatilidad 2S 2017	13,14	10,22	15,06
Rentabilidad 2018	-15,0	-13,9	-16,8
Volatilidad 2018	12,94	13,87	18,28
Rentabilidad 2019	11,8	37,7	65,4
Volatilidad 2019	12,51	11,66	16,74
Rentabilidad 2020	-15,5	39,6	54,1
Volatilidad 2020	28,67	19,66	27,66
Rentabilidad 2021	7,9	10,6	5,2
Volatilidad 2021	16,00	10,87	12,56
Rentabilidad 1S 2022	-7,1	-1,6	-4,1
Volatilidad 1S 2022	21,15	13,95	18,76
Rentabilidad 2S 2017-1S 2022	-22,5	81,2	115,5
Volatilidad 2S 2017-1S 2022	17,46	13,63	18,44
Beta con Ibex 35		0,31	0,43

Fuente: Bloomberg y estimación propia. Datos de rendimiento y volatilidad en porcentaje.

Evolución de los índices BME Growth e Ibex 35 (2S 2017-1S 2022)

GRÁFICO 9



Fuente: Bloomberg y estimación propia.

4 Características de las sociedades cotizadas en BME Growth

Con el objetivo de conocer mejor las particularidades del mercado y el perfil de las sociedades cotizadas, se presentan en esta sección las características de las empresas que formaban parte de este a finales de agosto de 2022. Para ello se ha utilizado información cuantitativa y cualitativa de las 52 empresas en expansión y 80 SOCIMI listadas en el mercado (véase anexo I) disponible en las páginas web del mercado y de las propias empresas, así como en los documentos informativos de incorporación al mercado de valores y en los informes financieros anuales y de auditoría de las diferentes sociedades.

Dado que el mercado incluye dos categorías de empresas —empresas en expansión y SOCIMI— con unas características y particularidades muy diferentes, su análisis se va a realizar separadamente para cada tipo de empresa teniendo en cuenta distintas variables específicas de estas: tamaño, capitalización, edad, antigüedad en bolsa, tiempo desde su creación hasta salir a cotizar en el mercado, sector de actividad, actividad internacional, domicilio social y modalidad de contratación, así como tipología de los activos en cartera en el caso de las SOCIMI.

4.1 Tamaño

El análisis del tamaño de la compañía se ha realizado teniendo en cuenta dos variables: el número de empleados y su cifra de negocios anual, según 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, que a su vez distingue tres tamaños de empresa:

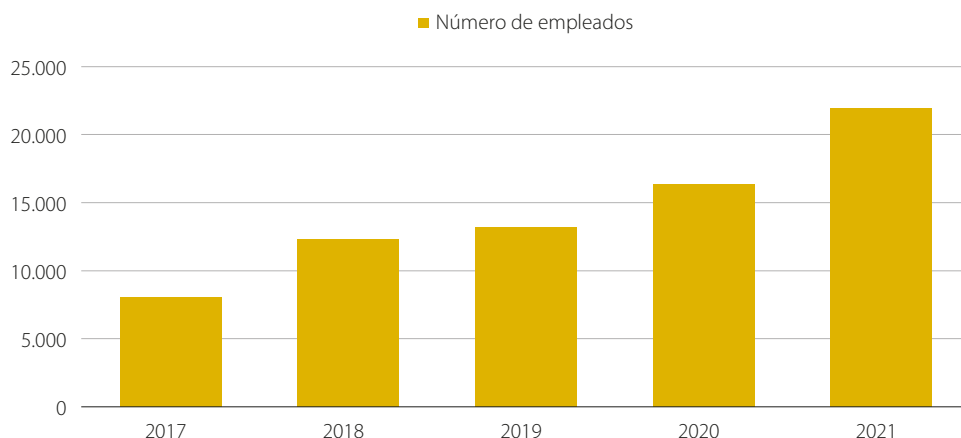
- i) Mediana: si tiene menos de 250 empleados y su volumen de negocio anual no excede de 50 millones o el tamaño de su balance no supera los 43 millones de euros.
- ii) Pequeña: si tiene menos de 50 empleados y un volumen de negocio o tamaño de balance inferior a los 10 millones de euros anuales.
- iii)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

Empresas en expansión

Considerando el número de empleados, los datos muestran que el número agregado de empleados directos de este tipo de sociedades ha crecido de forma sostenida en los últimos años, tanto por la incorporación de nuevas sociedades al mercado como por el propio crecimiento de las compañías. Así, a finales de 2021 alcanzaban casi 22.000 empleos directos, casi el triple que apenas 4 años antes (véase gráfico 10). El cuadro 2 y el gráfico 11 muestran la distribución del tamaño de las empresas en términos individuales reflejando sus características específicas.

Empleo directo en BME Growth (2017-2021)

GRÁFICO 10



Fuente: BME. Datos anuales en número de empleados.

Clasificación de las empresas en función del n.º de empleados

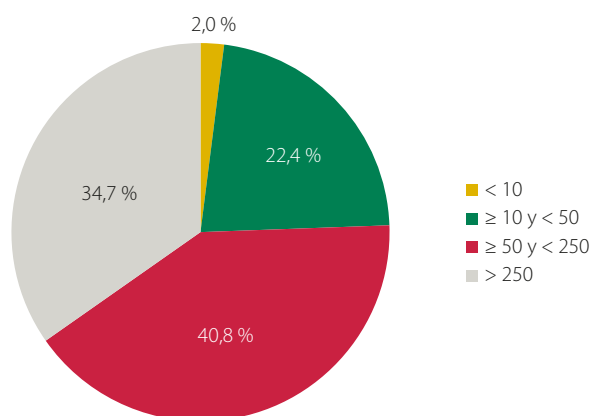
CUADRO 2

N.º medio de empleados	N.º de empresas	Porcentaje
< 10	1	2,0
≥ 10 y < 50	11	22,4
≥ 50 y < 250	20	40,8
> 250	17	34,7
Total	49	100,0

Fuente: Estimación propia. Nota: no se dispone de datos para tres sociedades. Datos de 2021.

Clasificación de las empresas de BME Growth por n.º de empleados

GRÁFICO 11



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

Los resultados muestran que hay tres grupos de empresas bien definidas en el mercado. Algo más de la quinta parte de las sociedades listadas (11) son pequeñas empresas⁴⁷,

⁴⁷ Existe una sociedad, Domo Activos, que entraría en la categoría de microempresa al tener menos de 10 empleados, pero tiene externalizada su gestión en manos de una empresa gestora.

más del 40 % de las empresas (20) son medianas empresas y casi el 35 % (17) quedarían fuera de la definición establecida por la normativa europea para ser consideradas pymes.

Atendiendo a su cifra de negocios anual, como reflejan el cuadro 3 y el gráfico 12, cerca del 30 % de las empresas (14) se pueden considerar medianas y poco más de un tercio (18) entrarían en la categoría de pequeñas, si bien 7 de estas últimas podrían considerarse microempresas al no alcanzar una facturación mínima anual de 2 millones de euros. Asimismo, 17 sociedades (el 34,7 %) volverían a quedar de nuevo por encima de la definición establecida para ser consideradas pymes. Por otro lado, en términos agregados su facturación se ha duplicado ampliamente en los últimos 4 años hasta superar más de 3.600 millones de euros (véase gráfico 13).

Clasificación de las empresas en función de cifra de negocios anual

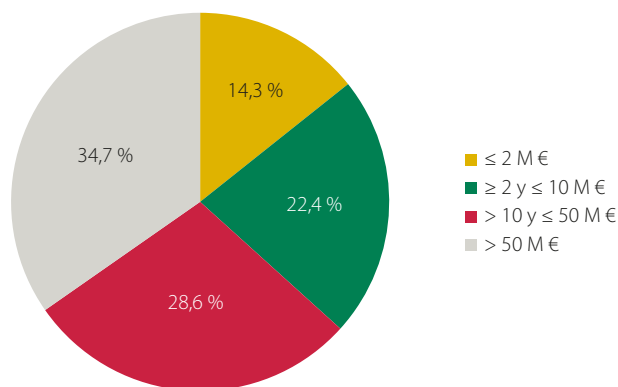
CUADRO 3

Cifra de negocios anual (millones de euros)	N.º de empresas	Porcentaje
≤ 2 M €	7	14,3
≥ 2 y ≤ 10 M €	11	22,4
> 10 y ≤ 50 M €	14	28,6
> 50 M €	17	34,7
Total	49	100,0

Fuente: Estimación propia. Nota: no se dispone de datos para tres sociedades. Datos de 2021.

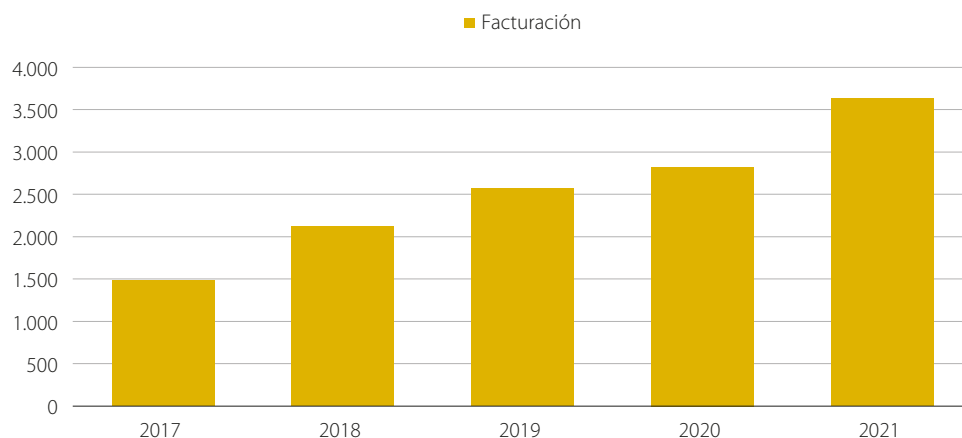
Clasificación de las empresas de BME Growth por cifra de negocio anual

GRÁFICO 12



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

Por tanto, atendiendo al número de empleados y a la cifra de negocios, se puede concluir que apenas un tercio de las empresas presentes en el mercado pueden considerarse pequeñas y que los dos tercios restantes son medianas y grandes, lo cual es razonable puesto que, a pesar de las facilidades de BME Growth para cotizar, es necesario cierto tamaño y un importante nivel de profesionalización en las sociedades para acceder al mercado de forma satisfactoria.



Fuente: BME. Datos anuales en millones de euros.

SOCIMI

En el caso de las SOCIMI, los datos muestran que el número de empleados no es una variable relevante, porque la mayor parte de ellas carecen de empleados⁴⁸ o cuentan con un número muy reducido al tener externalizada la gestión en manos de sociedades gestoras.

En lo que respecta a su cifra de negocios anual, como refleja el cuadro 4, existe una gran dispersión en los volúmenes de ingresos de las distintas SOCIMI en función del tamaño de su balance, la cantidad de activos en este y el tipo de activos. Estableciendo un criterio subjetivo que considera pequeñas aquellas sociedades con una cifra de negocio inferior a 5 millones de euros, medianas aquellas cuyos ingresos se sitúan entre 5 y 25 millones, grandes a las que obtienen unos ingresos entre 25 y 75 millones de euros y muy grandes al resto, cabe señalar que casi dos tercios de todas las SOCIMI pueden considerarse pequeñas; la quinta parte del total, medianas, y solo un número de sociedades (en torno al 10 %) se pueden denominar grandes o muy grandes.

Clasificación de las SOCIMI en función de la cifra de ingresos anual

CUADRO 4

Cifra de ingresos anual (millones de euros)	N.º de SOCIMI	Porcentaje
≤ 5 M €	52	65,0
≥ 5 y ≤ 25 M €	20	25,0
> 25 y ≤ 75 M €	5	6,2
> 75 M €	3	3,7
Total	80	100,0

Fuente: Estimación propia.

48 Únicamente 12 de las 80 SOCIMI existentes en la actualidad cuentan con 10 o más empleados.

4.2 Capitalización

El análisis de la capitalización de las compañías también contribuye, en cierta medida, a dar una idea de su tamaño, si bien es cierto que en el caso de empresas de sectores tecnológicos o con elevadas perspectivas de crecimiento su valor de mercado no depende tanto de su tamaño o cifra de negocios actual, sino de las perspectivas de estas variables en el futuro.

Empresas en expansión

El cuadro 5 y el gráfico 14 recogen la distribución de las empresas en términos de capitalización y muestran que más del 90 % de estas tiene una capitalización inferior a 200 millones de euros, tal y como define MiFID II para las pymes. Aproximadamente la tercera parte de las sociedades en el mercado tiene una capitalización inferior a 25 millones de euros —3 sociedades capitalizan incluso menos de 5 millones de euros—, algo más de otro tercio capitaliza entre 25 y 100 millones de euros y solo el resto supera esta cifra, si bien existen 2 empresas cuya valoración alcanza valores próximos a 800 y 1.100 millones de euros⁴⁹, por lo que atendiendo exclusivamente a esta variable podrían integrarse en el mercado continuo. De hecho, se da la circunstancia de que en la actualidad numerosas sociedades cotizadas en el mercado continuo⁵⁰ muestran niveles de capitalización inferiores a los que alcanzan algunas de las sociedades cotizadas en BME Growth. En este sentido, hay que señalar que en otros mercados como la bolsa de Londres es común el trasvase de valores desde el mercado alternativo al mercado principal y viceversa.

Distribución de las empresas en expansión por capitalización bursátil CUADRO 5

Valor de mercado / capitalización (millones de euros)	N.º de empresas	Porcentaje
≤ 5 M €	3	5,8
≥ 5 y ≤ 10 M €	7	13,5
> 10 y ≤ 25 M €	8	15,4
> 25 y ≤ 50 M €	15	28,8
> 50 y ≤ 100 M €	4	7,7
> 100 y ≤ 200 M €	10	19,2
> 200 y ≤ 500 M €	3	5,8
> 500 M €	2	3,8
Total	52	100,0

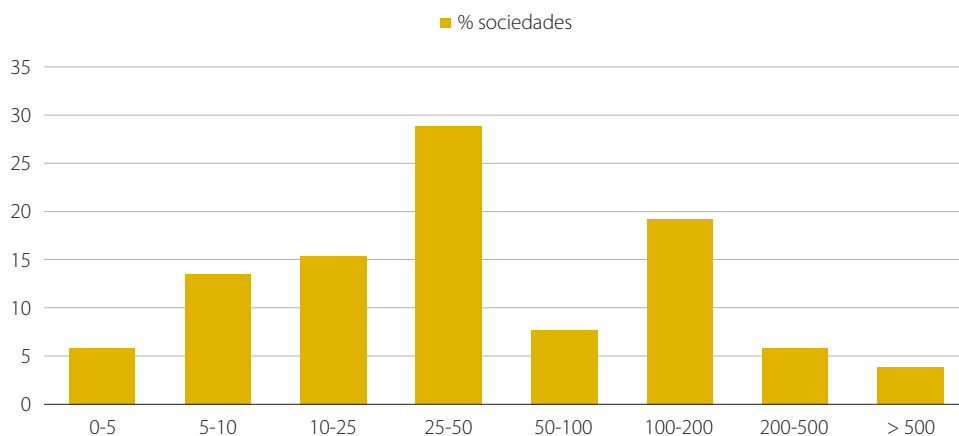
Fuente: Estimación propia. Nota: capitalización bursátil a finales de agosto de 2022.

49 Al cierre de agosto de 2022, Proeduca Altus y EiDF (Energía, Innovación y Desarrollo Fotovoltaico) capitalizaban 799 y 1.097 millones de euros, respectivamente.

50 En la misma fecha de las estimaciones (finales de agosto de 2022) más de 30 empresas listadas en el mercado continuo alcanzaban una capitalización inferior a 200 millones de euros.

Distribución de sociedades por capitalización en BME Growth

GRÁFICO 14



Fuente: Estimación propia. Datos del tamaño de las sociedades expresados en capitalización en millones de euros.

SOCIMI

En el caso de las SOCIMI, como reflejan el cuadro 6 y el gráfico 15, se observa que más del 60 % tiene una capitalización inferior a 100 millones de euros, lo que refleja cierta atomización del sector. De hecho, casi una cuarta parte de las sociedades tiene una capitalización inferior a 25 millones de euros, lo que muestra el atractivo de este mercado para las sociedades propietarias de activos inmobiliarios que, bajo el paraguas de una SOCIMI, se convierten en un vehículo atractivo para cualquier inversor desde el punto de vista fiscal. Asimismo, los resultados reflejan cierta dispersión en el tamaño de las sociedades, dado que únicamente 10 de estas (menos del 15 %) se pueden considerar grandes o muy grandes, al contar con una capitalización superior a 500 millones de euros (2 de ellas capitalizan más de 1.000 millones de euros⁵¹).

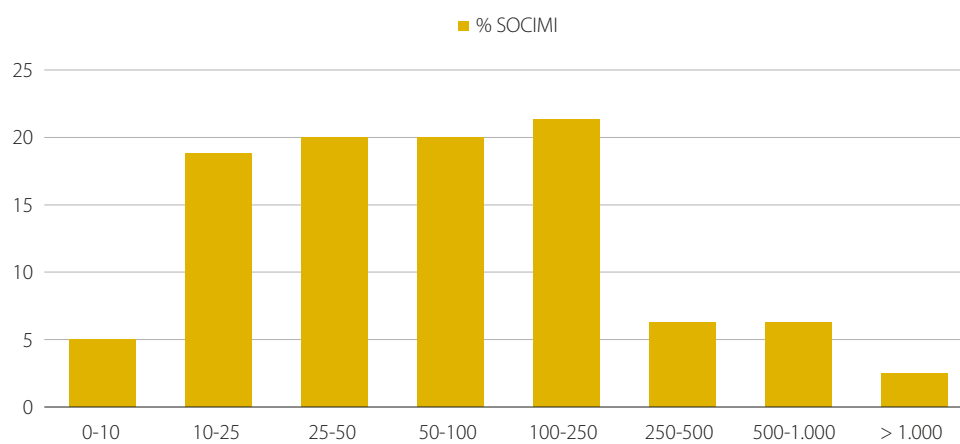
Distribución de las SOCIMI por capitalización bursátil

CUADRO 6

Valor de mercado / capitalización (millones de euros)	N.º de empresas	Porcentaje
≤ 10 M €	4	5,0
≥ 10 y ≤ 25 M €	15	18,8
> 25 y ≤ 50 M €	16	20,0
> 50 y ≤ 100 M €	16	20,0
> 100 y ≤ 250 M €	17	21,3
> 250 y ≤ 500 M €	5	6,3
> 500 y ≤ 1.000 M €	5	6,3
> 1.000 M €	2	2,5
Total	80	100,0

Fuente: Estimación propia. Nota: capitalización bursátil a finales de agosto de 2022.

51 Al cierre de agosto de 2022, GMP Property, SOCIMI, y General de Galerías Comerciales, SOCIMI, capitalizaban 1.071 y 3.666 millones de euros, respectivamente.



Fuente: Estimación propia. Datos de capitalización en millones de euros.

4.3 Edad, antigüedad en bolsa y plazo hasta cotización

El análisis de la edad de las empresas, así como el plazo en el que se incorporan al mercado desde su creación, proporciona una idea del tipo de compañías que se incorporan a BME Growth. Las empresas más jóvenes, con una edad inferior a 10 años, habitualmente se encuentran en fase de expansión, por lo que necesitan recursos para financiar su crecimiento, mientras que las más maduras suelen encontrarse en una fase de consolidación. Por el contrario, las sociedades de mayor edad suelen contar con otro tipo de incentivos para salir al mercado como dar liquidez a sus antiguos accionistas o ampliar su base de inversores.

Empresas en expansión

El cuadro 7 clasifica las empresas en función de su edad desde su creación, la edad de acceso a BME Growth y el tiempo de permanencia en este. Los resultados muestran que en torno a la mitad de las sociedades presentes en el mercado tienen una antigüedad inferior a 15 años, existiendo incluso un pequeño grupo de empresas que se han creado en los últimos 5 años. Asimismo, en torno a la mitad de las compañías acceden al mercado cuando son jóvenes, es decir, en los primeros 10 años desde su creación.

Por otro lado, casi una quinta parte de las empresas presentes en el mercado tiene una antigüedad de más de 25 años (3 de ellas más de 50 años) y muchas accedieron al mercado cuando ya tenían al menos esta edad. Esto pone de manifiesto que al mercado no solo acuden empresas en crecimiento, como sería previsible, sino también sociedades consolidadas que buscan aprovechar las oportunidades que este ofrece (obtener financiación para nuevos proyectos, mejorar su proyección e imagen de marca...) o dar liquidez a los actuales accionistas.

Distribución de las empresas en expansión por antigüedad

CUADRO 7

Periodo (años)	Edad desde creación.	Edad acceso a BME G.	Años en BME G.
	N.º de empresas	N.º de empresas	N.º de empresas
≤ 3	2	6	21
≥ 3 y ≤ 5	3	8	8
> 5 y ≤ 10	7	10	15
> 10 y ≤ 15	14	13	8
> 15 y ≤ 25	16	9	–
> 25 y ≤ 50	7	4	–
> 50	3	2	–
Total	52	52	52

Fuente: Estimación propia. Nota: estimación con fecha de finales de agosto de 2022.

SOCIMI

Al contrario que en el caso de las empresas en expansión, en las SOCIMI hay un equilibrio numérico entre empresas jóvenes y maduras. El cuadro 8 muestra como más del 75 % de las SOCIMI son empresas jóvenes creadas en la última década al amparo de la Ley 11/2009, de 26 octubre, modificada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, que otorga a este tipo de sociedades ciertas ventajas de carácter fiscal. Además, la mayor parte de estas sociedades han accedido al mercado en los últimos años puesto que se crearon específicamente para ello, ya que es condición imprescindible que las sociedades estén cotizadas para beneficiarse de las ventajas fiscales que otorga la regulación.

Por otro lado, un reducido número de SOCIMI (en torno al 10 %) son sociedades muy maduras (con más de 25 años de antigüedad) que históricamente se dedicaban a esta actividad y que han transformado su estructura societaria para aprovechar las ventajas del cambio regulatorio.

Distribución de las SOCIMI por antigüedad

CUADRO 8

Periodo (años)	Edad desde creación	Edad acceso a BME G.	Años en BME G.
	(n.º de empresas)	(n.º de empresas)	(n.º de empresas)
≤ 3	4	48	20
≥ 3 y ≤ 5	13	10	35
> 5 y ≤ 10	46	10	25
> 10 y ≤ 15	3	–	–
> 15 y ≤ 25	6	6	–
> 25 y ≤ 50	7	5	–
> 50	1	1	–
Total	80	80	80

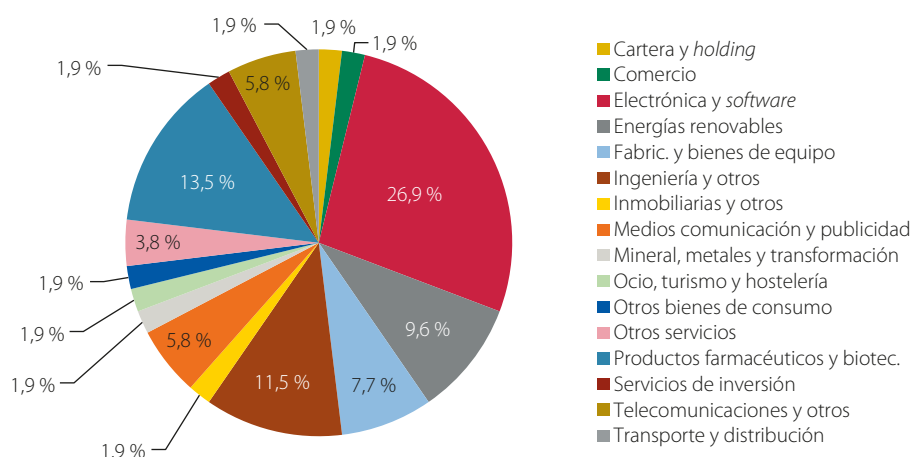
Fuente: Estimación propia. Estimación con fecha de finales de agosto de 2022.

4.4 Sector y actividad internacional

El análisis de las empresas incorporadas al mercado por sector permite saber qué tipo de empresas o sectores están más interesados en aprovechar las ventajas que otorga el mercado. El gráfico 16 muestra los 16 sectores económicos presentes en el mercado y refleja aquellos más importantes por número de empresas incorporadas, destacando el sector de la electrónica y (tecnología), así como los de farmacia y biotecnología, ingeniería y energías renovables. Todos ellos presentan un gran atractivo para los inversores por su dinamismo y perspectivas de crecimiento, pero a su vez son los que necesitan más recursos para financiar sus planes de expansión.

Clasificación sectorial de las empresas en expansión de BME Growth

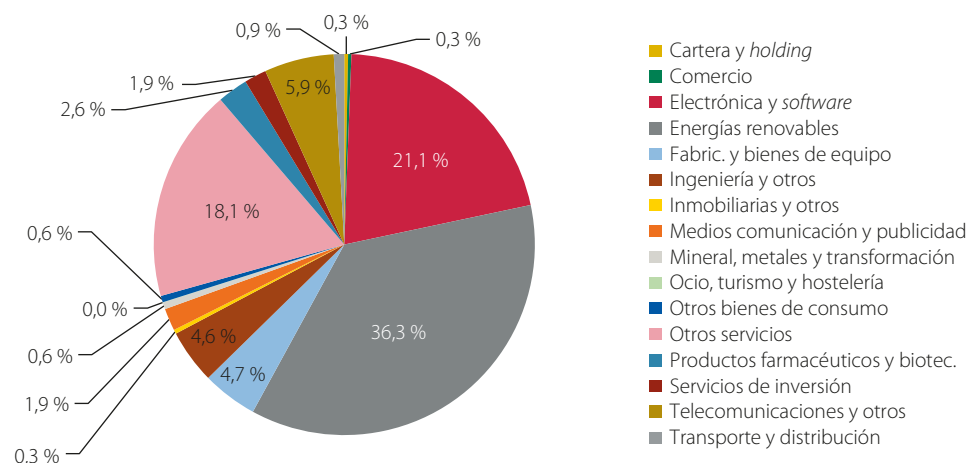
GRÁFICO 16



Fuente: Estimación propia.

Asimismo, el gráfico 17 muestra la clasificación sectorial ponderada por la capitalización de cada uno de los sectores, que revela cambios significativos respecto al gráfico anterior. En términos de valor, el sector con mayor ponderación es el de las energías renovables —representa más de un tercio del valor del mercado—, lo que pone de manifiesto el buen momento del sector y el interés de los inversores por este tipo de compañías. Asimismo, vuelve a sobresalir el peso del sector de la electrónica y el *software*, que junto con el anterior se caracteriza por su dinamismo, pero también por la necesidad de cuantiosas inversiones en forma de capital, por lo que acudir al mercado puede ser una excelente alternativa para financiar su crecimiento. Por otro lado, destaca por valor de mercado el sector de otros servicios debido a la presencia de la compañía Proeduca Altus, que cuenta con el interés de los inversores por las compañías del sector de la formación⁵².

52 En los últimos años han tenido lugar diversas operaciones corporativas en el sector de la formación por importes relevantes.



Fuente: Estimación propia.

En lo que respecta a la actividad internacional de las empresas, casi el 75 % de las compañías en expansión declara algún tipo de actividad internacional, siendo muy relevante para muchas de ellas la presencia y las actividades en Europa y Latinoamérica, lo que nuevamente pone de manifiesto su dinamismo y la necesidad de captar recursos para poder crecer. Por el contrario, casi todas las SOCIMI concentran su actividad en España y apenas un 10 % del total presenta algún tipo de actividad internacional o activos en el exterior.

4.5 Otras características

En cuanto al domicilio social de las compañías incorporadas al mercado, la Comunidad de Madrid, Cataluña, Galicia y la Comunidad Valenciana son, por este orden, las regiones que más empresas en expansión aportan al mercado⁵³, mientras que en el caso de las SOCIMI más del 80 % están localizadas en la Comunidad de Madrid⁵⁴.

A pesar de que la introducción de incentivos fiscales en principio favorece la inversión en acciones de pymes, en España solo tres regiones (Aragón, Galicia y Madrid) han establecido algún tipo de beneficio fiscal para los inversores que invierten en acciones de empresas cotizadas en BME Growth, mientras que no existen incentivos fiscales para los emisores de valores (excepto las SOCIMI).

La distribución geográfica del domicilio social de las sociedades no se corresponde con la contribución al PIB nacional de cada una de las regiones en las que están localizadas, aunque es cierto que las empresas de los sectores más dinámicos —como la tecnología, la farmacia o la ingeniería— tienden a coincidir en las áreas que concentran la mayor

53 Con 16, 9, 6 y 5 sociedades, respectivamente. Andalucía y País Vasco tienen domiciliadas cuatro sociedades cada una, mientras que Asturias cuenta con dos. Aragón, Baleares, Extremadura, Canarias, Murcia y La Rioja tienen domiciliada una única sociedad y el mercado cuenta con una única empresa extranjera localizada en Bulgaria.

54 Madrid cuenta con 67 SOCIMI domiciliadas, 12 Cataluña y 1 la Comunidad Valenciana.

actividad económica del país. Cabe destacar el peso de las empresas localizadas en Galicia, que está muy por encima de la proporción del PIB de la región en el conjunto del país.

Por otro lado, en lo que respecta al modelo de contratación, solo 27 de las 52 empresas en expansión contratan (únicamente 1 de las 80 SOCIMI lo hace) bajo el modelo general de mercado continuo dirigido por órdenes, mientras que el resto lo hace bajo la modalidad de precios únicos o *fixing*, lo que pone de manifiesto la estrechez del mercado secundario. A pesar de la existencia de proveedores de liquidez, esta circunstancia es especialmente relevante porque afecta a la liquidez de los valores, que tiende a ser más reducida bajo esta última modalidad.

Finalmente, en el caso de las SOCIMI, atendiendo a la tipología de los activos en cartera, cabe señalar que la mayor parte se dedica al alquiler inmobiliario de viviendas, oficinas y locales comerciales, bien con un enfoque específico o multiactivo. Asimismo, destaca el número creciente de SOCIMI especializadas en otros activos como los logísticos, los hoteles o las residencias de estudiantes y de la tercera edad, así como los apartamentos turísticos, con un enfoque centrado en un único tipo de activo en cartera.

5 Conclusiones

Este artículo repasa las características de los mercados alternativos para empresas en crecimiento, analizando en detalle las particularidades y la evolución del mercado español BME Growth, así como de las empresas que lo componen.

La principal característica de estos mercados, que se hace extensiva al mercado español, es que permite a las pymes acceder a los mercados de valores y beneficiarse de las ventajas que estos ofrecen. La principal es el acceso a la financiación, pero también otras como la dotación de liquidez a los valores de la compañía o el aumento de su visibilidad. La cuestión del acceso a la financiación a través de los mercados es especialmente relevante para las pymes, porque les abre un abanico de posibilidades para desarrollar sus proyectos de crecimiento e internacionalización, lo que las vuelve menos dependientes del crédito bancario y, por tanto, menos vulnerables ante situaciones de crisis. El acceso a los mercados permite a las empresas obtener recursos en forma de capital y fortalecer sus balances, pero también en forma de deuda, por lo que el desarrollo de mercados como BME Growth o el MARF se convierte en una herramienta básica para facilitar mecanismos de financiación específicos para las pymes.

Para que las empresas de menor tamaño puedan incorporarse a los mercados y beneficiarse de sus ventajas, es preciso que exista una regulación más flexible que la de los mercados tradicionales, que permita reducir los costes y establecer unos procesos de acceso más sencillos. En este sentido, es destacable el trabajo realizado por la Unión Europea con la introducción de la figura de *SME Growth Market*, que simplifica la regulación exigida y que, a su vez, homogeneiza los estándares de calidad y transparencia exigidos para impulsar su desarrollo. En la actualidad gran parte de los mercados de valores europeos cuentan con un mercado alternativo o, al menos,

han desarrollado un segmento específico de este tipo para impulsar el acceso de las pymes a sus mercados. La existencia de estos mercados también reduce significativamente los costes de las compañías que, habiendo alcanzado un segundo estadio, consideran el salto al mercado regulado.

En el caso español, desde la creación del MAB en 2008 hasta el actual BME Growth, el mercado ha pasado por distintas etapas hasta llegar al periodo de expansión en el que se encuentra en la actualidad. No hay duda de que el mercado se ha convertido en una fuente de financiación y recursos relevante para un importante número de empresas, al permitirles llevar a cabo sus proyectos de crecimiento. En este sentido, es destacable el éxito del mercado para atraer a compañías de los sectores más dinámicos e innovadores como la tecnología, la farmacia o las energías renovables, así como a las SOCIMI por sus ventajas fiscales. Sería deseable que en el futuro hubiera representación de sociedades de otros sectores como el turismo, los servicios o la industria, que tienen un peso relevante en la economía nacional.

Entre los elementos que presentan posibilidades de mejora destaca el de la liquidez, puesto que habitualmente se trata de mercados secundarios, en general, bastante estrechos, una característica que desincentiva el interés de los inversores. También se observa un menor seguimiento de los valores cotizados en estos mercados por parte de los analistas con respecto al de los valores de los mercados tradicionales, lo que a su vez reduce la transparencia⁵⁵ y, por tanto, la demanda de este tipo de valores.

En cuanto a las perspectivas del mercado, es evidente que, teniendo en cuenta el tamaño de la economía española y el elevado número de pymes presentes en nuestro país, queda un importante camino por recorrer para que este se siga desarrollando. Así lo demuestra la experiencia de otros mercados alternativos europeos como el británico o los de los países nórdicos, con la presencia de un elevado número de empresas medianas y pequeñas de todo tipo de sectores. Para ello es necesario favorecer el interés de los emisores del mercado, por ejemplo, introduciendo incentivos fiscales que resulten convenientes. También podría considerarse la adopción de medidas que reactiven la inversión, sobre todo institucional, que es muy reducida en la actualidad. Asimismo, hay que tener en cuenta la competencia de otras modalidades de financiación en el mercado como los fondos de capital privado o *private equity* e, incluso, del propio MARF, pues ofertan recursos en forma de capital y de deuda y requieren menor transparencia, por lo que pueden llegar a facilitar recursos a un coste menor.

Referencias bibliográficas

Álvarez Otero, S. (2021). «Cómo hacer las bolsas más atractivas para las empresas». *BME Growth*, enero, pp. 1-27.

Cano, D. (2008). «El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español». *Análisis Financiero Internacional*, n.º 132, pp. 21-29.

55 Con el objetivo de mejorar la transparencia y la difusión de la información es destacable el esfuerzo del gestor del mercado por promover un análisis independiente a través de su proyecto Análisis Lighthouse.

Cazorla Prieto, L.M. (2016). *Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de financiación empresarial en España*. Universidad Complutense, Documento de Trabajo n.º 2016/98.

Giralt Serra, A. y González Nieto-Márquez, J. (2015). «El mercado alternativo bursátil (MAB). Evolución y perspectivas». *Papeles de Economía Española*, n.º 146, pp. 78-89.

Palacín Sánchez, M.J. y Jara Corrales, M.E. (2012). «El mercado alternativo bursátil en España: una valoración». *Cuadernos de Economía*, n.º 35, pp. 77-88.

Palacín Sánchez, M.J. y Pérez López, C. (2016). «Los mercados alternativos bursátiles: una perspectiva regulatoria». *Cuadernos de Economía*, n.º 39, pp. 1-11.

Palacín Sánchez, M.J. y Pérez López, C. (2016). «La regulación de los mercados alternativos: ¿clave de éxito?». *Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, 1.º trimestre, pp. 2-13.

Vismara, S., Paleari, S. y Ritter, R. (2012). «Europe's Second Markets for Small Companies». *European Financial Management*, n.º vol. 18, 3, pp. 352-388.

Anexo I Sociedades que forman parte de BME Growth

Empresas en expansión

1NKEMIA	GRÍÑO ECOLOGIC
AETERNAL MENTIS	HANNUN
AGILE CONTENT	HOLALUZ
AKILES CORPORATION	IFFE FUTURA
ALQUIBER QUALITY	INCLAM GRUPO
ALTIA CONSULTORES	INTERCITY C.F.
ARTECHE	IZERTIS
AXON PARTNERS GROUP	KOMPUESTOS
BIOTECHNOLOGY ASSETS	LABIANA
CATENON	LLEIDA.NET
CLERHP ESTRUCTURAS	LLYC (LLORENTE Y CUENCA)
CLEVER GLOBAL	MAKING SCIENCE
COMMCENTER	MEDCOM TECH
DOMO ACTIVOS	MIOGROUP
ECG	MONDO TV STUDIOS
EiDF	NBI BEARINGS EUROPE
ELZINC (ASTURIANA DE LAMINADOS)	NETEX KNOWLEDGE FACTORY
ENDURANCE MOTIVE	PANGAEA ONCOLOGY
ENERSIDE ENERGY	PARLEM TELECOM
EUROESPES HEALTH	PROEDUCA ALTUS
FACEPHI BIOMETRIA	ROBOT
GIGAS HOSTING	SECUOYA
	SINGULAR

SOLARPROFIT
SOLUCIONES CUATROCHENTA
SUBSTRATE ARTIFICIAL
INTELLIGENCE

TECHNOMECA AEROSPACE
TIER₁ TECHNOLOGY
UMBRELLA SOLAR INVESTMENT
VYTRUS BIOTECH

SOCIMI

ADRIANO CARE SOCIMI
ADVERO PROPERTIES SOCIMI
ALBIRANA PROPERTIES SOCIMI
ALL IRON RE I SOCIMI
AM LOCALES PROPERTY SOCIMI
AP67 SOCIMI
ARRIENDA RENTAL PROPERTIES
SOCIMI
ATOM HOTELES SOCIMI
AZARIA RENTAL SOCIMI
BARCINO PROPERTY SOCIMI
CASTELLANA PROPERTIES SOCIMI
CORPFIN CAPITAL PRIME RETAIL II
SOCIMI
CORPFIN CAPITAL PRIME RETAIL III
SOCIMI
DESARROLLOS ERMITA DEL SANTO
SOCIMI
ELAIA INVESTMENT SPAIN SOCIMI
ELIX VINTAGE RESIDENCIAL
SOCIMI
ENTRECAMPOS CUATRO SOCIMI
EURO CERVANTES SOCIMI
EXCEM CAPITAL PARTNERS S.I.R.
SOCIMI
FIDERE PATRIMONIO SOCIMI
GALIL CAPITAL RE SPAIN SOCIMI
GAVARI PROPERTIES SOCIMI
GENERAL DE GALERÍAS
COMERCIALES SOCIMI
GMP PROPERTY SOCIMI
GORE SPAIN HOLDINGS SOCIMI
GREENOAK SPAIN HOLDINGS
SOCIMI II
GRUPO ORTIZ PROPERTIES SOCIMI
HISPANOTELS INVERSIONES
SOCIMI
HOME CAPITAL RENTALS SOCIMI
IBERVALLES SOCIMI
IBI LION SOCIMI
INBEST PRIME I INMUEBLES SOCIMI
INBEST PRIME II INMUEBLES
SOCIMI

INBEST PRIME III INMUEBLES
SOCIMI
INBEST PRIME IV INMUEBLES
SOCIMI
INBEST PRIME VI INMUEBLES
SOCIMI
INBEST PRIME VII INMUEBLES
SOCIMI
INBEST PRIME VIII INMUEBLES
SOCIMI
INHOME PRIME PROPERTIES
SOCIMI
INMOBILIARIA PARK ROSE
IBEROAMERICANA SOCIMI
INMOFAM 99 SOCIMI
INVERSA PRIME SOCIMI
INVERSIONES DOALCA SOCIMI
ISC FRESH WATER INVESTMENT
SOCIMI
JABA I INVERSIONES
INMOBILIARIAS SOCIMI
JSS REAL ESTATE SOCIMI
LA FINCA GLOBAL ASSETS SOCIMI
MATRITENSE REAL ESTATE SOCIMI
MERCAL INMUEBLES SOCIMI
MERIDIA REAL ESTATE III SOCIMI
MILLENIUM HOSPITALITY REAL
ESTATE SOCIMI
MISTRAL IBERIA REAL ESTATE
SOCIMI
MISTRAL PATRIMONIO
INMOBILIARIO SOCIMI
NEXTPOINT CAPITAL SOCIMI
NUMULAE GESTIÓN DE SERVICIOS
SOCIMI
OLIMPO REAL ESTATE SOCIMI
OPTIMUM III VALUE-ADDED
RESIDENTIAL SOCIMI
OPTIMUM RE SPAIN SOCIMI
P₃ SPAIN LOGISTIC PARKS SOCIMI
PERSEPOLIS INVESTMENTS ₁ SOCIMI
PREVISIÓN SANITARIA NACIONAL
GESTIÓN SOCIMI

QUID PRO QUO ALQUILER SEGURO
SOCIMI
QUONIA SOCIMI
SERRANO 61 DESARROLLO SOCIMI
SILICIUS REAL ESTATE SOCIMI
STUDENT PROPERTIES SPAIN
SOCIMI
TANDER INVERSIONES SOCIMI
TARJAR XAIRO SOCIMI
TEMPORE PROPERTIES SOCIMI
TESTA RESIDENCIAL SOCIMI

TORIMBIA SOCIMI
TRIVIUM REAL ESTATE SOCIMI
URBAN VIEW DEVELOPMENT SPAIN
SOCIMI
URO PROPERTY HOLDINGS SOCIMI
VBARE IBERIAN PROPERTIES
SOCIMI
VERACRUZ PROPERTIES SOCIMI
VITRUBIO REAL ESTATE SOCIMI
VIVENIO RESIDENCIAL SOCIMI
ZAMBAL SPAIN SOCIMI

Resultados de la encuesta sobre criptomonedas y efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV

David de Miguel Rato y M.^a José Palomar Bueno (*)

(*) David de Miguel Rato y M.^a José Palomar Bueno pertenecen al Departamento de Estrategia e Innovación de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Índice

Resumen	123
1 Introducción	124
2 Antecedentes	126
3 Resultados de la encuesta	128
3.1 Metodología	129
3.2 Penetración de las criptomonedas en España	130
3.3 Efectividad de las advertencias	141
4 Conclusiones	144
Bibliografía	145
Anexo I	146

Resumen

El desarrollo de los criptoactivos como fenómeno ligado a la aparición de la tecnología *blockchain* se ha extendido rápidamente a nivel global, y la inversión en ellos conlleva una serie de riesgos para los inversores que estos deben conocer antes de tomar sus decisiones de inversión. Resulta por ello oportuno estudiar el conocimiento que tienen los inversores sobre dichos riesgos. En este trabajo se ha estudiado específicamente el fenómeno de las criptomonedas en España, analizando su grado de penetración. Además, se ha analizado el efecto en los inversores de las advertencias emitidas por la CNMV sobre los riesgos asociados a estos activos.

De los resultados se puede concluir que la mayoría de los ciudadanos asegura conocer qué es una criptomoneda, si bien el conocimiento tanto declarado como real parece ser algo más limitado. Una buena parte de los ciudadanos desconoce los fundamentos básicos de las criptomonedas y el hecho de que estas no están, salvo pequeñas excepciones como la que se menciona más adelante en relación con la publicidad, sujetas a un marco regulatorio. Aunque el porcentaje de inversores es todavía reducido, existe una elevada intención de inversión futura, motivada principalmente por la elevada rentabilidad y la confianza en su futuro, tanto por su proyección como medio de pago como por el potencial de la tecnología *blockchain*. Además, la inversión en criptomonedas está mucho más extendida entre los jóvenes, lo que hace previsible que la tendencia inversora continúe en el futuro.

No obstante, la percepción de que este tipo de productos tiene más riesgos que otro tipo de inversiones está ampliamente extendida y supone una barrera de entrada a su adquisición. Además, un buen número de las personas familiarizadas con las criptomonedas ha visto u oído información sobre los riesgos que entraña la adquisición de estos productos, especialmente en televisión, prensa y redes sociales. Algunos de estos mensajes de advertencia provienen de organismos públicos como el Banco de España o la CNMV.

La CNMV ha llevado a cabo diversas iniciativas para sensibilizar a los inversores sobre los riesgos de las criptomonedas a fin de que tomen decisiones de inversión informadas. Entre estas iniciativas destaca la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión, que introdujo la obligación de que los anunciantes incluyeran en la publicidad de este tipo de activos una advertencia alertando de los riesgos que implica su inversión. Estas advertencias han tenido un efecto concienciador en cerca de la mitad de aquellos que las han visto y un elevado efecto entre aquellos que no han invertido pero prevén hacerlo.

1 Introducción

Los mercados de criptoactivos se están expandiendo con rapidez en los últimos años, con lo que también evolucionan sus características y funcionalidades. Este desarrollo ha venido de la mano de avances tecnológicos relevantes (como es el caso de *blockchain*) que pueden tener potencial para mejorar y hacer más eficiente el sistema financiero.

Los criptoactivos son un foco de atención creciente para las autoridades nacionales e internacionales, conscientes de que es necesario ponderar adecuadamente las eventuales ganancias asociadas a estos cambios tecnológicos frente a los riesgos para la estabilidad financiera y para una adecuada protección del cliente financiero.

Dada la relevancia creciente de este nuevo fenómeno, los organismos públicos están trabajando para analizar la cuestión desde diversos ángulos. Así, desde hace años, organismos como el Banco de Pagos Internacionales (BIS), el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) están evaluando los potenciales riesgos de estos productos y mercados desde el punto de vista de la estabilidad financiera¹.

Además, se han promovido campañas para concienciar a los inversores sobre los posibles riesgos de estos productos. Como ejemplo de esto, a nivel europeo, se pueden señalar las advertencias de las autoridades europeas de supervisión del sistema financiero (ESA, por sus siglas en inglés) —la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones de Jubilación (EIOPA)— de fechas 12 de noviembre de 2018, 17 de marzo de 2021 y 17 de marzo de 2022².

A nivel nacional, desde 2018, la CNMV ha llevado a cabo diversas iniciativas tendentes a sensibilizar a los inversores de los potenciales riesgos asociados a la inversión en este tipo de activos.

En primer lugar, ha emitido diversas advertencias, junto con otros supervisores, destacando el riesgo de este tipo de inversiones debido, entre otros factores, a su extrema volatilidad, complejidad y falta de transparencia³.

Adicionalmente, ha preparado múltiples materiales formativos como parte de sus iniciativas de educación financiera. En concreto, ha elaborado una infografía⁴ explicando

1 Por ejemplo, BIS Annual Economic Report (2022), BIS Working Papers (2022), FSB (2022), IOSCO Decentralized Finance Report (2022).

2 En 2018 las ESA emitieron una advertencia sobre el riesgo de las monedas virtuales. Posteriormente, en marzo de 2021 las autoridades recordaron a los inversores los riesgos asociados a las monedas virtuales. Por último, en marzo de 2022 emitieron una nueva advertencia conjunta.

3 En 2018 emitió su primer comunicado conjunto con el Banco de España sobre las criptomonedas y las ofertas iniciales de criptomonedas (ICO). Posteriormente, en febrero de 2021, ambas instituciones emitieron un nuevo comunicado sobre el riesgo de las criptomonedas como inversión, en el que se recordaban estos. En marzo de 2022, el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, y la CNMV emitieron un comunicado conjunto en relación con los riesgos de los criptoactivos suscribiendo la valoración de los riesgos identificados en la advertencia conjunta de las ESA.

4 https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Infografias/Infografia_Criptomonedas.pdf

qué son las criptomonedas, qué características tienen y cuáles son sus riesgos, así como un curso interactivo⁵ sobre los aspectos que se deben conocer y comprobar antes de invertir en criptoactivos.

Por último, la CNMV ha aprobado la Circular 1/2022, de 10 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relativa a la publicidad sobre criptoactivos presentados como objeto de inversión que define las reglas sobre el contenido y el formato de los mensajes publicitarios de las campañas sobre estos productos. Esta circular determina, entre otros aspectos, que los mensajes publicitarios deben incluir un mensaje de advertencia señalando que «la inversión en criptoactivos no está regulada, puede no ser adecuada para inversores minoristas y perderse la totalidad del importe invertido» con un formato y posición que garantice su relevancia dentro de la pieza publicitaria.

Derivado de esta preocupación por establecer una regulación que proteja a los inversores y que ayude a monitorizar y supervisar el desarrollo de los criptoactivos, en algunos ámbitos geográficos se están promoviendo medidas regulatorias concretas como ocurre, por ejemplo, en la Unión Europea, donde está en proceso de aprobación el Reglamento MiCA⁶, cuya finalidad es regular la emisión de criptoactivos y a las entidades que ofrecen servicios relacionados con ellos.

Por último, existe también un interés por obtener datos sobre el grado de penetración de los criptoactivos entre los inversores, especialmente entre los minoristas. Aunque no hay datos fiables ni homogéneos, aquellos de los que se dispone a nivel internacional y nacional, basados en fuentes de mercado y encuestas, muestran que existe un interés creciente por parte de los inversores minoristas en este tipo de productos.

A nivel global, si bien no existen datos precisos que sean comparables por países y por tipo de criptoactivo, la tenencia de criptomonedas parece situarse entre el 4 % y el 19 %⁷, destacando especialmente su peso en los países emergentes⁸. En las economías desarrolladas, el grado de adopción de criptomonedas es menor⁹.

En España, diversos estudios sitúan la tenencia de este tipo de activos entre el 5 % y el 12 %¹⁰. Además, los datos de búsquedas en Internet y en redes sociales en España de términos relacionados con los criptoactivos podrían apuntar a un aumento del interés por estos desde el año 2021¹¹.

5 <https://www.cnmv.es/Cursos/Educacion-Financiera/Criptoactivos/index.html#/slide/YuhS-5zWV>

6 Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos y por el que se modifica la Directiva (UE) 2019/1937

7 Triple A sitúa la adopción global de criptomonedas en el 4,2 %, mientras que Finder la estima en el 19 %.

8 De acuerdo con los datos aportados por el índice de adopción de criptomonedas de Finder en diciembre de 2021, la mayor parte de los países emergentes que forman parte de la clasificación se encontraban por encima del promedio (15,4 %).

9 Conforme a la clasificación proporcionada por Finder sobre el grado de adopción de criptomonedas en diciembre de 2021: Canadá, 13,4 %; Noruega, 12,7 %; EE. UU., 10,5 %; Suecia, 9,8 %; Nueva Zelanda, 8,7 %; Alemania, 7,1 %; Reino Unido, 6,1 %, y Japón, 5,8 %. Como excepción encontramos el caso de Australia: 22,9 %.

10 Funcas sitúa su adopción en el 5 %, mientras que Statista la cifra en el 10 % y Finder en el 12 %.

11 Según datos de Google Trends para interés de búsqueda en Internet y en YouTube para los términos «criptomonedas», «bitcoin» y «token».

El presente trabajo analiza los resultados de la encuesta realizada a inversores españoles sobre las criptomonedas y la efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV. En concreto, este trabajo incluye un análisis de la percepción de los riesgos por parte de los inversores minoristas y se analiza el grado de penetración de las criptomonedas en España (conocimiento y grado de adopción), caracterizando el perfil de los inversores en criptomonedas. Además, se estudia el grado de conocimiento de los riesgos asociados a estas. Por último, se realiza una evaluación de la efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV para proteger a los inversores.

2 Antecedentes

La CNMV, a la vista del creciente interés de los inversores en las criptomonedas, ha considerado relevante monitorizar y hacer seguimiento del grado de aceptación que estos activos tienen entre la población española.

En otros países, diversas autoridades han llevado a cabo estudios similares. A título de ejemplo, se puede mencionar que el Banco de Canadá¹² concluyó en 2017 que el 5 % de los canadienses poseía *bitcoins*, frente al 2,9 % en 2016. En el Reino Unido la FCA¹³ encontró que el 5,7 % de la población había adquirido alguna vez criptomonedas frente al 5,4 % en 2020, si bien solo el 4,4 % de la población poseía criptomonedas en el momento de la encuesta. En Irlanda, la CCPC¹⁴ concluyó que el 11 % de la población poseía criptoactivos y de ellos el 8 % poseía criptomonedas en 2021. En Holanda, el estudio de la AMF¹⁵ reveló que el 13 % poseía criptoactivos en 2021.

A nivel nacional, también se han llevado a cabo diversos estudios, si bien no existe un consenso en torno al grado de adopción de las criptomonedas, puesto que dichos estudios sitúan la tenencia por parte de los residentes en España en cotas heterogéneas entre sí. Estas diferencias pueden achacarse a cuestiones metodológicas, como el tamaño de la muestra o el rango de edad de la población objeto de estudio. Además, también hay que tener en cuenta el horizonte temporal en el que se han llevado a cabo los estudios a la hora de realizar una comparativa de los resultados.

En 2018 Bitpanda¹⁶ realizó una encuesta *on line* entre 10.826 residentes españoles de entre 16 y 64 años y concluyó que el 4 % de los españoles en esta franja de edad poseía criptomonedas. El perfil del inversor en criptomonedas sería fundamentalmente el de un hombre menor de 35 años (25-34 años), con niveles de estudios de posgrado y un elevado nivel de renta.

Entre marzo y abril de 2018, ING¹⁷ encuestó a 1.000 residentes españoles y encontró que el 67 % de ellos había escuchado hablar de criptomonedas y un 10 % afirmaba poseer criptomonedas. Además, el 32 % de los encuestados señaló tener la intención

12 Bitcoin Awareness and Usage in Canada: An Update.

13 Cryptoasset consumer research (2021).

14 CCPC Investment Research (2021).

15 AFM Consumer Monitor (2021).

16 https://cdn.bitpanda.com/media/documents/research/bitpanda-globalwebindex-report-cryptocurrency-holders-in-europe.pdf?_ga=2.158105149.689130837.1663922840-1030320140.1663922840

17 https://think.ing.com/uploads/reports/ING_International_Survey_Mobile_Banking_2018.pdf

de comprar criptomonedas en el futuro. Al preguntárseles por la proyección de estas, el 38 % respondió que las criptomonedas son el futuro del gasto *on line*, mientras que el 37 % indicó que son el futuro de la inversión y el 41 % veía un aumento de su valor durante el año siguiente. Además, a nivel europeo se encontró que aquellos familiarizados con las criptomonedas podían considerarlas un activo tan seguro como el efectivo o el oro. Por otro lado, a nivel nacional, el 23 % de aquellos que habían oído hablar de criptomonedas nunca las comprarían.

En agosto de 2019¹⁸ otra encuesta de ING llevada a cabo a principios de ese mismo año entre 1.000 residentes españoles concluyó que un 36 % de las personas participantes en el estudio había adquirido su conocimiento de las criptomonedas a través de la búsqueda en Internet, mientras que un 29 % lo había hecho a través de noticias. Además, otras fuentes de conocimiento señaladas fueron familiares y amigos (16 %) y, en menor medida, las redes sociales (10 %).

Por su parte, en diciembre de 2019 IE University¹⁹ encontró que un 81,7 % de los españoles había oído hablar de criptomonedas y que un 16 % poseía criptomonedas. El perfil del inversor en criptomonedas sería, de acuerdo con este estudio, el de una persona de renta elevada con niveles altos de estudios y fundamentalmente entre el rango de edad de 18 a 34 años. Además, el principal motivo de la tenencia de criptomonedas sería como forma de inversión. Por otro lado, entre aquellos que no invierten en criptomonedas la razón más común para no hacerlo es su elevado riesgo, mientras que la segunda razón más extendida es no saber cómo comprar este tipo de activo.

Entre julio y agosto de 2021, Statista²⁰ decidió realizar un estudio a nivel global encuestando entre 2.000 y 7.000 adultos de 18 a 64 años por país y encontró que el 10 % de los encuestados en España afirmaba usar o poseer criptomonedas. Además, entre octubre y diciembre de 2021 la misma encuesta señaló que el porcentaje de tenencia de cryptoactivos se había incrementado hasta el 14 %.

También en 2021, Finder²¹ llevó a cabo una encuesta entre 1.511 ciudadanos representativos de la población española y halló que un 12 % de la población poseía criptomonedas. Además, la encuesta señaló que la tenencia de criptomonedas estaba más extendida entre los jóvenes de 25 a 34 años, sin ser desdeñable en el resto de los grupos de edad de menores de 44 años. Por sexo, un 13 % de los hombres encuestados y un 10 % de las mujeres poseían cryptoactivos.

Funcas²² también desarrolló un estudio similar a finales de 2021 entre una muestra representativa de 2.121 residentes españoles de 18 a 70 años, cuya conclusión fue que cerca del 5 % de la población poseía criptomonedas. El perfil del inversor es el de un

18 <https://coincompare.eu/wp-content/uploads/2019/10/ING-International-Survey-New-Tech-From-cash-to-crypto-the-money-revolution.pdf>

19 https://static-frm.ie.edu/cgc/wp-content/uploads/sites/33/2018/11/IE_CGC_Money-and-Trust_SPAIN_2020.pdf

20 <https://es.statista.com/grafico/18425/adopcion-de-las-criptomonedas-en-el-mundo/>

21 https://dvh1deh6tagwk.cloudfront.net/finder-us/wp-uploads/sites/5/2021/06/Crypto_Adoption_final-compressed-1.pdf

22 <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/04/20220407-DIGIT-TRAS-LA-PANDEMIA.pdf>

joven entre 18 y 29 años que estudia o trabaja, con una renta mensual elevada y que reside en grandes núcleos de población. La principal motivación para su adquisición es la inversión. Además, halló que la principal moneda de inversión es el *bitcoin*. En cuanto a los motivos para no adquirir criptomonedas se encuentra principalmente el desinterés (cerca del 50 %) y entre quienes no invierten por otras cuestiones (22,7 %) destacan los que señalan tener preocupaciones sobre su seguridad.

Por último, Bestinver e IESE²³ llevaron a cabo una encuesta en abril de 2021 entre hombres y mujeres de 35 a 60 años con ingresos personales anuales superiores a 35.000 euros brutos que tuvieran contratado al menos 1 producto financiero y encontraron que el 14 % de los encuestados poseía criptomonedas, siendo el perfil del poseedor el de un hombre de entre 35 y 44 años con elevados ingresos.

3 Resultados de la encuesta

En mayo de 2022, la CNMV decidió llevar a cabo un estudio²⁴, con la colaboración de una empresa especializada, en línea con las iniciativas impulsadas por otros organismos análogos. Este estudio evalúa el grado de penetración de las criptomonedas en España, caracterizando a los inversores en estos activos. Además, estima la efectividad de las medidas tomadas por la CNMV y otros organismos supervisores, con el objetivo de proteger a los inversores, con especial atención al efecto que las advertencias que las entidades que ofrecen criptomonedas tienen que incluir en los anuncios publicitarios de este tipo de activos de conformidad con la Circular relativa a la publicidad de cryptoactivos.

En concreto, el objetivo de esta investigación era identificar el grado de penetración de las criptomonedas en el mercado, incluyendo tanto el nivel de conocimientos acerca de ellas como el grado de inversión por parte de los inversores. Asimismo, el estudio pretendía conocer las motivaciones y barreras a la inversión en criptomonedas e identificar la percepción de los riesgos asociados a estas por parte de los inversores, al tiempo que establecía un perfil de los inversores.

Por último, una parte relevante del estudio se centraba en evaluar la efectividad de las medidas impulsadas por la CNMV en relación con las criptomonedas con el fin de valorar si eran necesarias medidas adicionales a corto plazo. En concreto, el estudio analizaba si las advertencias que las entidades que comercializan criptomonedas habían tenido que incorporar en su publicidad, así como las advertencias de los supervisores, habían influido en el comportamiento de los inversores de este tipo de productos.

23 <https://www.bestinver.es/wp-content/uploads/NdP-III-OBSERVATORIO-DEL-AHORRO-Y-LA-INVERSION.pdf>

24 <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={714e1e4c-b334-4252-b1f5-677cf438bcb5}>

3.1 Metodología

Los resultados mostrados en este trabajo parten del estudio mencionado anteriormente y que se efectuó en colaboración con la empresa Análisis e Investigación, quien llevó a cabo la recogida y explotación de los datos con base en una encuesta realizada a un panel representativo de la población española.

El cuestionario de aplicación *on line*, multidispositivo y semiestructurado constó de un total de 40 preguntas y se llevó a cabo entre el 2 y el 10 de junio de 2022. De ellas, 10 preguntas fueron de clasificación, 5 de perfilado del entrevistado, 14 preguntas estaban relacionadas con el conocimiento en torno al mundo de las criptomonedas y la inversión en ellas, y 11 preguntas eran relativas a las informaciones, comunicados y advertencias acerca del riesgo de inversión en criptomonedas. En el anexo I pueden encontrarse las preguntas relativas a las cuestiones sobre criptomonedas.

La muestra del estudio se compuso de 1.500 encuestados, personas comprendidas en el rango de edad de 16 a 70 años.

Se han establecido unas cuotas flexibles en función del sexo, la distribución geográfica (zonas Nielsen²⁵) y los tramos de edad. La información de las variables demográficas indica que el 49,9 % de las personas de la muestra total tiene género masculino y el 50,1 %, femenino. Por edades, el 18,1 % tiene entre 16 y 24 años; el 20,7 %, entre 25 y 34 años; el 25,3 %, entre 35 y 44 años; el 15,2 %, entre 45 y 54 años, y el 20,6 %, entre 55 y 70 años.

Con el objetivo de obtener una muestra suficiente de inversores en criptomonedas y llevar a cabo un perfilado más exhaustivo de sus características, se ha sobremuestreado el rango de edad de personas jóvenes (16-24 años), jóvenes adultos (25-34 años) y personas de mediana edad (35-44 años), habida cuenta de que la literatura en la materia sugiere una predominancia de inversores jóvenes en este tipo de inversión.

Por procedencia geográfica, la mayor parte habita en el área sur (19,7 %) y el Levante (14,9 %), así como en el noreste y en Madrid-área metropolitana (12,3 %). Por último, con respecto a la variable inversión, el 16 % tiene inversiones en activos financieros, mientras que el 84 % no tiene ninguna. El margen de error para el total de la muestra sin segmentar es de $\pm 2,53$ % con un nivel de confianza del 95 % y $p = q = 0,5$ ²⁶.

Los resultados que se muestran se han ponderado al objeto de integrar las características sociodemográficas de la población española (por sexo y edad) y que los resultados sean estadísticamente representativos de dicha población.

25 Hace referencia a las zonas geográficas, de características mercadológicas relativamente homogéneas, en las que la empresa AC Nielsen divide y estudia el territorio español.

26 p hace referencia a la proporción de población que cumple una determinada característica y q a la proporción que no la cumple. En este contexto $p = q = 0,5$ hace referencia al caso en el que la población es lo más heterogénea posible.

	%
Género	
% de hombres	49,90
% de mujeres	50,10
Edad	
16-24 años	18,10
25-34 años	20,70
35-44 años	25,30
45-54 años	15,20
55-70 años	20,60
Residencia	
Noreste	12,30
Levante	14,90
Sur	19,70
Centro	9,20
Noreste	9,30
Norte	9,10
Madrid-área metropolitana	12,30
Barcelona-área metropolitana	8,70
Canarias	4,50
Inversión	
Sin inversiones	84
Con inversiones	16

Fuente: CNMV.

Respecto a las características de los entrevistados, estos presentan un perfil con un grado de digitalización elevado. Cerca del 75 % usa las redes sociales de modo habitual, todos los días o casi todos los días, y realiza gestiones con su banco o intermediario financiero como consultas, pagos e inversiones con una frecuencia mínima semanal. Además, el 84 % busca información en Internet como mínimo todos o casi todos los días.

Respecto a su perfil inversor, el 77 % de los encuestados dispone únicamente de cuentas bancarias o de ahorro, mientras que el 16 % dispone de algún tipo de inversión financiera. De ellos el 52 % tiene fondos de inversión, el 45 % posee acciones, un 4,6 % invierte en derivados y un 2 % tiene bonos y letras del Tesoro.

3.2 Penetración de las criptomonedas en España

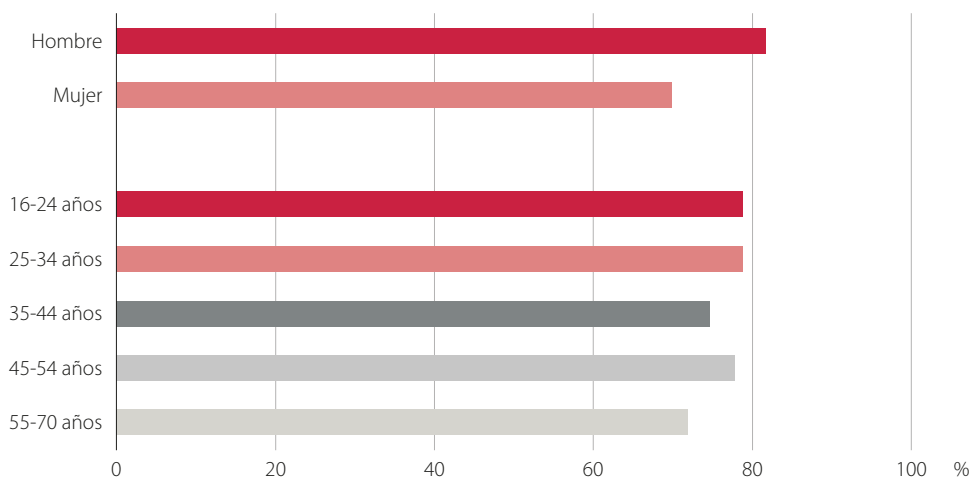
3.2.1 Conocimiento de las criptomonedas

De ente los encuestado, 3 de cada 4 (75,8 %) aseguran conocer las criptomonedas (un 81,7 % de los hombres y un 70 % de las mujeres). Predominan los jóvenes menores de 34 años (78,8 %). Por grupos de edad, entre las personas de 35 a 54 años el

conocimiento de las criptomonedas es ligeramente menos habitual que entre los menores de 34 años. Son las personas de edad avanzada (55-70 años) las que aseguran conocer con menos frecuencia qué es una criptomoneda (71,9 %).

Conocimiento sobre criptomonedas

GRÁFICO 1



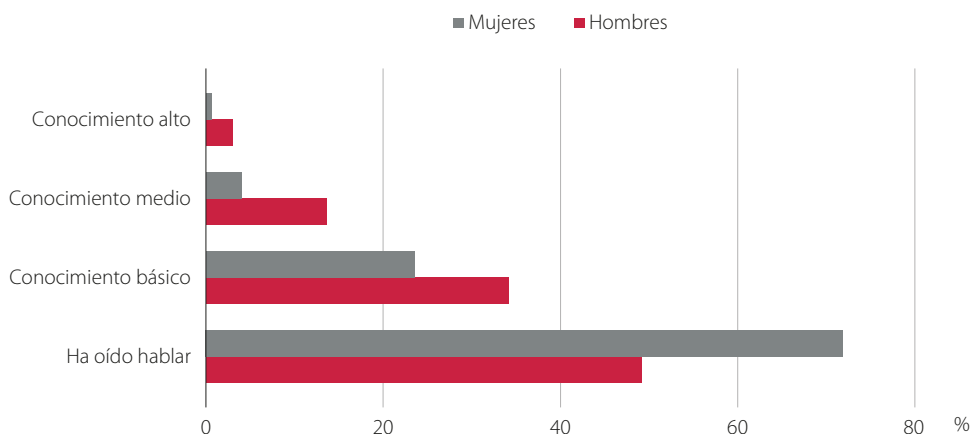
Fuente: CNMV. Elaboración propia a partir de datos obtenidos en el estudio.

No obstante, el conocimiento que poseen los ciudadanos sobre las criptomonedas es limitado, dado que más de la mitad de quienes afirman conocer lo que es una criptomoneda señala haber oído hablar algo de ellas, pero apenas conocer este mundo (59,7 %). El resto manifiesta, en su mayoría, tener fundamentos básicos (29,3 %) y, en menor medida, conocimientos medios del tema (9,1 %). Tan solo un 2 % afirma poseer un conocimiento elevado sobre este tipo de activos.

El porcentaje de hombres que declara tener conocimientos básicos, medios o altos es mayor que el de mujeres. Así, el porcentaje de mujeres que manifiesta haber oído únicamente hablar algo sobre criptomonedas es muy superior al de hombres (71,9 % frente al 49,2 % de los hombres).

Nivel de conocimiento declarado sobre criptomonedas por sexo

GRÁFICO 2

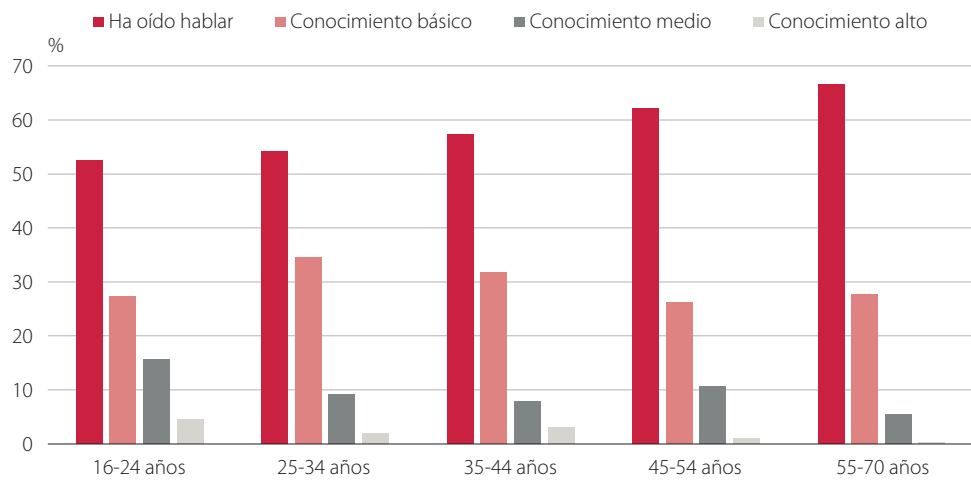


Fuente: CNMV.

Por edades, el nivel de conocimiento declarado va decreciendo conforme aumenta la edad. Los jóvenes aseguran tener mayores conocimientos. El 15,7 % de las personas entre 16 y 24 años declara tener conocimientos medios y el 4,5 % de los ciudadanos entre 25 y 34 años afirma tener conocimientos altos. En el extremo opuesto se encuentran los ciudadanos de edad avanzada. El 66,6 % de los encuestados de 55 a 70 años afirma haber oído hablar únicamente algo sobre criptomonedas, mientras que tan solo un 5,4 % y un 0,3 % de ellos indican tener conocimientos medios o altos, respectivamente.

Nivel de conocimientos declarado sobre criptomonedas por edad

GRÁFICO 3



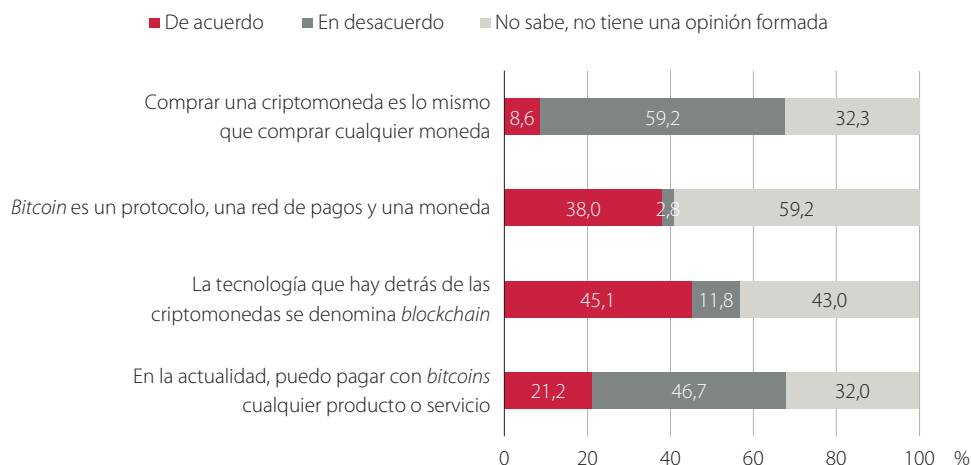
Fuente: CNMV.

Respecto al conocimiento real de los fundamentos de las criptomonedas, más de una tercera parte de aquellos que conocen las criptomonedas no tiene una opinión formada sobre determinados aspectos que engloban tanto su estructura como su funcionamiento. El mayor grado de desconocimiento gira en torno a la tecnología que les da soporte, la tecnología *blockchain*. Así el 59,9 % de las personas que declara tener conocimientos sobre las criptomonedas desconoce que esta tecnología es la que está detrás. Son los jóvenes (47,5 %) y aquellos que invierten en otros activos financieros (57,8 %) los que tienen más conocimientos acerca de esta cuestión. Además, los hombres tienen un mayor conocimiento a este respecto que las mujeres (47,8 % vs. 26,7 %).

Destaca que el 21,2 % de las personas con conocimientos declarados sobre las criptomonedas tiene la falsa creencia de que comprar una criptomoneda es igual que comprar cualquier otra moneda fiat. Además, el 8,6 % cree erróneamente que puede pagar cualquier producto o servicio con una criptomoneda. Esta creencia es ligeramente más elevada entre los jóvenes (13 %).

Conocimiento real de los fundamentos de las criptomonedas

GRÁFICO 4

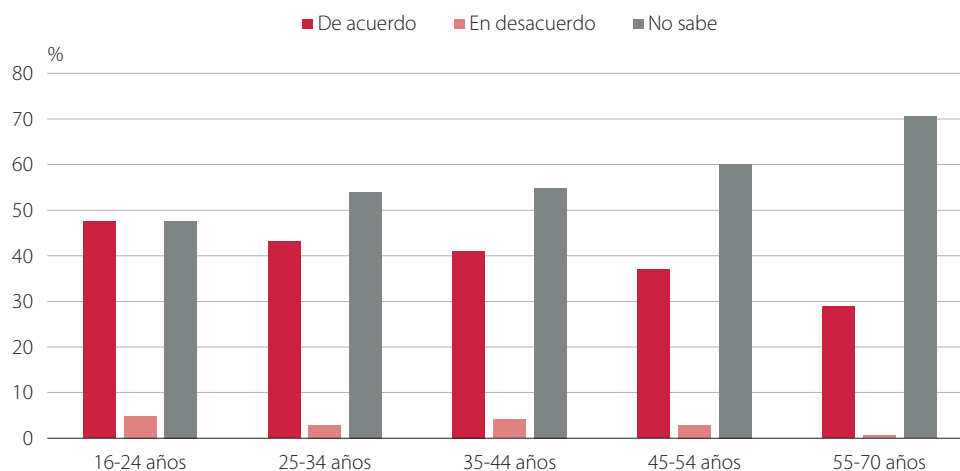


Fuente: CNMV.

Por edades, el conocimiento real de los fundamentos de las criptomonedas en cuanto a su tecnología es mayor entre los más jóvenes. Por su parte, el conocimiento sobre la aceptación de las criptomonedas y su diferencia con las monedas fiat es similar entre los distintos grupos de edad, excepto en el grupo de edad de mayores de 55 años, en el que el conocimiento es algo menor.

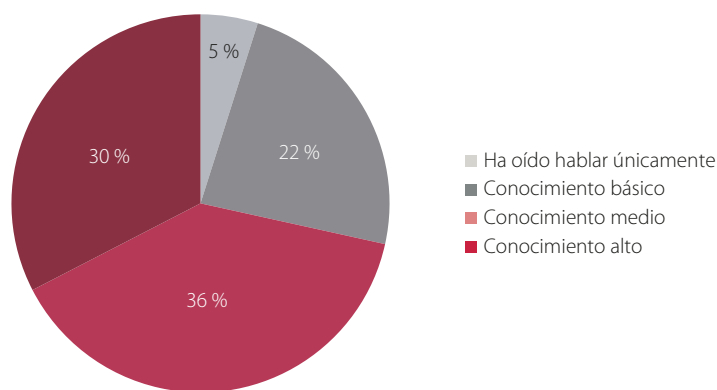
La tecnología detrás de las criptomonedas se llama *blockchain*

GRÁFICO 5



Fuente: CNMV.

Además, cerca de un 19 % de las personas que conocen las criptomonedas no supo responder a ninguna de las preguntas relacionadas con los fundamentos de las criptomonedas, mientras que un 13 % contestó a todas las preguntas de forma correcta. Por niveles de conocimiento declarado, el 5 % de quienes declaran haber oído únicamente hablar de ellas fue capaz de responder a todas las preguntas de forma correcta. Por su parte, entre los que declaran tener conocimientos básicos, medios y altos, el grado de acierto ronda entre el 22 % y el 36 %. Se observa, por tanto, una brecha entre el conocimiento declarado y el conocimiento real.



Fuente: CNMV.

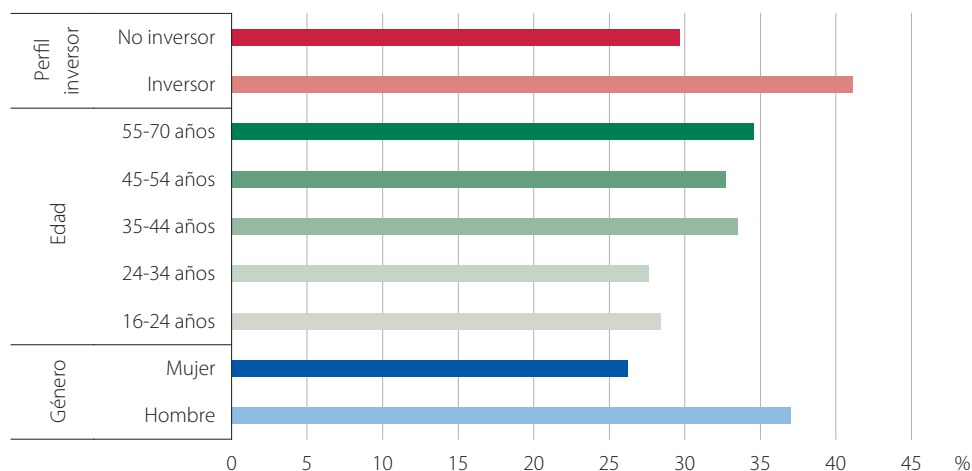
Por otro lado, entre aquellos que conocen las criptomonedas, cerca de la mitad de los encuestados (47,7 %) no sabe si las criptomonedas y las empresas que las comercializan están reguladas por ley y supervisadas por alguna institución, si bien esta cifra desciende hasta el 31,6 % entre el público inversor en algún tipo de activo.

El 20,3 % de los encuestados cree que existe un marco legal que las respalda. De ellos, el 12,7 % considera que las criptomonedas están reguladas por ley, pero no supervisadas por ninguna institución, mientras que el 7,6 % cree que, además de estar reguladas, están supervisadas por alguna institución.

Tan solo el 32 % de aquellos que conocen el concepto de criptomoneda sabe que efectivamente estas no están reguladas por ley ni supervisadas por ninguna institución. Este porcentaje crece ligeramente con la edad y se eleva al 37 % entre los hombres. Además, entre los inversores en activos financieros el conocimiento de esta cuestión está más extendido, ya que el 41,1 % de ellos está al tanto de la ausencia de regulación y supervisión de este tipo de activo.

Conocimiento del marco regulatorio de las criptomonedas

GRÁFICO 7



Fuente: CNMV.

Por último, se identifican tres canales principales a través de los cuales los entrevistados conocen por primera vez las criptomonedas: i) los medios generalistas como televisión o radio (34,3 %), ii) la información que proviene del entorno más cercano (familiares, amigos o compañeros de trabajo) (30,6 %) y iii) las redes sociales (20,5 %).

Por grupos de edad, la principal fuente de conocimiento de las criptomonedas para los ciudadanos de edad avanzada son los medios generalistas (47,8 %), mientras que para los jóvenes son las redes sociales, ya que el 50,5 % de los encuestados entre 16 y 24 años supo de la existencia de las criptomonedas por esta vía. Por su parte, la vía más frecuente de conocimiento de este activo para los jóvenes de 25 a 34 años es a través de personas cercanas (44,4 %).

Respecto a otros canales de conocimiento menos frecuentes, destaca que el 17,1 % de la población conoció las criptomonedas a través de medios especializados en finanzas. Destaca la predominancia en esta vía de conocimiento de los hombres (19,8 %) frente a las mujeres (13,9 %) y de las personas de 45 a 54 años (23,2 %), que señalan esta fuente de información como la tercera tras la prensa generalista (36,2 %) y las personas de su entorno.

Además, el 7,8 % de los ciudadanos oyó hablar por primera vez de las criptomonedas a través de publicidad y el 5,8 % en foros. Por esta última vía un 8,3 % de los hombres y un 2,6 % de las mujeres han conocido las criptomonedas. Además, esta vía ha sido la predominante para el grupo de edad de 25 a 34 años (10,6 %) en comparación con el resto de los grupos de edad.

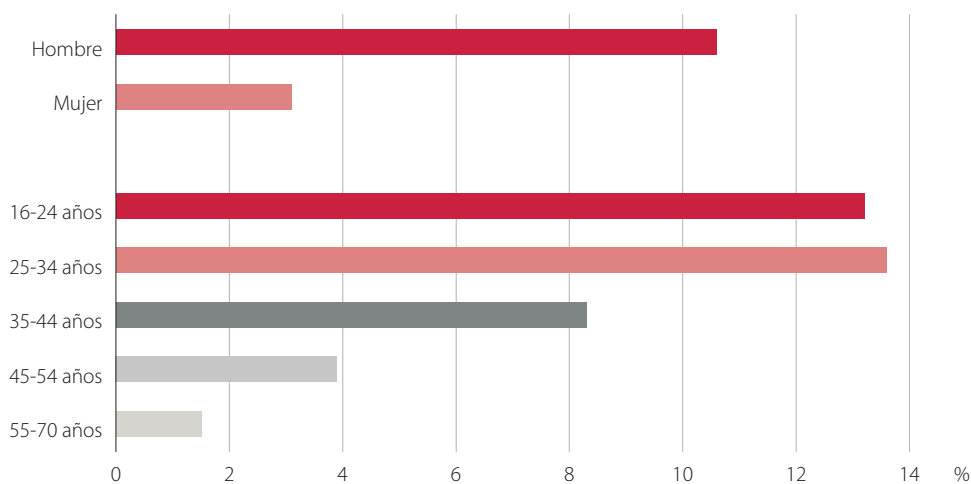
Por último, el gestor bancario ha sido la fuente de conocimiento menos predominante (0,8 %).

3.2.2 Inversión en criptomonedas

Un 6,8 % de la población ha invertido alguna vez en criptomonedas, comportamiento que se acentúa entre los hombres, con un 10,6 % (frente al 3,1 % entre las mujeres), y los menores de 34 años (13,2 % entre jóvenes de 16 a 24 años y 13,6 % entre jóvenes de 25 a 34 años).

La proporción de inversores en cryptoactivos decrece conforme aumenta la edad. Así, se observa que el 13 % y el 14 %, respectivamente, de los jóvenes de 16 a 24 y de 25 a 34 años han invertido en criptomonedas, mientras que solo el 8,3 % de la población de 35 a 44 años lo ha hecho. Estos porcentajes descienden hasta el 3,9 % en el grupo de edad de 45 a 54 años y al 1,5 % en el grupo de personas mayores de 55 años.

Además, cerca del 20 % de los inversores en otro tipo de activos ha invertido en criptomonedas. En concreto, el 42,6 % de los que han invertido en derivados como opciones, futuros, CFD o *warrants* también lo ha hecho en criptomonedas. Respecto a aquellos que invierten en acciones, el 19 % ha invertido en criptomonedas. Por último, de los que han invertido en fondos de inversión, el 16,4 % también lo ha hecho en criptomonedas.



Fuente: CNMV.

Por otro lado, el 38 % de los que han invertido en criptomonedas no invierte en la actualidad, por lo que el 4,2 % de la población posee alguna criptomoneda en la actualidad. Los mayores de 35 años son aquellos entre los que con más frecuencia no se ha mantenido la inversión. Dentro de este grupo, más de la mitad de los que han invertido en el pasado no mantiene la inversión y este porcentaje aumenta conforme lo hace la edad.

De los inversores actuales en criptomonedas, algo más de la mitad, el 52 %, lo hace de forma ocasional cuando se producen caídas en el valor de este activo (23,6 %) o dispone de dinero para invertir (28,3 %) y, aproximadamente, el 10 % invierte una cantidad de forma regular. La cantidad destinada a este tipo de inversión no supone en su mayoría más del 5 % de su capital.

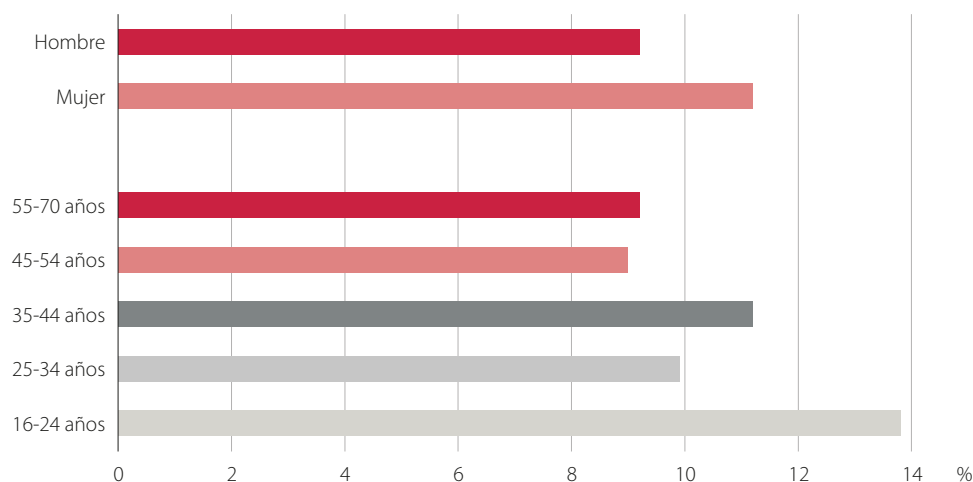
Por otro lado, entre los que no conocen las criptomonedas, una vez mostrada la definición de qué es una criptomoneda²⁷, este tipo de activos genera interés para el 23 % de ellos, que señalan que tienen la intención de invertir en el futuro. No obstante, de ellos solo el 2,8 % quiere hacerlo a corto plazo.

Ello supone que el 10,2 % de la población no ha invertido, pero tiene la intención de hacerlo. El grupo que presenta mayor intención de inversión es el de personas de 16 a 24 años, ya que el 13,8 % de los jóvenes en este rango de edad prevé hacerlo, si bien existe un interés inversor de entre el 9 % y el 11 % en todos los demás grupos de edad.

27 Las criptomonedas son activos digitales que no son dinero de curso legal y que tampoco pagan rendimientos como interés o beneficios. Quienes las compran suelen hacerlo esperando que el interés comprador de otros crezca y se aprecien en el futuro.

Intención de inversión en criptomonedas

GRÁFICO 9



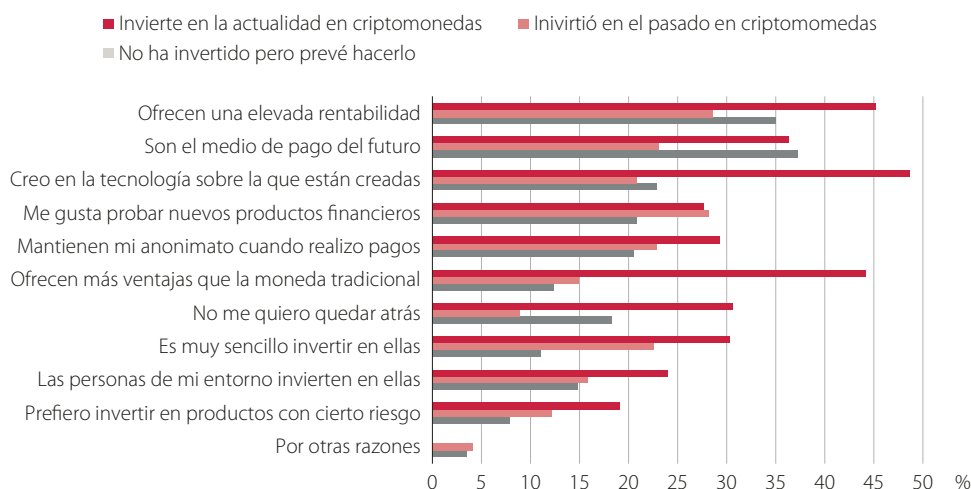
Fuente: CNMV.

Además, son las mujeres y los mayores de 45 años los que menos intención tienen de invertir a corto o medio plazo, aunque sí muestran cierta predisposición a invertir en un futuro.

Entre los motivos más recurrentes para realizar este tipo de inversión entre aquellos que invierten o invertirían en criptomonedas destaca la rentabilidad que puede ofrecer este tipo de activos (36,5 %), así como la confianza en ellas como medio de pago en el futuro (34,9 %) y en la proyección de la tecnología sobre la que están creadas (29 %). Este aspecto es el principal motivo de inversión para los jóvenes de 16 a 24 años (45,3 %), quienes también señalan el hecho de que las criptomonedas mantienen su anonimato al realizar pagos (38,4 %) y para los que las criptomonedas ofrecen más ventajas que la moneda tradicional (37,1 %). Este es el único grupo de edad para el que la rentabilidad no es el principal motivo de inversión. Todos estos motivos son especialmente relevantes para aquellos inversores que invierten en la actualidad en criptomonedas, que destacan la base tecnológica de estas (48,7 %) y la rentabilidad que ofrecen (45,2 %).

Motivos para invertir en criptomonedas

GRÁFICO 10



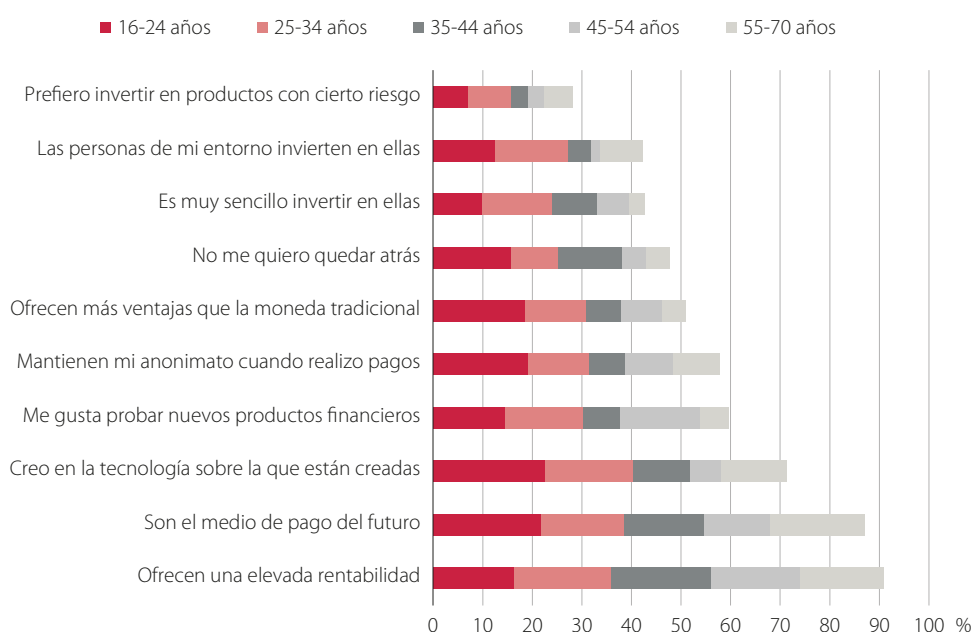
Fuente: CNMV.

Para los que invirtieron en el pasado la principal motivación fue la elevada rentabilidad que pueden ofrecer (28,6 %). Además, mucho de ellos invirtieron en este activo porque les gusta invertir en nuevos productos financieros (28,2 %).

Por último, para aquellas personas que no han invertido pero que tienen previsto hacerlo en el futuro, la principal motivación para querer hacerlo es la proyección que consideran que tiene como medio de pago en el futuro (37,3 %) y la elevada rentabilidad que pueden ofrecer (35 %).

Motivos para invertir en criptomonedas por edad

GRÁFICO 11



Fuente: CNMV.

3.2.3 Conocimiento de los riesgos asociados a la inversión en criptomonedas

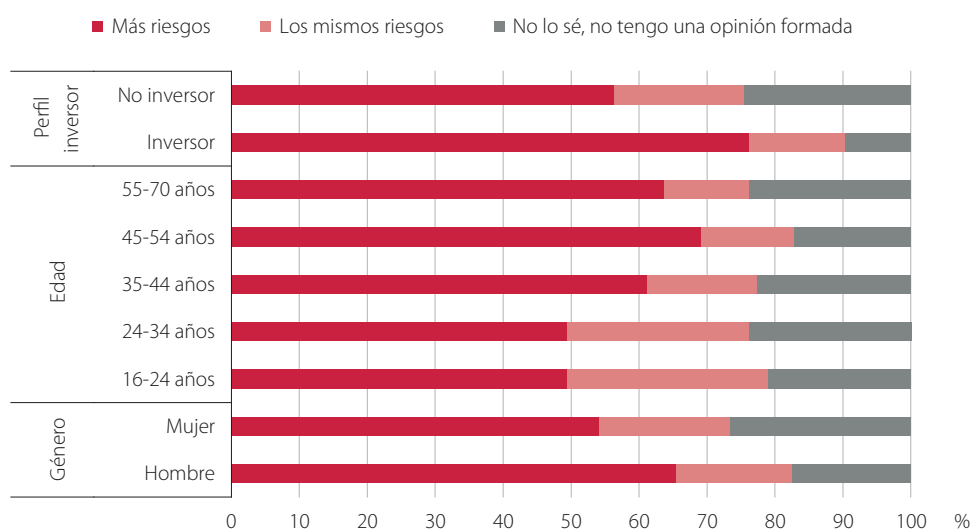
Respecto de los riesgos asociados a la inversión en criptomonedas, está extendida la percepción de que este tipo de producto conlleva más riesgos que otro tipo de inversiones (60,3 %). Esta percepción es mayor entre los hombres (65,5 %), las personas mayores de 45 años (69,2 % de 45 a 54 años) y el público inversor en activos financieros (76,2 %).

Por su parte, un 18,1 % considera que la inversión en criptomonedas implica los mismos riesgos que la inversión en otros activos. Esta creencia está más extendida entre los menores de 34 años: el 29,5 % de los jóvenes de 16 y 24 años y el 26,7 % del grupo entre 25 y 34 años así lo consideran.

Por último, destaca que un 21,6 % de los encuestados no tiene conocimientos o una opinión formada al respecto. Esta proporción se eleva hasta el 26,5 % en el caso de las mujeres.

Nivel de riesgo percibido de las criptomonedas en comparación con otros activos

GRÁFICO 12



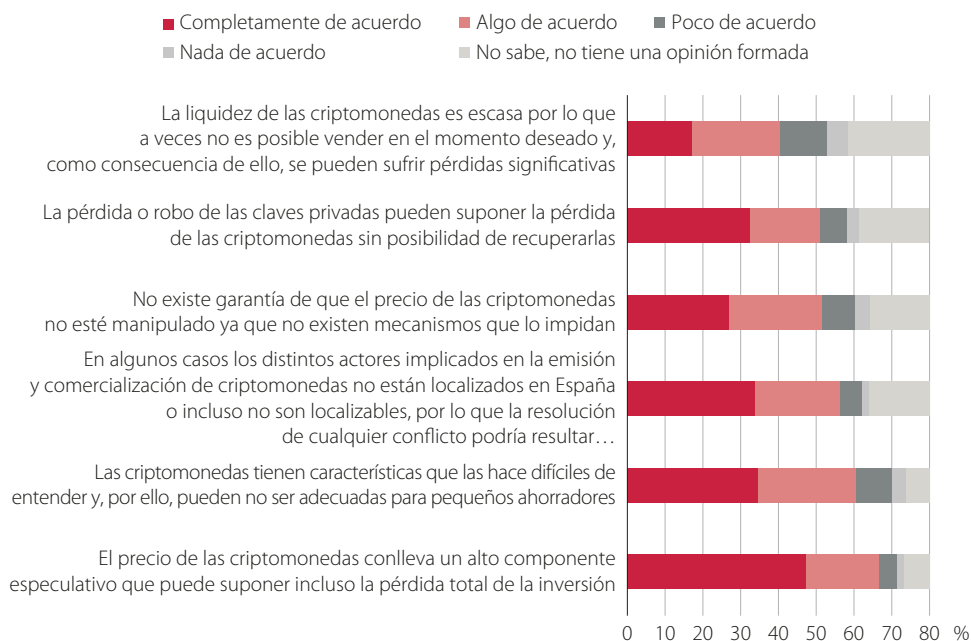
Fuente: CNMV.

A la hora de profundizar en los distintos tipos de riesgo, este desconocimiento se eleva notablemente. Así un 35,7 % de los encuestados desconoce que no existe garantía de que el precio de las criptomonedas no esté manipulado, ya que no se cuenta con mecanismos que lo impidan; un 36,1 % de los encuestados no sabe que en algunos casos los distintos actores implicados en la emisión y comercialización de criptomonedas no están localizados en España o que, incluso, no son localizables, por lo que la resolución de cualquier conflicto podría resultar costosa y quedar fuera del ámbito de competencias de las autoridades españolas; un 38,4 % ignora que la pérdida o robo de las claves privadas puede suponer la pérdida de las criptomonedas sin posibilidad de recuperarlas, y un 41,6 % desconoce el riesgo de liquidez asociado a estas. No obstante, destaca que cerca de la mitad de quienes conocen las criptomonedas está al tanto de estos riesgos.

Los riesgos más conocidos son el riesgo de pérdida de la inversión, habida cuenta del alto componente especulativo de las criptomonedas (66,7 %), y su dificultad de comprensión, dadas las características de estas, que hacen que puedan no ser adecuadas para pequeños ahorradores (60,5 %).

Riesgos percibidos de las criptomonedas por tipo

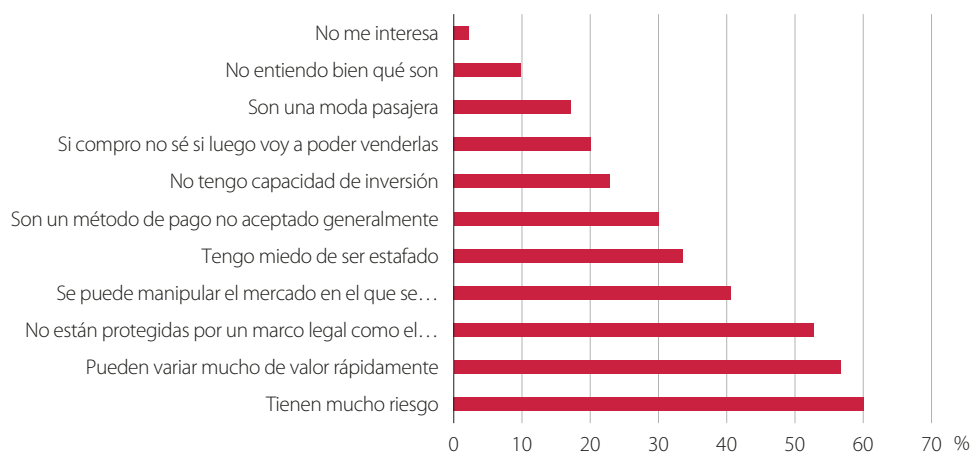
GRÁFICO 13



Fuente: CNMV.

Precisamente, el elevado riesgo asociado a las criptomonedas es el motivo principal por el que aquellas personas que las conocen no invertiría en ellas (un 60,1 %). Profundizando por tipo de riesgo, el 56,7 % de estas personas no invertiría por la volatilidad que llevan aparejadas y por el hecho de que no están protegidas por un marco legal como el Fondo de Garantía de Depósitos o el Fondo de Garantía de Inversiones (52,8 %). Entre las razones para no invertir también destaca el riesgo de manipulación del mercado en el que se negocian (40,6 %), el riesgo de ser estafado (33,6 %) y el hecho de no ser un medio de pago generalmente aceptado (30 %). Además, el 20,1 % señala también el riesgo de liquidez. Además, tal y como se podría deducir de la importancia otorgada a estos riesgos, es reseñable que cerca de la mitad de los que saben qué es una criptomoneda y no invertirían conoce el estado de la regulación en materia de cryptoactivos.

Por tanto, los riesgos asociados a este tipo de monedas actúan como un importante freno a la inversión y estos son motivos cada vez más extendidos para no hacerlo conforme va aumentando la edad. Cabe señalar, además, que el 32,1 % de los jóvenes que conocen las criptomonedas no invertiría en ellas porque considera que son una moda pasajera, consideración que está menos extendida entre el resto de los grupos de edad.



Fuente: CNMV.

3.3 Efectividad de las advertencias

Más de dos tercios de los conocedores de criptomonedas (67,7 %) aseguran haber visto u oído información sobre los riesgos que entraña la adquisición de este producto, hecho que se hace más frecuente entre hombres (72,5 %) y mayores de 55 años (72,9 %).

El contenido de estas comunicaciones está asociado a la advertencia sobre la posible pérdida del dinero invertido, su alta volatilidad y los fraudes y estafas que giran en torno a ellas.

Además, 1 de cada 4 (25,6 %) asegura haber visto u oído advertencias emitidas por algún organismo público, destacando las emitidas por el Banco de España, el Gobierno (sin especificar organismo) y la CNMV. Esta información se recibe principalmente por tres vías: televisión (58,7 %), prensa (33,3 %) y redes sociales (18,9 %).

Cerca del 5 % de los que han visto advertencias de riesgos recuerda espontáneamente que la CNMV ha sido su emisor y señala a la prensa (67,9 %), así como las páginas web de otras entidades (36,6 %) y la televisión (30,4 %) como canal de reproducción de estas advertencias.

Para comprobar la oportunidad de haber introducido la obligación de incluir mensajes de advertencia sobre los riesgos por parte de las empresas que publicitan criptomonedas se mostraron dos piezas publicitarias acerca de las que se planteó una serie de cuestiones.

Por un lado, se comprobó si las advertencias se podían leer fácilmente y si ocupaban un espacio suficiente dentro de la pieza publicitaria. En los anuncios mostrados tanto el grado de comprensión del mensaje como la claridad de este era buena. Un 57,3 % indicó que la advertencia se podía leer fácilmente, característica que señalaron especialmente los hombres (57,8 %), los jóvenes menores de 24 años (67,4 %) y, sobre todo, los inversores en criptomonedas (71,5 %). Además, el 52 % de las

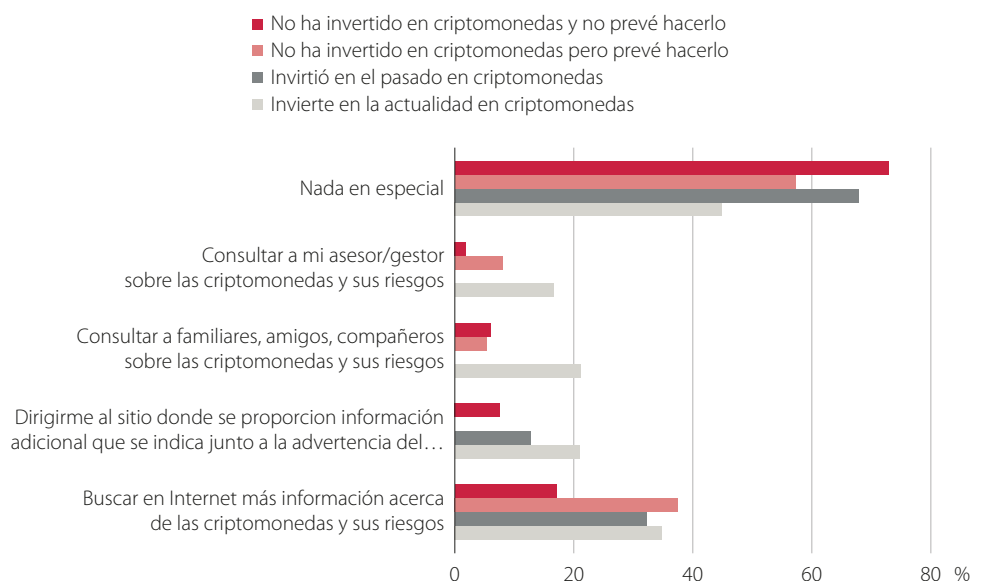
personas consideraron que las advertencias ocupaban un espacio suficiente, siendo asimismo los colectivos anteriormente citados aquellos que en mayor medida así lo creían.

Por otro lado, se comprobó la comprensión del mensaje transmitido, así como la del lenguaje y los términos utilizados. Un 85 % de los lectores afirmó comprender el mensaje y un 82 % el lenguaje y la terminología empleada. De nuevo, estos aspectos fueron señalados más ampliamente por los menores de 24 años (91,6 % y 88,3 % respectivamente), los inversores en criptomonedas (87,3 % y 86,3 %) y, en esta ocasión, las mujeres (87,6 % y 83,2 %).

Solo 1 de cada 10 (10,2 %) recuerda haber visto un contenido similar al empleado en los anuncios mostrados en otras piezas publicitarias de criptomonedas. Para la mayoría de ellos (66,5 %) haber visto por primera vez esta advertencia no originó ninguna acción posterior. Sin embargo, un 22 % de las personas recurrió a la búsqueda en Internet para encontrar más información acerca de las criptomonedas y sus riesgos. Además, un 9,7 % se dirigió al sitio en el que se proporcionaba información adicional indicado junto a la advertencia del anuncio publicitario. Por su parte un 8,2 % recurrió a la consulta a familiares y amigos y, finalmente, un 4,8 % consultó a su asesor/gestor sobre las criptomonedas y sus riesgos.

Aquellas personas que invierten o han invertido en el pasado son las que más activas han sido a la hora de llevar a cabo distintas iniciativas de información. La búsqueda de información en Internet está más extendida entre los que no han invertido, pero prevén hacerlo (37,5 %). Entre aquellos que han invertido, la búsqueda más extendida consiste en dirigirse al sitio específico, así como al asesor/gestor. Por su parte, aquellos que no han invertido ni tienen previsto hacerlo son los que llevaron a cabo menos iniciativas tras haber visto el anuncio. Un 72,9 % de ellos no hizo nada en especial.

Comportamiento tras ver advertencia de riesgos en anuncio publicitario GRÁFICO 15



Fuente: CNMV.

Un 43,3 % de las personas considera que leer la advertencia las ha hecho ser más conscientes de los riesgos. Así el 29,9 % de ellas asegura que invertirá con más cautela en adelante. Sin embargo, el 13,4 % señala que, aunque ahora es más consciente de los riesgos, seguirá invirtiendo como lo venía haciendo hasta entonces, ya que todos los productos conllevan riesgos. Este comportamiento está más extendido entre los menores de 24 años (21,1 %).

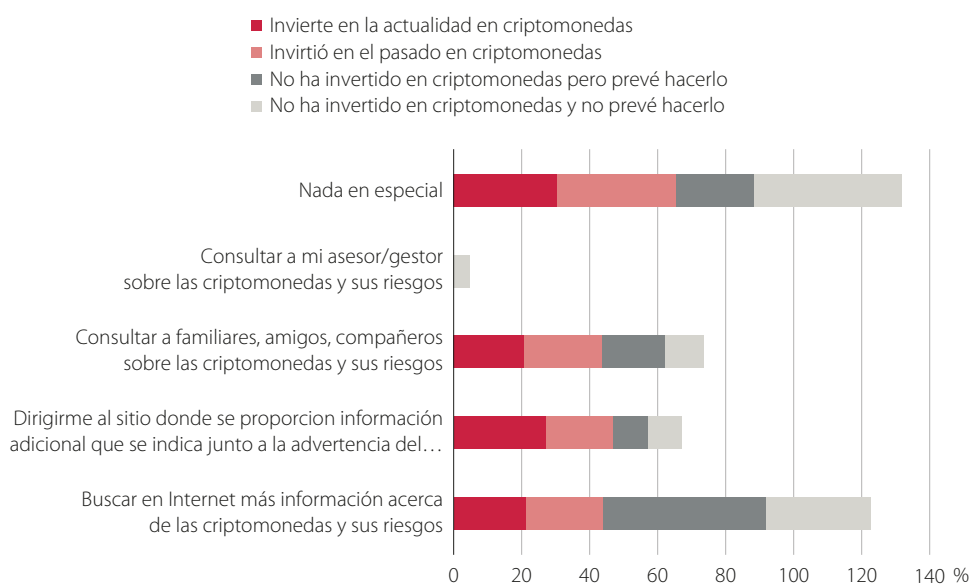
Por su parte, un 17,6 % señala que leer la advertencia no los ha hecho ser más conscientes de los riesgos asociados a la inversión en criptomonedas, ya que un 14,3 % de ellos indica que es necesaria más información a la prevista en la advertencia y un 3,3 % no entiende a lo que se está refiriendo la advertencia.

Por otro lado, cerca de otro 40 % señala que ya era consciente de los riesgos.

Por último, la advertencia parece haber generado un elevado efecto entre aquellos que no han invertido, pero prevén hacerlo. Un 48,2 % de ellos será más cauteloso a la hora de invertir. Además, entre los que no han invertido destaca que un elevado porcentaje (43,4 %) ya era conocedor de los riesgos asociados a este tipo de inversiones, en consonancia con las barreras a la inversión expuestas en el apartado de riesgos.

Acciones tomadas después de ver la advertencia de riesgo en anuncio publicitario

GRÁFICO 16



Fuente: CNMV.

El grado de conocimiento sobre las criptomonedas y los riesgos asociados a ellas es mayor entre los inversores en criptomonedas que en la población general. A pesar de ello es llamativo que un 40 % considere que las criptomonedas están reguladas por ley y que un 29 % opine que conllevan los mismos riesgos que otras inversiones.

4 Conclusiones

El presente estudio ha puesto de manifiesto que en España la mayoría de los ciudadanos asegura conocer qué es una criptomoneda, si bien el conocimiento tanto declarado como real parece ser algo más limitado. Una buena parte de los ciudadanos desconoce los fundamentos básicos de las criptomonedas y el hecho de que no están sujetas a un marco regulatorio. Como consecuencia de ello, los inversores en criptomonedas pueden encontrar dificultades para distinguir proyectos con fundamentos sólidos en los que invertir. Esta dificultad se incrementa habida cuenta de la ausencia de un marco de autorización y supervisión de entidades, y de emisión y admisión a negociación para este tipo de activos.

Comparativamente, los jóvenes son los que mayores conocimientos declaran tener y, si bien presentan un conocimiento de algunos aspectos básicos de las criptomonedas superior a otros grupos de edad, por ejemplo respecto a las tecnologías que las soportan, también son los que menor conocimiento demuestran sobre la ausencia de regulación de estos productos y los que realizan en mayor medida una infravaloración de los riesgos de las criptomonedas, lo que sugiere que podría darse un exceso de confianza entre estos inversores²⁸.

Por otro lado, aunque el porcentaje de inversores es todavía reducido (6,8 %), existe una significativa intención de inversión futura, motivada principalmente por la elevada rentabilidad esperada y la confianza en su futuro, tanto por su proyección como medio de pago como por el potencial de la tecnología *blockchain*.

Los resultados de este estudio están en línea con algunos otros a nivel nacional como el llevado a cabo por Funcas²⁹, que estiman el grado de adopción de las criptomonedas en el 5 %. Otros estudios en la materia sitúan la adopción de criptomonedas en España en cotas algo superiores, si bien estas diferencias pueden achacarse a cuestiones metodológicas como el tamaño de la muestra o el rango de edad de la población objeto de estudio. Además, en este estudio se han cubierto las criptomonedas sin incluir otros criptoactivos como son los *tokens*.

La inversión en criptomonedas está mucho más extendida entre los jóvenes, lo que hace previsible que la tendencia inversora continúe en el futuro. Este resultado coincide con los de la mayoría de estudios a nivel nacional e internacional, que señalan un mayor grado de adopción de las criptomonedas por parte de personas menores de 35 años.

28 El sesgo del exceso de confianza es la tendencia a sobreestimar los conocimientos y juicios subjetivos y a considerarlos certeros. A la hora de tomar decisiones y realizar pronósticos, se sobrevaloran los conocimientos y la experiencia personal sin tener en cuenta la diferencia entre lo que se sabe realmente y lo que se cree saber. Por ejemplo, en este estudio se reconoce en menor medida entre los jóvenes de 16 a 24 años el desconocimiento del estado de la regulación de los criptoactivos en comparación con otros grupos de edad, si bien es en este grupo de edad en el que mayor desconocimiento existe sobre el marco regulatorio y en el que más encuestados tienen una idea equivocada de su estado. Entre los jóvenes de 25 a 34 años, si bien se reconoce un elevado desconocimiento, se observa que es el segundo grupo con mayor desconocimiento y en el que igualmente existe en mayor medida una idea errónea de la regulación y supervisión de las criptomonedas.

29 Funcas (2022). *Digitalización tras la pandemia, ¿qué ha cambiado?* <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/04/20220407-DIGIT-TRAS-LA-PANDEMIA.pdf>

La percepción de que este tipo de productos conlleva más riesgos que otro tipo de inversiones está ampliamente extendida y supone una barrera de entrada a su adquisición. Además, un buen número de las personas familiarizadas con las criptomonedas ha visto u oído información sobre los riesgos que entraña la adquisición de estos productos, especialmente en televisión, prensa y redes sociales. En concreto, las advertencias introducidas en los mensajes publicitarios de criptomonedas como consecuencia de la aplicación de la Circular relativa a la publicidad de criptoactivos de la CNMV han tenido un efecto concienciador en cerca de la mitad de aquellos que las han visto y un elevado efecto entre aquellos que no han invertido, pero prevén hacerlo.

En vista de los resultados, resulta oportuno continuar impulsando medidas tendentes a sensibilizar a los inversores sobre las características de este tipo de productos.

Bibliografía

Autorité des Marchés Financiers (2021). *AFM Consumer Monitor Autumn 2021*. AFM Consumer Monitor (2021)

Bank of Canada (2018). *Bitcoin Awareness and Usage in Canada: An Update*. <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2018/07/san2018-23.pdf>

Bestinver y IESE Business School (2021). *III Observatorio del Ahorro y la Inversión en España*.

BIS (2022). «The future monetary system». *BIS Annual Economic Report 2022*. Pp. 57-112. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e3.pdf>

BIS (2022). *Banking in the shadow of Bitcoin? The institutional adoption of cryptocurrencies*. BIS Working Papers, n.º 1013. <https://www.bis.org/publ/work1013.pdf>

Bitpanda (2019). *Understanding Cryptocurrency Holders in Europe*. https://cdn.bitpanda.com/media/documents/research/bitpanda-globalwebindex-report-cryptocurrency-holders-in-europe.pdf?_ga=2.158105149.689130837.1663922840-1030320140.1663922840

CCPC (2021). *CCPC Investment Research*. https://www.ccpc.ie/business/wp-content/uploads/sites/3/2021/09/CCPC-Investments-Research_Sept.-2021.pdf

FCA (2021). *Cryptoasset consumer research*. <https://www.fca.org.uk/publications/research/research-note-cryptoasset-consumer-research-2021#lf-chapter-id-research-design>

Finder. *Cryptocurrency Adoption Rates*. Finder Crypto Report. https://dvh1deh6tagwk.cloudfront.net/finder-us/wp-uploads/sites/5/2021/06/Crypto_Adoption_final-compressed-1.pdf

FSB (2022). *Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets*. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160222.pdf>

Funcas (2022). *Digitalización financiera tras la pandemia. ¿Qué ha cambiado?* <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/04/20220407-DIGIT-TRAS-LA-PANDEMIA.pdf>

IE (2019). *Cryptocurrencies and the future of money – Money and trust in Spain*. https://static-frm.ie.edu/cgc/wp-content/uploads/sites/33/2018/11/IE_CGC_Money-and-Trust_SPAIN_2020.pdf

ING (2018). *Cracking the code on cryptocurrency – Bitcoin buy-in across Europe, the USA and Australia*. ING International Survey. Mobile Banking – Cryptocurrency. https://think.ing.com/uploads/reports/ING_International_Survey_Mobile_Banking_2018.pdf

ING (2019). *From cash to crypto: the money revolution*. ING International Survey – New Technologies. <https://coincompare.eu/wp-content/uploads/2019/10/ING-International-Survey-New-Tech-From-cash-to-crypto-the-money-revolution.pdf>

Anexo I

Perfil del entrevistado

1. Para comenzar, nos gustaría hacerte algunas preguntas generales sobre tu uso y conocimiento de nuevas tecnologías, así como tus hábitos financieros. Indícanos con qué frecuencia realizas las siguientes actividades.

Por favor, selecciona la respuesta apropiada para cada concepto:

	De modo muy habitual (varias veces al día)	Todos o casi todos los días	Dos o tres veces a la semana	Al menos una vez a la semana	Con menos frecuencia	Nunca o casi nunca
Usar redes sociales	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Comprar <i>on line</i>	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Realizar gestiones <i>on line</i> con el banco o el intermediario financiero (consulta, pagos, inversiones...)	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Ver plataformas de contenido (Netflix, HBO, Amazon Prime...)	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Buscar información en Internet	☐	☐	☐	☐	☐	☐

2. Respecto a tus hábitos financieros, indícanos si tienes inversiones o solo cuentas bancarias (para pagos, ingreso de nómina, tarjetas).

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐	Solo cuentas bancarias/de ahorro
☐	Dispongo de algunas inversiones
☐	No dispongo ni de inversiones ni de cuentas bancarias

3. ¿Qué inversión o inversiones tienes en la actualidad?

Por favor, marca las opciones que correspondan:

☐	Fondos de inversión
☐	Acciones
☐	Depósitos
☐	Seguros de ahorro
☐	Planes de pensiones/EPSV
☐	Bonos/Letras del Tesoro
☐	Derivados (opciones, futuros, CFD, warrants...)
☐	Otros productos de inversión:

4. ¿Qué porcentaje aproximado, del total de capital que dedicas a inversiones, tienes invertido en la actualidad en los productos de inversión que anteriormente nos has dicho que tienes?

Por favor, selecciona la respuesta apropiada para cada concepto:

	Menos del 5 %	Entre el 5 y el 10 %	Entre el 10 y el 15 %	Entre el 15 y el 30 %	Entre el 30 y el 50 %	Más del 50 %	No lo sé / Prefiero no responder
Fondos de inversión	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Acciones	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Depósitos	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Seguros de ahorro	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Planes de pensiones/EPSV	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Bonos/Letras del Tesoro	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Derivados (opciones, futuros, CFD, warrants)	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐
Otros	☐	☐	☐	☐	☐	☐	☐

5. Pensando a la hora de invertir, señala la opción u opciones que más se ajustan a tu caso.

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐	Consulto los documentos informativos del producto (material promocional/sitio web del banco o del bróker)
☐	Utilizo herramientas de comparación de productos <i>on line</i>
☐	Consulto prensa especializada en finanzas (noticias en radio, televisión, periódicos, Internet...)
☐	Consulto prensa generalista (noticias en radio, televisión, periódicos, Internet...)
☐	Consulto en redes sociales (Instagram, Twitter, YouTube...)
☐	Consulto foros <i>on line</i>
☐	Consulto con mi asesor
☐	Consulto a familia, amigos, compañeros de trabajo...
☐	No consulto ninguna fuente, me fío de mi intuición
☐	No consulto ninguna fuente, me fío de la gestión que hace de mi patrimonio mi gestor

Criptomonedas

1. ¿Conoces lo que es una criptomoneda?

- ☐ Sí
- ☐ No

2. ¿Cómo calificarías tu grado de conocimiento sobre el entorno de las criptomonedas en general?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

- ☐ He oído hablar algo de las criptomonedas, pero apenas conozco ese mundo
- ☐ Entiendo los fundamentos básicos de las criptomonedas y de la tecnología sobre la que están desarrolladas
- ☐ Tengo conocimientos medios del funcionamiento de las criptomonedas y de la tecnología sobre la que están desarrolladas
- ☐ Tengo mucho conocimiento sobre las criptomonedas y de la tecnología sobre la que están desarrolladas

3. ¿Cómo conociste por primera vez las criptomonedas?

- ☐ A través de medios especializados en finanzas (radio/televisión, periódicos, sitios web...)
- ☐ A través de medios generalistas (radio/televisión, sitios web...)
- ☐ A través de redes sociales (Instagram, YouTube, Twitter...)
- ☐ A través de foros
- ☐ A través de publicidad
- ☐ A través de mi gestor del banco
- ☐ A través de familiares, amigos, compañeros de trabajo...
- ☐ Otros
- ☐ No lo recuerdo

4. Indícanos tu grado de acuerdo con cada una de las siguientes afirmaciones:

	De acuerdo	En desacuerdo	No lo sé / No tengo una opinión formada
Comprar una criptomoneda (por ejemplo <i>bitcoin</i>) es lo mismo que comprar cualquier moneda (por ejemplo euros, dólares o yenes)	☐	☐	☐
<i>Bitcoin</i> es un protocolo, una red de pagos y una moneda	☐	☐	☐
La tecnología que hay detrás de las criptomonedas se denomina <i>blockchain</i>	☐	☐	☐
En la actualidad, puedo pagar con <i>bitcoins</i> cualquier producto o servicio	☐	☐	☐

5. ¿Has invertido alguna vez en criptomonedas?

☐

Sí

☐

No

6. ¿Tienes la intención de invertir en algún momento en criptomonedas?

☐

Sí

☐

No

7. ¿Con qué frecuencia inviertes en criptomonedas?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐

Invierto de forma regular una asignación mensual

☐

Invierto únicamente cuando se producen caídas de su valor

☐

Invierto cuando tengo algún dinero disponible para invertir

☐

Invertí en el pasado, actualmente no tengo inversión en criptomonedas

8. ¿Qué porcentaje aproximado, del total de capital que dedicas a inversiones, tienes invertido en la actualidad en criptomonedas?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐

Menos del 5 %

☐

Entre el 5 y el 10 %

☐

Entre el 10 y el 15 %

☐

Entre el 15 y el 30 %

☐

Entre el 30 al 50 %

☐

Más del 50 %

☐

No lo sé / Prefiero no responder

9. ¿Sabes si las criptomonedas y las empresas que las comercializan están reguladas por ley y supervisadas por alguna institución?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐

Están reguladas por ley pero no supervisadas por ninguna institución

☐

Están reguladas por ley y supervisadas por una institución

☐

No están reguladas por ley ni supervisadas por una institución

☐

No lo sé

10. Indícanos tu grado de acuerdo con cada una de las siguientes afirmaciones. Por favor, selecciona la respuesta apropiada para cada concepto:

	Completamente de acuerdo	Algo de acuerdo	Poco de acuerdo	Nada de acuerdo	No lo sé / No tengo una opinión formada
Las criptomonedas tienen características que las hacen difíciles de entender y, por ello, pueden no ser adecuadas para pequeños ahorradores	☐	☐	☐	☐	☐
El precio de las criptomonedas conlleva un alto componente especulativo que puede suponer incluso la pérdida total de la inversión	☐	☐	☐	☐	☐
No existe garantía de que el precio de las criptomonedas no esté manipulado, ya que no existen mecanismos que lo impidan	☐	☐	☐	☐	☐
La liquidez de las criptomonedas es escasa, por lo que a veces no es posible vender en el momento deseado y, como consecuencia de ello, se pueden sufrir pérdidas significativas	☐	☐	☐	☐	☐
En algunos casos los distintos actores implicados en la emisión y comercialización de criptomonedas no están localizados en España o incluso no son localizables, por lo que la resolución de cualquier conflicto podría resultar costosa y quedar fuera del ámbito de competencias de las autoridades españolas	☐	☐	☐	☐	☐
La pérdida o robo de las claves privadas pueden suponer la pérdida de las criptomonedas sin posibilidad de recuperarlas	☐	☐	☐	☐	☐

11. ¿Consideras que las criptomonedas tienen más riesgo que otros tipos de inversiones?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐	Sí, tienen más riesgos
☐	No, los mismos
☐	No lo sé, no tengo una opinión formada

12. Las criptomonedas son activos digitales que no son dinero de curso legal y que tampoco pagan rendimientos como interés o beneficios. Quienes las compran suelen hacerlo esperando que el interés comprador de otros crezca y se aprecien en el futuro. ¿Estarías interesado en adquirir un producto financiero como este?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐	Sí, a corto o medio plazo
☐	Quizá dentro de un tiempo
☐	No

13. De las razones que te mostramos a continuación, indícanos por cuál o cuáles inviertes o invertirías en criptomonedas. Puedes marcar tantas razones como quieras.

Por favor, marca las opciones que correspondan:

☐	Ofrecen una elevada rentabilidad
☐	Prefiero invertir en productos con cierto riesgo
☐	Me gusta probar nuevos productos financieros
☐	Son el medio de pago del futuro
☐	Ofrecen más ventajas que la moneda tradicional
☐	No me quiero quedar atrás
☐	Las personas de mi entorno invierten en ellas
☐	Creo en la tecnología sobre la que están creadas
☐	Mantienen mi anonimato cuando realizo pagos
☐	Es muy sencillo invertir en ellas
☐	Por otras razones:

14. De las razones que te mostramos a continuación, indícanos por cuál o cuáles no inviertes o no invertirías en criptomonedas. Puedes marcar tantas razones como quieras.

Por favor, marca las opciones que correspondan:

☐	Tienen mucho riesgo
☐	No entiendo bien qué son
☐	No están protegidas por un marco legal como el Fondo de Garantía de Depósitos o el Fondo de Garantía de Inversiones
☐	Tengo miedo de ser estafado
☐	Son un método de pago no aceptado generalmente
☐	Pueden variar mucho de valor rápidamente
☐	Si compro no sé si luego voy a poder venderlas
☐	Se puede manipular el mercado en el que se negocian
☐	Son una moda pasajera
☐	No tengo capacidad de inversión
☐	Por otras razones:

Informaciones, comunicados y advertencias

1. Con anterioridad, ¿has visto u oído cualquier información sobre riesgos relacionados con la inversión en criptomonedas?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐ Sí

☐ No

2. ¿Cuál era el contenido de esa información sobre riesgos relacionados con la inversión en criptomonedas?

Por favor, escribe tu respuesta aquí:

3. Y, más en concreto, ¿recuerdas haber visto, leído u oído advertencias emitidas por algún organismo público sobre los riesgos de la inversión en criptomonedas?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐ Sí

☐ No

4. Indícanos, si lo recuerdas, qué organismo u organismos públicos realizaron esas advertencias sobre los riesgos de la inversión en criptomonedas.

Por favor, escribe tu respuesta aquí:

5. ¿Dónde viste dicha información de un organismo u organismos públicos realizando esas advertencias sobre los riesgos de la inversión en criptomonedas?

Por favor, marca las opciones que correspondan:

☐	Web del propio organismo público
☐	Redes sociales del propio organismo público
☐	Páginas web de otras entidades
☐	Redes sociales de otros individuos/entidades
☐	Prensa
☐	Televisión
☐	Radio
☐	Otros
☐	Otros medios o lugares:

6. A continuación te mostramos unos anuncios publicitarios sobre criptomonedas. En los anuncios, que te volvemos a mostrar, aparecen unas advertencias.

Por favor, selecciona la respuesta apropiada para cada concepto:

	Sí	No
... Se pueden leer fácilmente	☐	☐
... Ocupan un espacio suficiente dentro del anuncio publicitario	☐	☐

7. A continuación te mostramos de nuevo el texto de la advertencia.

Por favor, indícanos si en las advertencias...

Por favor, selecciona las respuesta apropiada para cada concepto:

	Sí	No
... Se entiende el mensaje que quiere transmitir la advertencia	☐	☐
... Se comprende el lenguaje y los términos utilizados en la advertencia	☐	☐

8. ¿Recuerdas haber visto alguna vez alguno de estos anuncios o algún otro anuncio de criptomonedas que incluyese una advertencia similar a la que te hemos enseñado anteriormente?

Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐	Sí
☐	No

9. En su momento, cuando viste ese anuncio o uno similar por primera vez, tras ver esta advertencia, ¿realizaste alguna de las siguientes acciones?
Por favor, marca las opciones que correspondan:

☐	Nada en especial
☐	Dirigirme al sitio donde se proporciona información adicional que se indica junto a la advertencia del anuncio publicitario
☐	Buscar en Internet más información acerca de las criptomonedas y sus riesgos
☐	Consultar a mi asesor/gestor sobre las criptomonedas y sus riesgos
☐	Consultar a familiares, amigos o compañeros sobre las criptomonedas y sus riesgos
☐	Otras respuestas:

10. ¿Leer la advertencia te hizo ser más consciente de los riesgos asociados a la inversión en criptomonedas?
Por favor, selecciona solo una de las siguientes opciones:

☐	Sí, ahora soy más consciente de los riesgos asociados a este tipo de inversión e invertiré con más cautela
☐	Sí, ahora soy más consciente de los riesgos asociados a este tipo de inversión, si bien todos los productos tienen sus riesgos, por lo que seguiré invirtiendo como venía haciendo hasta ahora
☐	No, necesitaría más información
☐	No, no entiendo a qué se está refiriendo
☐	No, ya era consciente de los riesgos

III Anexo legislativo

Desde la publicación del *Boletín de la CNMV* correspondiente al segundo trimestre de 2022 se han producido las siguientes novedades legislativas:

Normativa nacional

- **Ley 15/2022, de 12 de julio**, integral para la igualdad de trato y la no discriminación.

Tiene por objeto garantizar y promover el derecho a la igualdad de trato y no discriminación, y respetar la igual dignidad de las personas en desarrollo de los artículos 9.2, 10 y 14 de la Constitución. La ley regula derechos y obligaciones de las personas, físicas o jurídicas, públicas o privadas, establece principios de actuación de los poderes públicos y prevé medidas destinadas a prevenir, eliminar y corregir toda forma de discriminación, directa o indirecta, en los sectores público y privado.

Esta ley se aplicará en los siguientes ámbitos:

- a) Empleo, por cuenta ajena y por cuenta propia, que comprende el acceso, las condiciones de trabajo, incluidas las retributivas y las de despido, la promoción profesional y la formación para el empleo.
- b) Acceso, promoción, condiciones de trabajo y formación en el empleo público.
- c) Afiliación y participación en organizaciones políticas, sindicales, empresariales, profesionales y de interés social o económico.
- d) Educación.
- e) Sanidad.
- f) Transporte.
- g) Cultura.
- h) Seguridad ciudadana.
- i) Administración de Justicia.
- j) La protección social, las prestaciones y los servicios sociales.
- k) Acceso, oferta y suministro de bienes y servicios a disposición del público, incluida la vivienda, que se ofrezcan fuera del ámbito de la vida privada y familiar.
- l) Acceso y permanencia en establecimientos o espacios abiertos al público, así como el uso de la vía pública y estancia en la misma.

- m) Publicidad, medios de comunicación y servicios de la sociedad de la información.
 - n) Internet, redes sociales y aplicaciones móviles.
 - ñ) Actividades deportivas, de acuerdo con la Ley 19/2007, de 11 de julio, contra la violencia, el racismo, la xenofobia y la intolerancia en el deporte.
 - o) Inteligencia artificial y gestión masiva de datos, así como otras esferas de análoga significación.
- **Ley Orgánica 9/2022, de 28 de julio**, por la que se establecen normas que faciliten el uso de información financiera y de otro tipo para la prevención, detección, investigación o enjuiciamiento de infracciones penales, de modificación de la Ley Orgánica 8/1980, de 22 de septiembre, de Financiación de las Comunidades Autónomas y otras disposiciones conexas y de modificación de la Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.

Esta ley tiene por objeto la trasposición de la Directiva (UE) 2019/1153 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, por la que se establecen normas destinadas a facilitar el uso de información financiera y de otro tipo para la prevención, detección, investigación o enjuiciamiento de infracciones penales y por la que se deroga la Decisión 2000/642/JAI del Consejo.

La directiva se articula como un instrumento jurídico independiente y específico que permite un acceso directo e inmediato a los registros centralizados de cuentas bancarias y de pagos.

En España, ese registro se denomina Fichero de Titularidades Financieras y a él pueden acceder las autoridades competentes a efectos de prevención, detección, investigación o enjuiciamiento de infracciones penales, así como también los organismos de recuperación de activos. Este Fichero contiene los datos identificativos (nombre y apellidos o denominación social y el tipo y número de documento identificativo) de los titulares o, en su caso, de sus representantes o autorizados, así como de cualquier otra persona con poderes de disposición; además, incluirá el tipo de cuenta o depósito y la fecha de apertura y cancelación. No obstante, se advierte que el Fichero de Titularidades Financieras no contiene ninguna información acerca de saldos y movimientos, sino exclusivamente la identificación del producto financiero, de la entidad de crédito en la que está, y de los titulares y autorizados de la cuenta.

La ley complementa el régimen de acceso a la información financiera y del intercambio de información en la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo; con la novedad de que ya no estará circunscrito solamente a esta esfera de actuación, sino que se ve ampliado al ámbito de la prevención, detección, investigación y enjuiciamiento de infracciones penales graves.

Regula las disposiciones y obligaciones generales destinadas a facilitar el acceso a la información financiera contenida en el Fichero de Titularidades Financieras

bajo el amparo de la protección de las libertades públicas y los derechos fundamentales.

Asimismo, se facilita el acceso a la información de las autoridades competentes por parte del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Blanqueo de Capitales, en su condición de unidad de inteligencia financiera (UIF) para la prevención y la lucha contra el blanqueo de capitales, los delitos subyacentes conexos y la financiación del terrorismo.

Entre las cuestiones más relevantes de esta ley destaca la supresión de la previa autorización judicial o del Ministerio Fiscal para acceder al Fichero de Titularidades Financieras, tal y como se recogía en el artículo 43.3 de la Ley 10/2010, de 28 de abril, de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo, con el fin de garantizar un acceso directo e inmediato, en los términos expresamente previstos por la directiva. Ese mismo artículo creó el citado Fichero, operativo desde el 6 de mayo de 2016, entendido como un registro centralizado de cuentas bancarias en el que se encuentran millones de cuentas y depósitos. En el supuesto de requerir un acceso más allá de estos datos, las Fuerzas y Cuerpos de Seguridad solicitarán previamente autorización judicial o del Ministerio Fiscal.

La Directiva (UE) 2019/1153 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, no desplaza ni sustituye la acción de las directivas antiblanqueo, sino que se sitúa en paralelo a estas, a fin de mejorar el acceso y el intercambio de información financiera; en rigor, las directivas antiblanqueo se basan en la regulación del mercado interior, mientras que la directiva objeto de transposición se centra en reforzar la cooperación policial y judicial penal.

Esta ley entró en vigor al mes de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

- **Ley 16/2022, de 5 de septiembre**, de reforma del texto refundido de la Ley Concursal, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2020, de 5 de mayo, para la transposición de la Directiva (UE) 2019/1023 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 20 de junio de 2019, sobre marcos de reestructuración preventiva, exoneración de deudas e inhabilitaciones, y sobre medidas para aumentar la eficiencia de los procedimientos de reestructuración, insolvencia y exoneración de deudas, y por la que se modifica la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (Directiva sobre reestructuración e insolvencia).

Esta modificación supondrá un cambio integral de la situación de los procedimientos de insolvencia en nuestro país, siendo clave para su flexibilización y agilización, y para favorecer los mecanismos preconcursales, con el fin último de facilitar la reestructuración de empresas viables y la liquidación rápida y ordenada de las que no lo son.

En primer lugar, se introducen los denominados planes de reestructuración, un instrumento preconcursal dirigido a evitar la insolvencia, o a superarla, que posibilita una actuación en un estadio de dificultades previo al de los vigentes instrumentos preconcursales, sin el estigma asociado al concurso y con

características que incrementan su eficacia. Su introducción incentivará una reestructuración más temprana y, por tanto, con mayores probabilidades de éxito, y contribuirá a la descongestión de los juzgados y, en consecuencia, a una mayor eficiencia del concurso.

A su vez, la ley reforma el procedimiento concursal para incrementar su eficiencia, introduciendo múltiples modificaciones procedimentales dirigidas a agilizar el procedimiento, facilitar la aprobación de un convenio cuando la empresa sea viable y una liquidación rápida cuando no lo sea.

Por último, la ley configura un procedimiento de segunda oportunidad más eficaz, ampliando la relación de deudas exonerables e introduciendo la posibilidad de exoneración sin liquidación previa del patrimonio del deudor y con un plan de pagos, con lo que permite que este conserve su vivienda habitual y sus activos empresariales.

La presente ley entró en vigor a los 20 días de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*, con excepción del libro tercero del texto refundido de la Ley Concursal, que entrará en vigor el 1 de enero de 2023, salvo el apartado 2 del artículo 689, que entrará en vigor cuando se apruebe el reglamento a que se refiere la disposición transitoria segunda de la Ley 17/2014, de 30 de septiembre, por la que se adoptan medidas urgentes en materia de refinanciación y reestructuración de deuda empresarial, y la disposición adicional undécima, referida a los aplazamientos y fraccionamientos de deudas tributarias por la Agencia Estatal de Administración Tributaria, que entrará en vigor el 1 de enero de 2023.

– **Ley 18/2022, de 28 de septiembre**, de creación y crecimiento de empresas.

El objetivo de esta ley es, por un lado, facilitar la creación de nuevas empresas y, por otro, reducir las trabas a las que se enfrentan en su crecimiento, ya sean de origen regulatorio o financiero, para lograr con ello un incremento de la competencia en beneficio de los consumidores, de la productividad del tejido productivo, de las empresas y de la capacidad para crear empleo de calidad.

La ley modifica la regulación existente para poder crear una sociedad de responsabilidad limitada con un capital social de 1 euro e introduce reformas para facilitar e impulsar la constitución de estas de forma rápida, ágil y telemática, a través del Centro de Información y Red de Creación de Empresas. La eliminación de la exigencia de 3.000 euros de capital social mínimo, vigente hasta la fecha, tiene por objeto promover la creación de empresas mediante el abaratamiento de sus costes de constitución y pretende, asimismo, ampliar las opciones de los socios fundadores respecto al capital social que desean suscribir en función de sus necesidades y preferencias.

El capítulo V introduce un nuevo régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa. Estas plataformas estaban reguladas en España desde 2015 en el título V de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial. El 7 de octubre de 2020, la Unión Europea aprobó el Reglamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para

empresas, y por el que se modifican el Reglamento (UE) 2017/1129 y la Directiva (UE) 2019/1937. Este reglamento de la Unión Europea establece un régimen jurídico completo y exhaustivo de las plataformas de financiación participativa. La aprobación de esta norma europea responde a que la financiación participativa representa un tipo cada vez más importante de intermediación en la Unión Europea y a que varios Estados miembros de la Unión (entre ellos España) han adoptado diferentes regímenes jurídicos domésticos en los últimos años. Se busca unificar la regulación a nivel europeo, de manera que las plataformas de financiación participativa autorizadas y supervisadas conforme al reglamento de la Unión Europea pueden prestar sus servicios libremente en todo el territorio de la Unión, sin necesidad de obtener una autorización distinta en cada Estado miembro en el que quieran prestar sus servicios.

Esta ley adapta la legislación española al régimen jurídico establecido a nivel europeo, con el fin de que las plataformas autorizadas en España puedan prestar sus servicios libremente en todo el territorio de la Unión Europea, conforme a dicho reglamento europeo.

Entre las principales novedades de la regulación europea frente a la regulación nacional preexistente cabe destacar, en primer lugar, la inclusión de una nueva categoría de «gestión de carteras» para permitir que el proveedor de servicios de financiación participativa invierta en fondos en nombre del inversor.

En segundo lugar, establece un límite único de inversión individual por proyecto para inversores minoristas, que se fija como el más alto entre una cantidad de 1.000 euros o el 5 % de la riqueza (sin incluir propiedades inmobiliarias ni fondos de pensiones). A los inversores minoristas no se les impide invertir por encima del límite, pero, de querer hacerlo, recibirán una advertencia de riesgo y tendrán que dar su consentimiento expreso al proveedor de servicios de financiación participativa.

Además, destaca la fijación de un límite de inversión por proyecto de 5 millones de euros, superable hasta el límite previsto en la legislación de cada Estado miembro, a partir del cual se exige la emisión de un folleto (pero, en este caso, sin poder contar con pasaporte europeo, sino solo dentro de ese Estado miembro).

El reglamento de la Unión Europea no se aplica a determinadas plataformas, como las que solo intermedian ofertas de financiación participativa cuyo importe sea superior a 5 millones de euros, a pesar de que este tipo de plataformas sí estaban incluidas en el ámbito de aplicación de la Ley 5/2015, de 27 de abril. Es por este motivo que el artículo 14 regula la figura de las «plataformas no armonizadas», con el fin de que estas plataformas no se enfrenten a una situación de falta de seguridad jurídica y claridad.

Por último, cabe destacar la precisión que se realiza para considerar las participaciones en sociedades de responsabilidad limitada como valores aptos para el desarrollo de las actividades de las plataformas de financiación participativa y de las empresas de servicios de inversión previstas en el reglamento de la Unión Europea. La modificación permite que las plataformas de financiación participativa puedan crear y agrupar a los inversores en una sociedad de

responsabilidad limitada, cuyo objeto social y única actividad consistan en ser tenedora de las participaciones de la empresa en que se invierte, en una entidad sujeta a la supervisión de la CNMV o en otras figuras que se utilicen habitualmente para estos fines en otros Estados miembros de la Unión Europea.

El capítulo VI de la ley introduce un conjunto de reformas que buscan impulsar y mejorar la inversión colectiva y el capital riesgo en España, cuyo correcto funcionamiento beneficia al conjunto de la actividad económica y que tiene que ir necesariamente unido a la protección del inversor, en concreto del inversor particular.

Modifica el artículo 40 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, añadiendo las referencias necesarias en la legislación española a la figura regulada en el Reglamento (UE) 2015/760, de 29 de abril de 2015, sobre los fondos de inversión a largo plazo europeos. Se introducen otras medidas que contribuirán a mejorar la competitividad del sector, como la eliminación de la obligatoriedad del informe trimestral o el establecimiento de los medios telemáticos como forma de comunicación por defecto con partícipes y accionistas.

Se introduce un conjunto de modificaciones para el impulso de la industria del capital riesgo en la Ley 22/2014, de 12 de noviembre. Se modifica el artículo 9 para incluir expresamente, como objeto principal del capital riesgo, la inversión en entidades financieras cuya actividad se encuentre sustentada sobre todo en la aplicación de tecnología a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos.

Se incluyen modificaciones en los artículos 14, 16, 17, 18 y 23 para flexibilizar el régimen de diversificación de las inversiones de las entidades de capital riesgo, con el fin de adaptarlo a los estándares y prácticas internacionales del sector.

Se introduce también una modificación en el artículo 21.3 para homogeneizar las entidades de capital riesgo-pyme con la figura de los fondos de capital riesgo europeos, de manera que se flexibiliza el requisito que exige que las empresas objeto de actividad tengan como máximo 250 empleados y se eleva ese máximo a 499. La modificación introducida en el apartado 3 del artículo 26 reduce el desembolso inicial de las sociedades de capital riesgo del 50 % al 25 % del capital comprometido. Esta medida está en línea con lo previsto para los fondos de capital riesgo, pero se adapta a la mayor estructura de gobernanza que requiere una sociedad. La modificación en el apartado 1 del artículo 41 permite la posibilidad de constituir sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado bajo la forma de sociedad de responsabilidad limitada (SRL), como ya ocurre con todos los tipos de empresas de servicios de inversión. Con ello, se reducen las limitaciones a la constitución de sociedades gestoras, ya que la constitución bajo la forma de SRL tiene unos requisitos para su constitución y funcionamiento menores que los de las sociedades anónimas. Esta modificación también se introduce en los artículos 40 y 43 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva con el mismo propósito.

Asimismo, se modifica el artículo 75.2 a fin de flexibilizar el régimen para inversores no profesionales en entidades de capital riesgo. Como alternativa a la exigencia de 100.000 euros de inversión inicial, se permitirá la comercialización a

minoristas siempre que accedan a la inversión a través de la recomendación de una entidad autorizada para la prestación del servicio de asesoramiento, con una inversión mínima inicial de 10.000 euros y que, además, no suponga más del patrimonio financiero del cliente si este no supera los 500.000 euros.

Estas medidas de mejora del marco normativo aplicables a la inversión colectiva y al capital riesgo servirán también para potenciar y reforzar instrumentos de financiación pública como los desplegados por el Instituto de Crédito Oficial: Fond-ICO Pyme, Fond-ICO Next Tech, Fond-ICO Global y Fond-ICO Infraestructuras ESG.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- Circular 3/2022, de 21 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el folleto de las instituciones de inversión colectiva y el registro del documento con los datos fundamentales para el inversor.

Persigue como objetivos principales:

- Eliminar la regulación relativa al contenido, forma y supuestos de actualización del documento con los datos fundamentales para el inversor, puesto que estos aspectos ya se regulan en el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014. Como consecuencia, la nueva circular regula, entre otros aspectos, la forma, contenido y presentación del folleto, y las causas y formas de su actualización, así como la forma de envío a la CNMV, para su registro, tanto del folleto como del documento con los datos fundamentales para el inversor regulado en el Reglamento (UE) n.º 1286/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014.
- Eliminar del contenido del folleto determinada información que no es exigida por la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, y que ya se recoge en el documento de datos fundamentales de los productos de inversión minorista empaquetados (PRIIP), como el indicador de gastos corrientes, los escenarios de rentabilidad de las instituciones de inversión colectiva estructuradas o el indicador sintético de riesgo. De esta manera el folleto se simplifica, se evitan reiteraciones y se alinea con el folleto de otros países de nuestro entorno.
- Eliminar o modificar determinados elementos esenciales e introducir uno nuevo, estableciendo que la fecha de entrada en vigor de los elementos esenciales se produce con la inscripción del folleto. En este sentido, el apartado 1 del artículo 24 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, señala que la CNMV establecerá los elementos del folleto que se consideran esenciales y que requieren registro previo y, en el caso de los fondos, previa verificación, para su entrada en vigor, exigiéndose la actualización del folleto cuando se modifiquen elementos esenciales.

- **Resolución de 21 de julio de 2022** del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión.

La presente reforma del Reglamento de Régimen Interior pretende, por una parte, clarificar la consideración de altos cargos de determinados puestos directivos de la CNMV.

Por otra parte, la reforma pretende concretar la asistencia del director general adjunto del Servicio Jurídico a las reuniones del Consejo y del Comité Ejecutivo, a las que deberá asistir para la exposición de los trámites correspondientes a los procedimientos sancionadores cuyo conocimiento o aprobación corresponda a estos órganos colegiados.

Finalmente, se modifica la regulación del Comité de Dirección de la CNMV para convertirlo en un órgano de existencia obligatoria dada su relevancia, modificando así su configuración actual como un órgano cuya existencia depende únicamente de la voluntad del presidente. Asimismo, se asemeja su regulación a la del Comité Ejecutivo de la CNMV al establecer expresamente que, además del presidente, el vicepresidente y los directores generales, podrán asistir a las reuniones del Comité de Dirección aquellos otros empleados que sean convocados por el presidente, teniendo en cuenta los asuntos que se vayan a tratar.

Otros

- **Resolución de 19 de septiembre de 2022**, de la Subsecretaría, por la que se publica el Convenio de colaboración entre la Corporación de Radio y Televisión Española, Sociedad Anónima, S.M.E., el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital, en el marco del desarrollo del Plan de Educación Financiera.
- **Resolución de 19 de septiembre de 2022**, de la Subsecretaría, por la que se publica el Convenio entre la Secretaría de Estado de Seguridad y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, para la persecución del fraude financiero por personas o entidades no autorizadas.

European Securities Markets Authority (ESMA)

- **Directrices sobre procedimientos y metodologías comunes en el proceso de revisión y evaluación supervisoras de las ECC con arreglo al artículo 21 del EMIR.** (10.03.2022) European Securities Markets Authority (ESMA).
- **Directrices sobre los escenarios utilizados para las pruebas de resistencia en virtud del Reglamento sobre fondos del mercado monetario (FMM).** (04.05.2022) European Securities Markets Authority (ESMA).

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

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/1455 de la Comisión**, de 11 de abril de 2022, por el que se complementa el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas al requisito de fondos propios para las empresas de servicios de inversión basado en los gastos fijos generales.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 229 de 05/09/2022, pp. 1-4.

- **Reglamento Delegado (UE) 2022/1622 de la Comisión**, de 17 de mayo de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a mercados emergentes y las economías avanzadas.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 244 de 21/09/2022, pp. 3-4.

- **Reglamento de Ejecución (UE) 2022/1650 de la Comisión**, de 24 de marzo de 2022, por el que se modifican las normas técnicas de ejecución establecidas en el Reglamento (UE) 2016/1646 en lo que respecta a los principales índices bursátiles y los mercados organizados de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo.

Publicado en el *DOUE* (L) n.º 249 de 27/09/2022, pp. 1-9.

IV Anexo estadístico

Mercados

1.1 Renta variable

Emisiones y OPV¹

CUADRO 1.1

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	33	28	34	16	8	9	10	9
Ampliaciones de capital	33	28	33	15	8	9	10	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	0	0	1
Ampliaciones de capital liberadas	10	12	14	6	5	4	5	4
De las cuales dividendo elección	9	12	13	6	4	4	5	4
Ampliaciones de capital por conversión	3	2	4	3	0	0	1	1
De contrapartida no monetaria	2	1	4	2	0	1	0	0
Con derecho de suscripción preferente	8	5	4	1	1	0	2	0
Sin negociación de derechos de suscripción	13	9	12	5	2	5	3	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	1	0	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	52	40	52	19	9	10	12	9
Ampliaciones de capital	52	40	51	18	9	10	12	9
Ofertas públicas de suscripción de valores	1	1	1	0	0	0	0	1
Ampliaciones de capital liberadas	15	17	20	6	5	4	5	4
De las cuales dividendo elección	14	17	19	6	4	4	5	4
Ampliaciones de capital por conversión	4	2	4	3	0	0	1	1
De contrapartida no monetaria	2	2	5	3	0	1	0	0
Con derecho de suscripción preferente	9	5	4	1	1	0	2	0
Sin negociación de derechos de suscripción	21	13	17	5	3	5	4	3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0	0	1	1	0	0	0	0
IMPORTE EFECTIVO (millones de euros)								
Total	9.806,0	10.852,1	17.138,3	4.898,8	321,7	1.368,9	701,9	1.006,8
Ampliaciones de capital	9.806,0	10.852,1	14.938,1	2.698,6	321,7	1.368,9	701,9	1.006,8
Ofertas públicas de suscripción de valores	10,0	150,1	100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,0
Ampliaciones de capital liberadas	1.565,4	1.949,0	1.264,9	131,1	165,5	422,8	347,8	694,6
De las cuales dividendo elección	1.564,1	1.949,0	1.243,6	131,1	144,2	422,8	347,8	694,6
Ampliaciones de capital por conversión	354,9	162,4	109,5	41,4	0,0	0,0	3,1	2,0
De contrapartida no monetaria ²	2.034,2	233,0	3.525,3	1.390,1	0,0	17,4	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	4.729,8	6.837,2	7.060,4	6,3	21,2	0,0	254,2	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	1.111,8	1.520,3	2.878,1	1.129,6	135,0	928,7	96,8	110,3
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	2.200,2	2.200,2	0,0	0,0	0,0	0,0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	1.336,9	1.282,0	5.021,7	1.991,7	188,5	131,9	174,3	116,5
Ampliaciones de capital	1.336,9	1.282,0	4.939,4	1.909,4	188,5	131,9	174,3	116,5
Ofertas públicas de suscripción de valores	0,5	7,8	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8
Ampliaciones de capital liberadas	307,6	799,6	796,2	131,1	165,3	68,3	149,6	111,5
De las cuales dividendo elección	306,3	799,6	774,9	131,1	144,0	68,3	149,6	111,5
Ampliaciones de capital por conversión	16,6	1,7	46,3	23,3	0,0	0,0	0,0	0,0
De contrapartida no monetaria	401,0	68,0	3.289,0	1.153,8	0,0	8,7	0,0	0,0
Con derecho de suscripción preferente	372,1	370,9	98,8	5,1	21,2	0,0	22,9	0,0
Sin negociación de derechos de suscripción	239,1	34,1	703,7	596,1	1,9	54,9	1,7	4,1
Ofertas públicas de venta de acciones (OPV)	0,0	0,0	82,3	82,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria: operaciones en BME Growth³								
Número de emisores	12	9	44	26	14	13	13	19
Número de emisiones	17	14	77	32	19	14	26	30
Importe efectivo (millones de euros)	298,3	238,5	2.440,8	1.230,6	434,7	347,0	615,2	643,0
Ampliaciones de capital	298,3	238,5	2.440,8	1.230,6	434,7	347,0	615,2	643,0
De ellas, mediante OPS	229,4	173,5	1.654,2	869,6	379,1	216,5	190,7	399,3
Ofertas públicas de venta de acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Operaciones registradas en la CNMV. No incluye datos de BME Growth, ETF (Exchange Traded Funds) ni Latibex.

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

3 Operaciones no registradas en la CNMV. Fuente: BME y elaboración propia.

Sociedades admitidas a cotización¹

CUADRO 1.2

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	129	126	123	126	123	123	121	121
Empresas extranjeras	7	7	6	7	6	6	6	6
Segundo mercado	3	0	0	0	0	0	0	0
Madrid	1	0	0	0	0	0	0	0
Barcelona	2	0	0	0	0	0	0	0
Bilbao	0	0	0	0	0	0	0	0
Valencia	0	0	0	0	0	0	0	0
Corros	9	11	10	10	10	9	9	9
Madrid	3	3	3	3	3	3	3	3
Barcelona	5	6	6	6	6	6	6	6
Bilbao	2	2	2	2	2	2	2	2
Valencia	2	2	1	1	1	0	0	0
BME MTF Equity ³	2.709	2.580	2.432	2.458	2.432	2.402	2.350	2.093
Latibex	19	19	19	18	19	18	19	19

1 Datos al final del periodo.

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

3 Antes MAB.

Capitalización¹

CUADRO 1.3

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ²	806.064,3	690.101,6	781.805,4	784.104,0	781.805,0	749.196,8	706.766,8	645.678,0
Empresas extranjeras ³	141.671,0	113.478,9	147.214,3	146.598,2	147.213,9	143.841,7	121.487,2	115.485,5
Ibex 35	494.789,4	424.167,3	475.870,0	482.298,0	475.870,0	460.787,9	432.155,2	391.213,3
Segundo mercado	31,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	29,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	1.154,2	1.053,6	1.319,3	1.299,5	1.319,3	1.222,1	1.118,0	1.153,2
Madrid	69,8	30,9	23,1	23,1	23,1	24,2	25,8	37,5
Barcelona	1.036,5	956,0	1.258,7	1.239,4	1.258,7	1.202,9	1.097,1	1.122,2
Bilbao	32,9	20,6	19,2	19,7	19,2	16,2	16,2	14,7
Valencia	80,4	76,0	45,3	45,3	45,3	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ⁴	44.706,4	43.595,5	48.656,9	47.484,6	48.656,9	47.115,3	45.612,4	41.877,1
Latibex	199,0	128,7	144,3	184,7	196,1	281,9	187,1	203,4

1 Datos al final del periodo.

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

3 La capitalización de las sociedades extranjeras está calculada considerando la totalidad de sus acciones, estén o no depositadas en España.

4 Antes MAB. Solo se tiene en cuenta el número de acciones en circulación de las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), pero no las acciones propias, debido a que el capital social lo comunican únicamente a final de año.

Contratación efectiva

CUADRO 1.4

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III
Mercado continuo (MC). Total ¹	462.378,8	422.786,4	372.972,8	78.833,1	107.010,8	108.728,0	100.601,9	68.491,7
Empresas extranjeras	3.477,8	4.273,8	4.343,6	1.106,5	1.118,3	2.167,5	1.268,5	660,4
Segundo mercado	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Madrid	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Barcelona	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bilbao	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Corros	6,2	2,5	7,4	0,4	1,6	2,3	2,9	0,8
Madrid	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1
Barcelona	3,2	2,4	7,4	0,4	1,6	2,1	2,9	0,8
Bilbao	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valencia	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BME MTF Equity ²	4.014,4	3.929,0	3.559,2	639,8	1.110,4	933,0	985,0	759,0
Latibex	136,4	79,5	48,9	7,9	21,7	29,4	15,3	21,5

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

2 Antes MAB.

Contratación efectiva mercado continuo por tipo de operación¹

CUADRO 1.5

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III
En sesión	450.575,7	405.120,5	355.841,2	75.244,2	100.331,1	106.941,7	95.453,0	66.656,5
Órdenes	258.242,2	278.516,1	237.430,5	54.975,2	60.141,9	77.695,7	64.453,9	52.307,0
Aplicaciones	38.888,0	42.666,5	40.006,0	8.809,5	10.431,7	10.938,1	9.408,9	6.932,9
Bloques	153.445,5	83.938,0	78.404,7	11.459,5	29.757,6	18.308,0	21.590,2	7.416,7
Fuera de hora	3.098,1	4.174,3	4.890,0	435,6	1.763,2	964,2	1.772,6	343,2
Autorizadas	1.706,3	2.001,4	1.213,3	200,9	371,1	80,3	464,6	212,8
Op. LMV art. 36.1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opas	2.509,5	5.250,9	5.306,1	2.092,0	3.214,0	0,0	1.787,8	184,2
OPV	634,4	967,8	1.723,2	0,0	0,0	75,0	172,5	220,0
Toma de razón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ejercicio de opciones	3.422,0	3.369,1	2.787,7	633,9	1.005,6	327,2	599,7	551,1
Operaciones de cobertura	1.799,4	1.902,4	1.211,5	226,5	325,7	339,5	351,9	323,9

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

1.2 Renta fija

Emisiones brutas registradas en la CNMV

CUADRO 1.6

				2021		2022		
	2019	2020	2021	III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	39	47	34	13	13	13	10	7
Cédulas hipotecarias	12	14	7	3	2	6	3	1
Cédulas territoriales	2	3	3	0	1	3	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	13	11	11	5	8	3	3	4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	1	2	0
Bonos de titulación	13	15	12	4	1	4	2	2
Pagarés de empresa	11	11	7	0	1	0	1	0
De titulación	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	11	11	7	0	1	0	1	0
Otras emisiones de renta fija	1	2	1	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	4	1	1	0	0	0
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	298	244	156	43	18	27	30	29
Cédulas hipotecarias	29	26	16	7	2	8	4	5
Cédulas territoriales	3	6	3	0	1	3	0	1
Bonos y obligaciones no convertibles	205	143	82	21	10	4	10	8
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0	0	0	0	0	1	2	0
Bonos de titulación	48	52	41	14	3	11	13	15
Pagarés de empresa ¹	11	11	7	0	1	0	1	0
De titulación	0	0	0	0	0	0	0	0
Resto de pagarés	11	11	7	0	1	0	1	0
Otras emisiones de renta fija	1	4	1	0	0	0	0	0
Participaciones preferentes	1	2	6	1	1	0	0	0
IMPORTE NOMINAL (millones de euros)								
Total	90.164,5	132.111,3	101.170,7	25.484,7	27.319,5	42.857,7	17.204,1	24.694,5
Cédulas hipotecarias	22.933,0	22.960,0	28.700,0	9.450,0	6.750,0	14.300,0	7.000,0	6.000,0
Cédulas territoriales	1.300,0	9.150,0	5.500,0	0,0	2.000,0	3.040,0	0,0	500,0
Bonos y obligaciones no convertibles	29.605,6	33.412,5	25.256,7	807,4	13.984,4	4.371,8	549,5	547,4
Bonos y obligaciones convertibles/canjeables	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	300,0	1.000,0	0,0
Bonos de titulación	18.740,9	36.281,0	18.375,7	7.184,2	488,0	14.021,8	1.911,4	1.359,1
Pagarés de empresa ²	15.085,0	22.291,6	20.180,0	7.293,2	3.597,1	6.824,1	6.743,2	16.288,0
De titulación	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto de pagarés	15.085,0	22.291,6	20.180,0	7.293,2	3.597,1	6.824,1	6.743,2	16.288,0
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	6.266,2	823,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Participaciones preferentes	1.000,0	1.750,0	2.335,0	750,0	500,0	0,0	0,0	0,0
Pro memoria:								
Emisiones subordinadas	3.213,5	14.312,1	4.599,5	1.805,9	563,4	951,3	745,2	258,1
Emisiones aseguradas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Programas registrados.

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

Admisión al mercado AIAF¹

CUADRO 1.7

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III
Total	114.034,0	119.230,2	113.205,9	26.630,3	20.115,9	40.160,8	30.703,6	23.970,6
Pagarés	15.036,1	22.293,8	20.190,1	4.763,2	6.189,7	5.272,3	8.029,1	13.566,4
Bonos y obligaciones	45.082,0	20.407,1	37.664,0	1.316,1	2.135,0	15.926,6	1.363,1	1.045,1
Cédulas hipotecarias	29.375,0	23.058,3	29.020,0	12.670,0	7.750,0	14.300,0	7.000,0	6.000,0
Cédulas territoriales	3.300,0	9.150,0	5.500,0	0,0	2.000,0	3.040,0	0,0	2.000,0
Bonos de titulización	18.740,9	36.281,0	18.375,7	7.131,0	1.541,2	1.621,8	14.311,4	1.359,1
Participaciones preferentes	1.000,0	1.750,0	1.625,0	750,0	500,0	0,0	0,0	0,0
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras emisiones de renta fija	1.500,0	6.290,1	831,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1 Solo incluye renta fija privada.

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	331	321	292	301	292	284	278	275
Renta fija privada	299	289	257	266	257	248	241	238
Pagarés	9	8	40	7	7	6	6	5
Bonos y obligaciones	40	41	39	40	39	35	31	32
Cédulas hipotecarias	35	29	27	29	27	27	26	25
Cédulas territoriales	7	8	6	7	6	5	4	4
Bonos de titulización	227	222	198	202	198	192	190	187
Participaciones preferentes	6	5	5	4	5	5	5	5
Bonos matador	5	5	3	4	3	3	3	3
Deuda pública	32	32	35	35	35	36	37	37
Letras del Tesoro	1	1	1	1	1	1	1	1
Bonos y obligaciones del Estado	1	1	1	1	1	1	1	1
Deuda autonómica	13	13	13	13	13	13	13	13
Deuda pública extranjera	10	10	13	13	13	13	13	13
Otra deuda pública	8	8	8	8	8	9	10	10
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	2.775	2.610	2.451	2.492	2.451	2.415	2.391	2.337
Renta fija privada	1.834	1.655	1.465	1.508	1.465	1.401	1.375	1.334
Pagarés	84	53	54	36	54	45	53	49
Bonos y obligaciones	718	589	481	519	481	440	411	380
Cédulas hipotecarias	209	200	183	195	183	181	177	174
Cédulas territoriales	23	22	18	21	18	19	17	14
Bonos de titulización	787	777	715	723	715	702	703	703
Participaciones preferentes	8	9	11	10	11	11	11	11
Bonos matador	5	5	3	4	3	3	3	3
Deuda pública	941	955	986	984	986	1.014	1.016	1.003
Letras del Tesoro	12	12	12	12	12	12	12	12
Bonos y obligaciones del Estado	236	231	233	227	233	236	235	234
Deuda autonómica	173	167	171	170	171	170	167	165
Deuda pública extranjera	508	533	558	564	558	572	574	564
Otra deuda pública	12	12	12	11	12	24	28	28
SALDO VIVO¹ (millones de euros)								
Total	6.421.003,0	6.297.532,5	6.261.335,6	6.358.591,6	6.261.335,6	6.311.600,3	6.191.763,7	6.099.991,9
Renta fija privada	463.816,1	464.170,7	456.613,9	472.718,8	456.613,9	419.260,8	421.386,1	409.648,5
Pagarés	6.423,1	4.812,4	5.688,6	3.915,7	5.688,6	5.092,2	5.278,4	4.833,2
Bonos y obligaciones	62.477,8	53.696,1	68.584,8	78.850,0	68.584,8	39.352,9	36.685,9	37.359,7
Cédulas hipotecarias	195.719,1	199.054,1	199.681,7	201.689,8	199.681,7	206.148,4	202.387,6	200.556,4
Cédulas territoriales	20.762,3	18.262,3	17.544,0	19.144,0	17.544,0	19.694,0	19.220,0	14.585,0
Bonos de titulización	172.878,9	181.341,0	156.695,2	161.139,6	156.695,2	140.553,8	149.394,6	143.894,7
Participaciones preferentes	5.240,0	6.690,0	8.225,0	7.725,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0	8.225,0
Bonos matador	314,8	314,8	194,6	254,7	194,6	194,6	194,6	194,6
Deuda pública	5.957.186,8	5.833.361,8	5.804.721,7	5.885.872,8	5.804.721,7	5.892.339,5	5.770.377,7	5.695.638,7
Letras del Tesoro	68.335,5	79.765,7	79.409,6	76.253,7	79.409,6	79.174,4	76.799,5	76.859,5
Bonos y obligaciones del Estado	937.290,9	1.026.625,5	1.094.574,1	1.096.361,5	1.094.574,1	1.156.820,9	1.145.533,0	1.177.934,7
Deuda autonómica	35.247,6	32.775,5	36.131,2	35.127,5	36.131,2	36.099,7	36.134,3	40.889,9
Deuda pública extranjera	4.914.792,7	4.692.674,9	4.592.786,5	4.676.809,9	4.592.786,5	4.579.819,9	4.470.006,7	4.359.064,7
Otra deuda pública	1.520,2	1.520,2	1.820,2	1.320,2	1.820,2	40.424,6	41.904,1	40.889,9

1 Importes nominales.

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021	2022				
				III	IV	I	II	III	
POR TIPO DE ACTIVO									
Total	158.807,2	140.509,4	47.659,3	5.855,1	2.766,8	5.178,6	6.219,2	3.222,3	
Renta fija privada	275,2	170,2	174,3	35,5	50,7	32,1	30,9	18,4	
Pagarés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bonos y obligaciones	260,0	169,4	174,3	35,5	50,7	32,1	30,9	18,4	
Cédulas hipotecarias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Cédulas territoriales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bonos de titulación	13,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Participaciones preferentes	1,4	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Bonos matador	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda pública	158.532,0	140.339,2	47.485,0	5.819,6	2.716,1	5.146,5	6.188,3	3.203,9	
Letras del Tesoro	25.858,4	27.975,5	5.186,3	1.305,0	50,3	50,0	305,0	170,3	
Bonos y obligaciones del Estado	92.592,8	83.478,8	21.997,4	1.491,1	1.026,1	1.996,3	2.238,3	501,4	
Deuda autonómica	35,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda pública extranjera	40.027,8	28.884,9	20.301,3	3.023,5	1.639,7	3.100,2	3.645,0	2.532,1	
Otra deuda pública	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
POR TIPO DE OPERACIÓN									
Total	158.807,2	140.509,4	47.659,3	5.855,1	2.766,8	5.178,6	6.219,2	3.222,3	
Simple	158.807,2	140.509,4	47.659,3	5.855,1	2.766,8	5.178,6	6.219,2	3.222,3	
Repo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Simultánea	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

AIAF. Contratación por cuenta de terceros según sector del comprador

CUADRO 1.10

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021	2022				
				III	IV	I	II	III	
Total	158.792,5	140.495,9	47.564,1	5.829,9	2.757,2	5.175,5	6.214,1	5.161,4	
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Instituciones financieras	158.792,5	140.495,9	47.564,1	5.829,9	2.757,2	5.175,5	6.214,1	5.161,4	
Entidades de crédito	385,5	176,6	278,3	162,8	37,5	23,0	25,4	27,2	
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	158.407,0	140.319,3	47.285,8	5.667,0	2.719,7	5.152,5	6.188,7	5.134,2	
Administraciones públicas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Hogares e ISFLSH ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Resto del mundo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	

¹ Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Bolsas de valores. Emisores, emisiones y saldos vivos

CUADRO 1.11

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III
NÚMERO DE EMISORES								
Total	13	11	10	10	10	10	10	10
Emisores privados	5	4	4	4	4	4	4	4
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	5	4	4	4	4	4	4	4
Administraciones públicas ¹	8	7	6	6	6	6	6	6
Comunidades autónomas	2	2	2	2	2	2	2	2
NÚMERO DE EMISIONES								
Total	54	44	49	48	49	48	45	43
Emisores privados	16	11	11	11	11	11	11	11
Sociedades no financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Instituciones financieras privadas	16	11	11	11	11	11	11	11
Administraciones públicas ¹	38	33	38	37	38	37	34	32
Comunidades autónomas	20	18	26	26	26	26	25	25
SALDO VIVO ² (millones de euros)								
Total	7.340,4	6.158,4	8.399,3	8.413,9	8.399,3	8.397,0	8.206,2	7.886,8
Emisores privados	481,1	366,3	319,4	330,5	319,4	307,9	297,3	283,4
Sociedades no financieras	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituciones financieras privadas	481,1	366,3	319,4	330,5	319,4	307,9	297,3	283,4
Administraciones públicas ¹	6.859,2	5.792,2	8.079,9	8.083,4	8.079,9	8.089,1	7.908,8	7.603,3
Comunidades autónomas	6.260,7	5.179,3	7.549,3	7.549,3	7.549,3	7.549,3	7.398,6	7.398,6

1 No incluye deuda anotada.

2 Importes nominales.

SENAF. Contratación de deuda pública por modalidad

CUADRO 1.12

Importes nominales en millones de euros

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III
Total	150.634,0	120.706,0	174.959,0	48.400,0	36.783,0	28.045,0	26.974,0	30.343,0
Simple	150.634,0	120.706,0	174.959,0	48.400,0	36.783,0	28.045,0	26.974,0	30.343,0
Simultáneas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras operaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

1.3 Derivados y otros productos

1.3.1 Mercados de derivados financieros: MEFF

Negociación en MEFF

CUADRO 1.13

Número de contratos

	2019	2020	2021	2021		2022		
				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}	6.625.993	6.395.357	5.547.599	1.430.095	1.423.426	1.664.446	1.375.678	1.303.319
Futuro sobre Ibex 35 plus	5.965.905	5.905.782	5.260.568	1.377.802	1.344.510	1.587.224	1.314.389	1.258.725
Futuro mini sobre Ibex 35	145.489	154.351	92.657	21.059	22.896	33.042	23.030	20.341
Futuro micro sobre Ibex 35	0	0	0	0	0	0	0	0
Futuro sobre Ibex 35 Impacto Div	144.831	91.571	45.450	3.793	15.218	4.320	1.240	1.650
Futuro sobre Ibex 35 sectoriales	6	0	0	0	0	0	0	0
Opción <i>call</i> mini	177.369	104.132	69.667	12.332	10.020	11.728	11.292	9.023
Opción <i>put</i> mini	192.393	139.521	79.257	15.109	30.781	28.131	25.727	13.580
Sobre acciones ⁴	32.841.027	30.313.892	25.434.719	6.083.100	5.772.331	6.925.765	4.746.892	5.283.881
Futuros	15.298.027	10.968.411	11.346.047	3.410.227	1.463.869	3.919.655	956.444	1.549.644
Futuros sobre dividendos de acciones	758.700	130.055	2.100	400	1.700	25	75	6.050
Futuros sobre dividendos de acciones plus	0	7.752	20.800	8.729	4.159	9.040	0	0
Opción <i>call</i>	7.405.619	8.564.019	6.131.488	1.066.620	1.630.386	1.499.642	2.069.208	1.969.545
Opción <i>put</i>	9.378.681	10.643.655	7.934.284	1.597.124	2.672.217	1.497.403	1.721.165	1.758.642

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

				2021		2022		
	2019	2020	2021	III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Importe de las primas (millones de euros)	1.837,7	1.167,7	2.142,7	496,7	510,4	1.236,0	1.498,2	1.289,1
Sobre acciones	901,4	445,7	792,8	169,3	202,7	289,7	575,7	344,1
Sobre índices	809,3	674,0	1.258,6	315,8	289,5	868,8	671,1	754,5
Otros ¹	127,1	48,1	91,3	11,6	18,2	77,4	251,4	190,5
Número de emisiones	5.496	3.081	4.581	1.006	1.010	2.299	1.765	1.819
Número de emisores	6	5	4	2	2	2	2	2
CONTRATOS DE COMPRA/VENTA DE OPCIONES								
Importes nominales (millones de euros)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre acciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sobre índices	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones	0	0	0	0	0	0	0	0
Número de emisores	0	0	0	0	0	0	0	0

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

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III
WARRANTS								
Contratación efectiva (millones de euros)	291,6	319,7	289,2	66,5	76,3	106,0	159,7	161,4
Sobre acciones nacionales	81,1	121,1	123,3	20,4	22,7	23,0	21,9	20,8
Sobre acciones extranjeras	19,7	26,0	18,2	3,8	5,6	6,0	7,5	4,4
Sobre índices	186,6	161,7	143,4	41,4	47,3	73,6	114,4	119,8
Otros ¹	3,7	10,9	4,3	0,9	0,8	3,4	15,9	16,5
Número de emisiones ²	3.605	3.785	3.249	781	779	1.126	1.078	970
Número de emisores ²	8	7	4	4	4	2	2	3
CERTIFICADOS								
Contratación efectiva (millones de euros)	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Número de emisiones ²	2	1	1	0	0	0	0	0
Número de emisores ²	1	1	1	0	0	0	0	0
ETF								
Contratación efectiva (millones de euros)	1.718,8	2.548,1	1.549,0	404,5	398,7	556,9	428,5	328,5
Número de fondos	6	5	5	5	5	5	5	5
Patrimonio ³ (millones de euros)	229,2	241,5	259,8	267,1	274,1	256,7	225,6	220,1

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.

Servicios de inversión

Servicios de inversión. Entidades nacionales, sucursales y representantes

CUADRO 2.1

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III
SOCIEDADES DE VALORES								
Entidades nacionales	39	38	33	33	33	33	32	34
Sucursales en España	19	14	13	13	13	14	12	15
Agentes operantes en España	1.944	1.407	1.359	1.336	1.359	1.149	1.180	1.194
Sucursales en el EEE ¹	9	8	4	4	4	4	4	4
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	25	25	20	20	20	21	21	21
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	205	205	161	153	161	173	173	192
AGENCIAS DE VALORES								
Entidades nacionales	56	57	58	59	58	60	61	62
Sucursales en España	23	24	21	22	21	22	22	19
Agentes operantes en España	361	353	729	375	729	887	1.063	1.102
Sucursales en el EEE ¹	1	0	4	4	4	6	5	6
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	24	30	30	30	30	32	32	34
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	144	205	200	198	200	200	214	211
SOCIEDADES GESTORAS DE CARTERA								
Entidades nacionales	1	1	0	1	0	0	0	0
EMPRESAS DE ASESORAMIENTO FINANCIERO								
Entidades nacionales	140	140	140	141	140	140	142	144
Sucursales en España	22	23	21	21	21	21	21	21
Sucursales en el EEE ¹	2	2	1	1	1	1	1	0
Entidades en libre prestación en el EEE ¹	29	27	26	27	26	26	25	25
Pasaportes para operar en el EEE ^{1, 2}	51	47	49	54	49	48	48	48
ENTIDADES DE CRÉDITO ³								
Entidades nacionales	112	110	108	110	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

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III
Total	3.567	3.617	1.369	1.364	1.369	1.413	1.422	1.430
Empresas de servicios de inversión	3.088	3.131	952	951	952	963	971	974
Comunitarias	3.085	3.128	947	946	947	958	966	969
Con sucursal	65	66	41	42	41	42	43	43
En libre prestación de servicios	3.020	3.062	906	904	906	916	923	926
Extracomunitarias	3	3	5	5	5	5	5	5
Con sucursal	0	0	2	2	2	2	2	2
En libre prestación de servicios	3	3	3	3	3	3	3	3
Entidades de crédito ¹	479	486	417	413	417	450	451	456
Comunitarias	473	480	412	408	412	445	446	450
Con sucursal	54	50	52	52	52	52	51	52
En libre prestación de servicios	419	430	360	356	360	393	395	398
Filiales en libre prestación de servicios	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracomunitarias	6	6	5	5	5	5	5	6
Con sucursal	3	4	3	3	3	3	3	3
En libre prestación de servicios	3	2	2	2	2	2	2	3

1 Fuente: Banco de España y CNMV.

Intermediación de operaciones al contado¹

CUADRO 2.3

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021			2022		
				II	III	IV	I	II	
RENTA FIJA									
Total	3.222.363,2	3.782.640,8	2.878.970,7	757.396,9	472.152,2	765.546,2	1.461.771,6	4.030.581,8	
Sociedades de valores	2.263.416,4	3.345.439,9	2.865.236,9	755.486,3	470.699,2	758.238,6	1.457.060,8	4.022.815,2	
Mercados organizados nacionales	909.992,9	1.261.885,8	1.199.193,3	338.861,7	250.039,0	195.093,3	338.104,3	1.031.483,2	
Otros mercados nacionales	1.012.359,1	1.721.922,5	1.006.802,5	280.240,9	134.635,1	282.867,6	863.779,6	2.122.886,2	
Mercados extranjeros	341.064,4	361.631,6	659.241,1	136.383,7	86.025,1	280.277,7	255.176,9	868.445,8	
Agencias de valores	958.946,8	437.200,9	13.733,8	1.910,6	1.453,0	7.307,6	4.710,8	7.766,6	
Mercados organizados nacionales	17.314,9	1.229,4	1.307,0	217,0	160,0	617,0	382,8	596,9	
Otros mercados nacionales	803.742,9	405.199,7	80,2	19,5	10,4	32,8	41,8	264,9	
Mercados extranjeros	137.889,0	30.771,8	12.346,6	1.674,1	1.282,6	6.657,8	4.286,2	6.904,8	
RENTA VARIABLE									
Total	1.213.388,9	1.816.691,4	1.220.967,9	438.252,0	135.727,2	59.953,7	38.266,9	89.105,0	
Sociedades de valores	1.194.473,3	1.793.180,4	1.195.799,7	432.767,3	131.370,6	50.183,9	31.152,3	76.578,7	
Mercados organizados nacionales	329.666,8	261.188,7	86.911,0	22.207,0	6.346,7	22.507,0	15.078,2	39.586,3	
Otros mercados nacionales	1.771,0	5.938,7	8.150,6	1.774,8	1.055,1	2.088,0	995,4	429,5	
Mercados extranjeros	863.035,5	1.526.053,0	1.100.738,1	408.785,5	123.968,8	25.588,9	15.078,7	36.562,9	
Agencias de valores	18.915,6	23.511,0	25.168,2	5.484,7	4.356,6	9.769,8	7.114,6	12.526,3	
Mercados organizados nacionales	7.712,5	7.137,8	10.221,7	1.734,4	1.155,7	5.579,5	3.164,2	7.443,6	
Otros mercados nacionales	1.006,8	1.094,9	1.501,6	498,5	404,4	299,8	313,4	259,5	
Mercados extranjeros	10.196,3	15.278,3	13.444,9	3.251,8	2.796,5	3.890,5	3.637,0	4.823,2	

1 Datos acumulados del periodo.

Intermediación de operaciones de derivados^{1,2}

CUADRO 2.4

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021			2022		
				II	III	IV	I ³	II	
Total	10.807.586,8	11.557.923,7	9.509.509,7	2.441.759,7	2.182.511,2	2.223.001,2	2.916.659,6	4.027.795,4	
Sociedades de valores	10.523.995,1	11.261.186,5	9.372.575,4	2.410.453,9	2.173.689,4	2.209.947,6	2.618.051,4	3.229.828,1	
Mercados organizados nacionales	5.058.147,9	3.839.450,0	4.280.290,6	1.147.718,4	1.081.941,0	1.041.657,9	1.215.920,1	1.179.609,6	
Mercados organizados extranjeros	4.160.941,8	5.884.599,5	4.135.376,7	997.145,4	917.068,7	1.067.723,1	1.280.776,1	1.757.023,1	
Mercados no organizados	1.304.905,4	1.537.137,0	956.908,1	265.590,1	174.679,7	100.566,6	121.355,2	293.195,4	
Agencias de valores	283.591,7	296.737,2	136.934,3	31.305,8	8.821,8	13.053,6	298.608,2	797.967,3	
Mercados organizados nacionales	29.601,4	12.975,9	6.858,9	2.340,5	672,8	63,7	5.702,7	13.355,0	
Mercados organizados extranjeros	116.038,0	195.686,4	126.635,7	27.800,9	7.987,5	10.932,4	291.509,7	781.588,8	
Mercados no organizados	137.952,3	88.074,9	3.439,7	1.164,4	161,5	2.057,5	1.395,8	3.023,5	

1 El importe de las operaciones de compraventa de activos financieros, futuros financieros sobre valores y tipos de interés y otras operaciones sobre tipos de interés será el valor nominal o el notional de los valores o principal a los que alcance el contrato. El importe de las operaciones sobre opciones será el precio de ejercicio del instrumento subyacente multiplicado por el número de instrumentos comprometidos.

2 Datos acumulados del periodo.

3 Datos revisados y modificados en octubre de 2022.

Gestión de carteras. Número de carteras y patrimonio gestionado¹

CUADRO 2.5

				2021			2022	
	2019	2020	2021	II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CARTERAS								
Total ²	25.388	44.982	89.646	65.053	75.875	89.646	115.246	100.549
Sociedades de valores. Total	3.219	3.585	19.317	8.968	13.246	19.317	38.571	21.949
IIC ³	40	42	38	40	38	38	39	39
Otras ⁴	3.179	3.543	19.279	8.928	13.208	19.279	38.532	21.910
Agencias de valores. Total	22.169	41.397	70.329	56.085	62.629	70.329	76.675	78.600
IIC ³	79	82	64	66	65	64	55	60
Otras ⁴	22.090	41.315	70.265	56.019	62.564	70.265	76.620	78.540
PATRIMONIO GESTIONADO (miles de euros)								
Total ²	4.925.671	6.098.558	8.088.415	6.776.795	7.230.753	8.088.415	8.345.884	7.843.069
Sociedades de valores. Total	2.266.997	2.687.786	2.907.767	2.393.001	2.551.997	2.907.767	3.056.177	2.714.109
IIC ³	1.059.718	1.280.966	592.849	586.695	598.536	592.849	408.400	402.884
Otras ⁴	1.207.279	1.406.820	2.314.918	1.806.306	1.953.461	2.314.918	2.647.777	2.311.225
Agencias de valores. Total	2.658.674	3.410.772	5.180.648	4.383.794	4.678.756	5.180.648	5.289.707	5.128.960
IIC ³	1.346.615	1.256.276	1.125.208	1.081.072	1.096.336	1.125.208	762.344	864.387
Otras ⁴	1.312.059	2.154.496	4.055.440	3.302.722	3.582.420	4.055.440	4.527.363	4.264.573

1 Datos al final del periodo.

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

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

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

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

CUADRO 2.6

				2021			2022	
	2019	2020	2021	II	III	IV	I	II
NÚMERO DE CONTRATOS								
Total ³	26.561	31.169	34.006	31.626	32.296	34.006	49.082	49.475
Sociedades de valores. Total	6.163	8.721	9.727	9.349	9.537	9.727	17.009	17.300
Clientes minoristas	6.115	8.670	9.674	9.297	9.481	9.674	16.950	17.243
Clientes profesionales	31	45	48	46	50	48	54	48
Contrapartes elegibles	17	6	5	6	6	5	5	9
Agencias de valores. Total	20.398	22.448	24.279	22.277	22.759	24.279	32.073	32.175
Clientes minoristas	20.125	22.128	24.007	22.034	22.515	24.007	31.776	31.858
Clientes profesionales	229	282	235	201	203	235	256	279
Contrapartes elegibles	44	38	37	42	41	37	41	38
Pro memoria: comisiones percibidas por asesoramiento financiero ⁴ (miles de euros)								
Total ³	37.583	39.803	48.086	12.672	19.595	48.086	6.176	24.373
Sociedades de valores	23.400	5.813	7.944	2.764	4.315	7.944	1.633	3.248
Agencias de valores	14.183	33.990	40.142	9.908	15.280	40.142	4.543	21.125

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

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I ²	II	III ³
I. Margen de intereses	38.125	35.957	41.565	23.451	41.565	2.543	28.205	42.388
II. Comisiones netas	279.650	310.868	265.790	218.104	265.790	47.003	95.650	123.361
Comisiones percibidas	427.813	525.812	481.945	406.485	481.945	73.205	147.660	191.376
Tramitación y ejecución de órdenes	164.606	254.307	164.293	145.125	164.293	26.620	52.868	67.353
Colocación y aseguramiento de emisiones	8.849	5.279	86.324	83.778	86.324	2.640	5.384	6.952
Depósito y anotación de valores	42.643	39.260	36.880	27.534	36.880	9.711	18.425	22.883
Gestión de carteras	15.102	13.128	15.860	10.248	15.860	3.532	6.669	8.783
Diseño y asesoramiento	34.751	16.282	20.316	13.238	20.316	4.165	8.797	11.405
Búsqueda y colocación de paquetes	1.302	1.960	5.306	3.090	5.306	261	883	892
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	53.506	50.985	64.608	46.730	64.608	15.977	31.693	42.344
Otras	107.055	144.611	88.356	76.741	88.356	10.298	22.941	30.764
Comisiones satisfechas	148.163	214.944	216.155	188.381	216.155	26.202	52.010	68.015
III. Resultado de inversiones financieras	29.452	97.113	32.733	25.906	32.733	14.434	24.760	35.374
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	29.066	91.278	35.370	33.957	35.370	360	1.384	1.831
V. Margen bruto	376.293	535.216	375.458	301.418	375.458	64.340	149.999	202.954
VI. Resultado de explotación	55.978	124.993	88.966	65.910	88.966	12.537	46.277	65.260
VII. Resultado de actividades continuadas	54.528	102.928	93.481	69.599	93.481	12.478	45.703	63.911
VIII. Resultado neto del ejercicio	54.528	102.928	90.708	69.599	90.708	12.478	45.703	63.911

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 revisados y modificados en octubre de 2022.

³ Datos disponibles: agosto de 2022.

Resultados de la actividad por cuenta propia. Sociedades de valores

CUADRO 2.8

 Miles de euros¹

				2021		2022		
	2019	2020	2021	II	III	IV	I	II
TOTAL								
Total	101.039	221.894	108.249	61.827	81.777	108.249	17.333	54.477
Activos monetarios y deuda pública	2.625	23.229	3.039	3.870	3.271	3.039	-442	-558
Otros valores de renta fija	27.811	18.457	19.224	11.010	14.438	19.224	10.438	19.341
Cartera interior	13.186	11.796	4.920	2.101	3.354	4.920	2.586	5.475
Cartera exterior	14.625	6.661	14.304	8.909	11.084	14.304	7.852	13.866
Renta variable	8.009	21.860	6.845	5.920	5.097	6.845	3.936	4.943
Cartera interior	7.006	22.859	5.281	3.847	4.359	5.281	3.310	3.757
Cartera exterior	1.003	-999	1.564	2.073	738	1.564	626	1.186
Derivados	-3.873	28.367	-21.138	-18.759	-20.864	-21.138	351	646
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.492	-6.851	-6.446	-4.281	-6.470	-6.446	-21	-48
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	1.084	-6.207	3.177	202	2.139	3.177	1.146	2.643
Diferencias de cambio netas	118	-981	971	281	585	971	102	485
Otros productos y cargas de explotación	28.949	92.259	34.398	29.888	33.372	34.398	258	900
Otras operaciones	39.808	51.761	68.179	33.696	50.209	68.179	1.565	26.125
MARGEN DE INTERESES								
Total	38.127	35.957	41.564	9.585	23.449	41.564	2.542	28.205
Activos monetarios y deuda pública	1.027	922	804	469	643	804	113	236
Otros valores de renta fija	3.319	1.347	732	633	749	732	56	84
Cartera interior	734	556	81	152	179	81	18	30
Cartera exterior	2.585	791	651	481	570	651	38	54
Renta variable	2.767	962	973	513	798	973	723	1.113
Cartera interior	2.456	766	539	263	470	539	131	292
Cartera exterior	311	196	434	250	328	434	592	821
Cesiones y adquisiciones temporales de activos	-3.492	-6.851	-6.446	-4.281	-6.470	-6.446	-21	-48
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Depósito y otras operaciones con intermediarios financieros	1.084	-6.207	3.177	202	2.139	3.177	1.146	2.643
Otras operaciones	33.422	45.784	42.324	12.049	25.590	42.324	525	24.177
INVERSIONES FINANCIERAS								
Total	29.451	97.113	32.734	23.638	25.905	32.734	14.436	24.762
Activos monetarios y deuda pública	1.598	22.307	2.235	3.401	2.628	2.235	-555	-794
Otros valores de renta fija	24.492	17.110	18.492	10.377	13.689	18.492	10.382	19.257
Cartera interior	12.452	11.240	4.839	1.949	3.175	4.839	2.568	5.445
Cartera exterior	12.040	5.870	13.653	8.428	10.514	13.653	7.814	13.812
Renta variable	5.242	20.898	5.872	5.407	4.299	5.872	3.213	3.830
Cartera interior	4.550	22.093	4.742	3.584	3.889	4.742	3.179	3.465
Cartera exterior	692	-1.195	1.130	1.823	410	1.130	34	365
Derivados	-3.873	28.367	-21.138	-18.759	-20.864	-21.138	351	646
Otras operaciones	1.992	8.431	27.273	23.212	26.153	27.273	1.045	1.823
DIFERENCIAS DE CAMBIO Y OTRAS PARTIDAS								
Total	33.461	88.824	33.951	28.604	32.423	33.951	355	1.510
Diferencias de cambio netas	118	-981	971	281	585	971	102	485
Otros productos y cargas de explotación	28.949	92.259	34.398	29.888	33.372	34.398	258	900
Otras operaciones	4.394	-2.454	-1.418	-1.565	-1.534	-1.418	-5	125

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

Cuenta de pérdidas y ganancias. Agencias de valores

CUADRO 2.9

Miles de euros¹

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III ²
I. Margen de intereses	1.252	932	454	216	454	72	975	970
II. Comisiones netas	130.293	143.162	173.785	114.528	173.785	36.111	86.222	114.300
Comisiones percibidas	150.842	165.094	202.333	131.945	202.333	43.561	100.861	134.375
Tramitación y ejecución de órdenes	23.194	22.035	14.140	10.824	14.140	4.591	8.349	11.129
Colocación y aseguramiento de emisiones	580	2.157	1.481	1.584	1.481	15	362	466
Depósito y anotación de valores	879	754	425	361	425	80	155	198
Gestión de carteras	14.890	14.554	22.874	14.648	22.874	5.921	11.812	15.963
Diseño y asesoramiento	14.426	34.128	40.421	15.480	40.421	4.648	21.619	30.598
Búsqueda y colocación de paquetes	0	0	0	0	0	0	0	0
Operaciones de crédito al mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
Comercialización de IIC	62.866	62.134	91.375	63.776	91.375	22.325	45.929	61.224
Otras	34.008	29.331	31.617	25.273	31.617	5.981	12.634	14.795
Comisiones satisfechas	20.549	21.932	28.548	17.417	28.548	7.450	14.639	20.075
III. Resultado de inversiones financieras	910	-5.562	666	478	666	-658	-1.195	-914
IV. Diferencias de cambio netas y otros productos y cargas de explotación	1.194	-968	-776	-2.809	-776	384	1.066	1.225
V. Margen bruto	133.648	137.564	174.129	112.414	174.129	35.910	87.068	115.582
VI. Resultado de explotación	9.284	3.339	26.155	21.604	26.155	2.039	4.890	4.717
VII. Resultado de actividades continuadas	6.163	2.836	22.802	19.338	22.802	2.213	7.666	7.777
VIII. Resultado neto del ejercicio	6.163	2.836	22.802	19.338	22.802	2.213	7.666	7.777

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: agosto de 2022.

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

- 1 El 1 de enero de 2014 entró en vigor el Reglamento (UE) n.º 575/2013, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, que ha modificado la forma de cálculo de las exigencias de recursos propios.
- 2 Desde el 1 de enero de 2014, solo se incluyen las entidades obligadas a remitir información de solvencia según lo establecido en la Circular 2/2014, de 23 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el ejercicio de diversas opciones regulatorias en materia de solvencia para las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.
- 3 A partir de II-2021 los datos no están disponibles con periodicidad trimestral debido a los cambios normativos introducidos por el Reglamento (UE) 2019/2033 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativo a los requisitos prudenciales de las empresas de servicios de inversión; y de la Directiva (UE) 2019/2034 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 27 de noviembre de 2019, relativa a la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión.
- 4 Solo se incluye información de sociedades y agencias de valores (SAV).
- 5 El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

Rentabilidad sobre fondos propios (ROE) antes de impuestos¹

CUADRO 2.11

	2019	2020	2021	2021		2022		
				II	III	IV	I	II
TOTAL SAV²								
Media ³ (%)	9,22	18,71	13,68	20,95	11,79	13,68	9,81	19,33
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	32	32	30	30	33	30	35	35
0-≤ 15 %	22	15	20	19	16	20	15	10
> 15-≤ 45 %	18	20	14	13	15	14	15	18
> 45-≤ 75 %	7	9	9	12	7	9	11	7
> 75 %	12	15	17	17	20	17	16	22
SOCIEDADES DE VALORES								
Media ³ (%)	8,87	19,72	11,48	19,74	9,18	11,48	10,34	20,26
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	13	12	13	10	14	13	12	8
0-≤ 15 %	13	6	8	10	8	8	8	9
> 15-≤ 45 %	7	9	6	8	7	6	7	7
> 45-≤ 75 %	1	6	4	4	2	4	2	3
> 75 %	2	2	1	1	1	1	3	4
AGENCIAS DE VALORES								
Media ³ (%)	12,05	12,48	23,97	28,08	23,92	23,97	7,71	15,23
N.º entidades según su rentabilidad anualizada								
Pérdidas	19	20	17	20	19	17	23	27
0-≤ 15 %	9	9	12	9	8	12	7	1
> 15-≤ 45 %	11	11	8	5	8	8	8	11
> 45-≤ 75 %	6	3	5	8	5	5	9	4
> 75 %	10	13	16	16	19	16	13	18

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 ((SAV).

3 Media ponderada por fondos propios, en %.

Empresas de asesoramiento financiero. Principales magnitudes¹

CUADRO 2.12

Miles de euros

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

1 La periodicidad de la remisión de información por parte de las empresas de asesoramiento financiero (EAF) a la CNMV es anual desde la entrada en vigor de la Circular 3/2014, de 22 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican la Circular 1/2010, de 28 de julio, de información reservada de las entidades que prestan servicios de inversión.

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

3 Importes acumulados desde el inicio del año.

3 Instituciones de inversión colectiva^a

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

CUADRO 3.1

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	4.233	4.018	3.815	3.859	3.815	3.785	3.677	3.553
Fondos de inversión	1.595	1.515	1.452	1.469	1.452	1.455	1.450	1.450
Sociedades de inversión	2.569	2.427	2.280	2.307	2.280	2.244	2.140	2.015
IIC de IIC de inversión libre	7	7	10	10	10	10	9	8
IIC de inversión libre	62	69	73	73	73	76	78	80
Total IIC inmobiliarias	5	5	4	4	4	4	4	4
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
Total IIC extranjeras comercializadas en España	1.033	1.048	1.074	1.068	1.074	1.069	1.077	1.079
Fondos extranjeros comercializados en España	399	407	416	424	416	411	412	411
Sociedades extranjeras comercializadas en España	634	641	658	644	658	658	665	668
SGIIC	123	123	123	124	123	123	123	122
Depositarias IIC	36	35	33	33	33	33	34	35

1 Datos disponibles: agosto de 2022.

Número de partícipes y accionistas de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.2

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero ²	12.132.581	13.015.104	16.160.034	15.121.845	16.160.034	16.597.453	16.480.209	16.459.789
Fondos de inversión	11.734.029	12.654.439	15.810.134	14.777.155	15.810.134	16.306.045	16.268.335	16.259.891
Sociedades de inversión	398.552	360.665	349.900	344.690	349.900	291.408	211.874	199.898
Total IIC inmobiliarias ²	799	798	691	690	691	691	691	691
Fondos de inversión inmobiliaria	483	483	482	482	482	482	482	482
Sociedades de inversión inmobiliaria	316	315	209	208	209	209	209	209
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	3.361.901	4.312.340	6.073.537	5.609.293	6.073.537	6.120.550	6.377.747	–
Fondos extranjeros comercializados en España	521.648	592.053	776.206	723.358	776.206	782.936	846.890	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	2.840.253	3.720.287	5.297.331	4.885.935	5.297.331	5.337.614	5.530.857	–

1 Datos disponibles: julio de 2022.

2 Los datos de partícipes/accionistas se indican a nivel de instituciones de inversión colectiva (IIC), por este motivo pueden no coincidir con los de los cuadros 3.6 y 3.7, donde los partícipes/accionistas están a nivel de compartimento.

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

a En las referencias a los «Fondos de inversión» y a las «Sociedades de inversión» de todo el capítulo, no se incluyen las IIC de inversión libre ni las IIC de IIC de inversión libre.

Patrimonio de las instituciones de inversión colectiva

CUADRO 3.3

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III ¹
Total IIC de carácter financiero	308.170,1	306.654,5	353.203,3	343.722,2	353.203,3	343.159,8	326.391,0	336.680,8
Fondos de inversión ²	279.377,4	279.694,5	324.701,0	315.632,6	324.701,0	316.020,4	302.684,2	313.475,6
Sociedades de inversión	28.792,7	26.960,0	28.502,3	28.089,6	28.502,3	27.139,4	23.706,8	23.205,2
Total IIC inmobiliarias	1.072,9	1.218,0	1.224,3	1.221,5	1.224,3	1.258,6	1.262,9	1.265,2
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	310,8	311,0	311	311	312,5	312,6	313,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	763,5	907,1	913,2	910,5	913,2	946,1	950,2	951,8
Total IIC extranjeras comercializadas en España ³	178.841,5	199.419,3	276.231,9	261.733,8	276.231,9	227.194,6	209.314,4	–
Fondos extranjeros comercializados en España	30.843,4	27.355,5	36.662,6	34.459,8	36.662,6	32.253,8	30.442,1	–
Sociedades extranjeras comercializadas en España	147.998,1	172.063,8	239.569,4	227.274,0	239.569,4	194.940,8	178.872,3	–

1 Datos disponibles: julio de 2022.

2 El patrimonio de los fondos de inversión invertido en otros fondos de inversión de carácter financiero de la misma gestora fue, en junio de 2022, del orden de 9.274,1 millones de euros.

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

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión

CUADRO 3.4

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	279.377,4	279.694,5	324.701,0	309.047,2	315.632,6	324.701,0	316.020,4	302.684,2
Cartera de inversiones financieras	256.750,7	256.257,2	299.434,9	282.168,2	288.531,1	299.434,9	291.983,4	280.372,8
Cartera interior	66.520,4	54.587,8	54.715,8	55.270,4	56.360,1	54.715,8	50.851,1	49.626,0
Valores representativos de deuda	44.637,7	38.394,5	35.648,2	34.519,9	34.914,9	35.648,2	32.823,9	32.086,7
Instrumentos de patrimonio	9.047,9	6.185,3	6.828,5	6.863,3	6.833,9	6.828,5	6.472,4	6.314,9
Instituciones de inversión colectiva	8.581,9	8.511,0	11.396,5	12.322,3	13.050,0	11.396,5	10.499,3	10.141,3
Depósitos en EE. CC.	4.004,8	1.341,5	627,2	1.364,6	1.349,0	627,2	888,7	928,2
Derivados	243,2	140,9	168,3	177,1	174,8	168,3	114,1	97,2
Otros	4,9	14,6	47,1	23,3	37,5	47,1	52,8	57,7
Cartera exterior	190.224,5	201.664,8	244.715,5	226.894,2	232.167,3	244.715,5	241.128,5	230.741,8
Valores representativos de deuda	83.817,5	86.151,5	95.131,8	92.596,8	92.917,5	95.131,8	99.183,7	102.155,0
Instrumentos de patrimonio	33.115,9	33.886,1	46.254,3	41.191,2	42.944,2	46.254,3	44.921,3	41.171,1
Instituciones de inversión colectiva	73.054,4	81.358,2	103.089,9	92.971,0	96.006,2	103.089,9	96.972,6	87.306,3
Depósitos en EE. CC.	4,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	231,3	268,0	238,6	121,4	282,9	238,6	50,2	108,8
Otros	0,9	0,8	1,0	13,9	16,5	1,0	0,6	0,6
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	5,8	4,6	3,5	3,6	3,8	3,5	3,8	5,0
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	21.735,1	22.203,0	23.950,8	25.490,7	25.805,1	23.950,8	23.728,2	20.480,2
Neto deudores/acreedores	891,6	1.234,3	1.315,3	1.388,3	1.296,4	1.315,3	308,7	1.831,3

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

CUADRO 3.5

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022		
				II	III	IV	I	II
Patrimonio	28.792,7	26.960,0	28.502,3	28.291,2	28.089,6	28.502,3	27.139,4	23.706,8
Cartera de inversiones financieras	25.940,3	24.548,9	25.729,9	25.598,8	25.317,6	25.729,9	23.556,8	17.719,0
Cartera interior	4.588,3	3.419,9	3.525,2	3.517,6	3.460,0	3.525,2	3.637,6	3.828,0
Valores representativos de deuda	1.217,1	734,3	734,3	619,3	630,9	734,3	972,8	1.510,1
Instrumentos de patrimonio	1.982,8	1.601,2	1.633,7	1.714,8	1.636,2	1.633,7	1.541,6	1.260,8
Instituciones de inversión colectiva	1.232,2	967,7	1.067,4	1.089,2	1.092,5	1.067,4	1.036,4	982,4
Depósitos en EE. CC.	98,6	47,7	19,1	27,8	30,6	19,1	19,5	15,4
Derivados	0,8	3,2	-0,4	-0,6	1,4	-0,4	-1,2	-1,2
Otros	56,8	65,9	71,1	67,1	68,4	71,1	68,4	60,5
Cartera exterior	21.348,2	21.125,7	22.202,8	22.078,8	21.855,4	22.202,8	19.917,9	13.889,9
Valores representativos de deuda	4.617,7	3.243,8	2.683,8	2.852,4	2.822,6	2.683,8	2.294,7	1.893,4
Instrumentos de patrimonio	6.133,8	6.548,1	7.157,9	7.150,3	6.943,3	7.157,9	6.501,0	4.761,4
Instituciones de inversión colectiva	10.549,0	11.297,4	12.335,3	12.049,4	12.050,8	12.335,3	11.085,2	7.212,2
Depósitos en EE. CC.	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Derivados	34,1	23,8	8,3	12,4	23,5	8,3	18,5	4,5
Otros	12,5	12,6	17,5	14,4	15,2	17,5	18,5	18,5
Inversiones dudosas, morosas o en litigio	3,8	3,2	1,8	2,4	2,2	1,8	1,3	1,1
Inmovilizado intangible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inmovilizado material	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Tesorería	2.659,8	2.219,3	2.476,4	2.541,8	2.517,3	2.476,4	3.239,8	5.592,3
Neto deudores/acreedores	192,1	191,4	295,5	150,0	254,2	295,5	342,2	395,0

				2021		2022		
	2019	2020	2021	III	IV	I	II	III ³
NÚMERO DE FONDOS								
Total fondos de inversión	1.710	1.644	1.611	1.604	1.611	1.622	1.625	1.627
Renta fija ⁴	281	276	266	265	266	264	268	268
Renta fija mixta ⁵	173	174	181	183	181	180	175	175
Renta variable mixta ⁶	185	186	192	187	192	195	198	201
Renta variable euro	113	104	94	96	94	92	89	85
Renta variable internacional	263	276	307	295	307	319	328	327
Garantizado renta fija	66	55	43	50	43	43	42	43
Garantizado renta variable ⁷	155	133	114	117	114	111	102	102
Fondos globales	255	248	263	252	263	275	280	285
De gestión pasiva ⁸	133	118	88	93	88	81	81	82
Retorno absoluto	84	72	61	64	61	60	60	57
PARTÍCIPES								
Total fondos de inversión	11.739.183	12.660.100	15.816.557	14.783.710	15.816.557	16.314.155	16.276.281	16.268.743
Renta fija ⁴	3.668.324	4.135.294	5.476.096	4.766.153	5.476.096	5.483.985	5.517.117	5.511.078
Renta fija mixta ⁵	1.087.881	1.203.280	1.459.004	1.411.225	1.459.004	1.412.031	1.222.259	1.278.897
Renta variable mixta ⁶	707.159	745.112	721.346	681.278	721.346	731.053	715.504	713.453
Renta variable euro	598.901	530.107	778.138	774.026	778.138	864.790	875.675	861.206
Renta variable internacional	2.655.123	3.043.542	3.882.184	3.671.230	3.882.184	4.342.851	4.294.359	4.279.767
Garantizado renta fija	154.980	135.320	77.430	109.449	77.430	74.099	81.826	83.403
Garantizado renta variable ⁷	428.470	356.439	265.043	273.878	265.043	235.945	202.655	201.668
Fondos globales	1.359.915	1.409.759	1.989.428	2.046.838	1.989.428	1.992.279	2.179.303	2.154.107
De gestión pasiva ⁸	429.428	511.251	505.514	522.529	505.514	494.585	494.942	503.587
Retorno absoluto	646.042	587.040	659.411	524.138	659.411	679.573	689.677	678.613
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	315.632,6	324.701,0	316.020,4	302.684,2	313.508,0
Renta fija ⁴	78.583,2	81.015,9	88.422,8	86.173,0	88.422,8	90.688,1	92.858,9	93.516,0
Renta fija mixta ⁵	40.819,9	43.200,4	50.869,7	48.904,9	50.869,7	46.975,3	39.139,4	41.674,7
Renta variable mixta ⁶	28.775,8	30.432,7	28.141,1	25.970,6	28.141,1	27.072,9	24.638,2	25.629,1
Renta variable euro	10.145,1	7.091,1	8.279,6	8.180,2	8.279,6	7.650,0	7.366,7	7.613,1
Renta variable internacional	34.078,9	37.722,5	51.222,2	47.217,0	51.222,2	50.254,2	45.344,7	49.596,1
Garantizado renta fija	4.809,3	4.177,0	2.346,7	3.356,7	2.346,7	2.166,9	2.458,4	2.588,9
Garantizado renta variable ⁷	13.229,1	11.037,1	8.094,9	8.394,1	8.094,9	7.054,3	6.089,1	6.112,2
Fondos globales	43.041,9	40.944,5	67.591,0	67.783,8	67.591,0	65.204,9	66.365,4	67.971,3
De gestión pasiva ⁸	14.073,8	14.014,3	12.500,4	13.137,3	12.500,4	11.570,7	11.336,4	11.879,4
Retorno absoluto	11.818,3	10.057,4	7.231,2	6.513,4	7.231,2	7.382,7	7.086,8	6.926,9

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 2022.

4 Incluye: fondos del mercado monetario (FMM) a corto plazo de valor liquidativo constante de deuda pública, FMM a corto plazo de valor liquidativo de baja volatilidad, FMM a corto plazo de valor liquidativo variable, FMM estándar de valor liquidativo variable, renta fija euro y renta fija euro a corto plazo.

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

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

7 Incluye: garantizados de rendimiento variable y garantía parcial.

8 Incluye: instituciones de inversión 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

				2021		2022		
	2019	2020	2021	III	IV	I	II	III ¹
PARTÍCIPIES								
Total fondos de inversión	11.739.183	12.660.100	15.816.557	14.783.710	15.816.557	16.314.155	16.276.281	16.268.743
Personas físicas	11.534.957	12.437.954	15.541.300	14.518.217	15.541.300	16.034.295	15.994.598	15.988.614
Residentes	11.440.086	12.339.829	15.427.337	14.408.799	15.427.337	15.917.149	15.876.177	15.869.050
No residentes	94.871	98.125	113.963	109.418	113.963	117.146	118.421	119.564
Personas jurídicas	204.226	222.146	275.257	265.493	275.257	279.860	281.683	280.129
Entidades de crédito	1.928	1.403	746	1.483	746	903	907	880,00
Otros agentes residentes	201.408	219.849	273.421	262.995	273.421	277.849	279.658	278.130
Entidades no residentes	890	894	1.090	1.015	1.090	1.108	1.118	1.119
PATRIMONIO (millones de euros)								
Total fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	315.632,6	324.701,0	316.020,4	302.684,2	313.508,0
Personas físicas	231.434,8	230.573,8	264.075,7	255.030,4	264.075,7	258.828,7	247.585,8	257.023,4
Residentes	228.214,4	227.444,5	260.321,1	251.485,0	260.321,1	255.130,5	244.052,6	253.340,9
No residentes	3.220,4	3.129,3	3.754,6	3.545,4	3.754,6	3.698,2	3.533,2	3.682,6
Personas jurídicas	47.942,6	49.120,7	60.625,3	60.602,2	60.625,3	57.191,7	55.098,4	56.484,6
Entidades de crédito	523,7	480,0	472,5	482,8	472,5	518,5	324,7	329,6
Otros agentes residentes	46.628,9	47.995,2	59.288,6	59.358,6	59.288,6	55.835,3	53.941,7	55.284,0
Entidades no residentes	790,0	645,4	864,2	760,8	864,2	837,8	832,0	871,0

¹ Datos disponibles: julio de 2022.

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

CUADRO 3.8

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021		2022			
				II	III	IV	I	II	
SUSCRIPCIONES									
Total fondos de inversión	156.702,7	113.265,7	149.415,0	51.735,6	27.554,9	35.082,0	41.176,0	41.415,0	
Renta fija	91.050,8	51.487,7	58.255,2	16.922,1	11.740,5	15.696,3	18.575,6	19.905,2	
Renta fija mixta	14.154,1	15.496,2	21.134,0	6.481,4	3.653,1	4.895,4	4.314,9	2.506,1	
Renta variable mixta	11.156,0	8.861,2	11.113,2	3.042,2	2.078,5	3.029,9	2.478,3	1.658,0	
Renta variable euro	2.998,4	2.232,1	3.005,8	976,7	467,4	553,0	786,1	1.235,3	
Renta variable internacional	16.864,0	15.974,8	19.019,8	5.883,0	3.526,1	4.416,3	8.535,0	4.803,0	
Garantizado renta fija	854,1	424,7	9,0	4,7	0,7	1,3	2,1	437,5	
Garantizado renta variable	898,2	74,2	86,8	30,5	11,7	11,6	13,6	61,1	
Fondos globales	12.713,7	11.391,1	30.193,0	16.386,3	5.197,2	4.954,4	4.239,9	8.438,0	
De gestión pasiva	2.261,9	4.944,6	2.827,9	936,6	374,8	453,5	1.303,2	1.671,8	
Retorno absoluto	3.751,5	2.379,0	3.770,3	1.072,2	505,1	1.070,4	927,4	698,7	
REEMBOLSOS									
Total fondos de inversión	154.273,0	112.634,4	121.839,9	41.143,4	21.214,5	31.446,3	39.216,8	37.376,8	
Renta fija	80.046,4	47.611,0	49.850,1	14.936,3	9.133,2	13.217,9	14.617,7	15.545,9	
Renta fija mixta	16.004,2	14.974,6	13.671,0	3.710,1	2.972,4	2.962,9	4.253,2	7.929,2	
Renta variable mixta	7.943,7	7.667,5	14.639,8	10.262,5	979,2	1.603,1	2.101,3	2.274,2	
Renta variable euro	6.540,2	4.205,3	2.979,1	838,3	546,2	668,8	846,7	1.031,8	
Renta variable internacional	12.963,1	13.449,4	13.586,3	4.393,9	2.974,9	3.097,5	7.185,0	4.157,4	
Garantizado renta fija	1.136,7	1.030,6	1.720,9	340,1	229,5	997,6	122,8	91,8	
Garantizado renta variable	2.739,2	2.245,2	2.914,0	1.437,3	832,6	311,5	920,7	862,6	
Fondos globales	15.133,7	12.743,7	15.234,6	3.400,7	2.404,0	6.679,7	6.935,7	3.680,6	
De gestión pasiva	5.272,0	4.985,6	4.372,9	1.231,4	869,4	1.496,1	1.648,5	1.175,5	
Retorno absoluto	6.493,7	3.721,4	2.871,1	592,8	273,1	411,2	585,2	627,6	

¹ Datos estimados.

² Los datos de los compartimentos de propósito especial solo se incluyen en los totales, no en los desgloses por vocación, al carecer de esta.

**Variación del patrimonio de los fondos de carácter financiero por tipo de fondo:
suscripciones/reembolsos netos y rendimientos netos^{1, 2}**

CUADRO 3.9

Millones de euros

	2019	2020	2021	2021			2022	
				II	III	IV	I	II
SUSCRIPCIONES/REEMBOLSOS NETOS								
Total fondos de inversión	2.467,5	660,3	27.620,3	10.633,7	6.337,3	3.639,6	1.952,9	3.943,9
Renta fija	10.732,6	2.062,6	7.674,2	1.237,0	2.632,1	2.480,2	3.801,7	4.461,7
Renta fija mixta	-1.506,1	2.619,5	6.574,7	-705,8	761,9	1.728,9	-2.338,6	-5.840,5
Renta variable mixta	3.288,8	1.601,4	-4.179,3	-8.279,2	1.091,9	1.632,7	132,2	-620,5
Renta variable euro	-3.588,2	-2.007,7	13,8	135,8	-88,8	-115,3	-164,4	202,8
Renta variable internacional	4.113,8	2.633,1	5.260,9	1.257,6	600,9	1.320,5	1.402,6	603,8
Garantizado renta fija	-282,6	-707,4	-1.787,1	-335,5	-228,7	-996,8	-120,6	345,6
Garantizado renta variable	-1.857,0	-2.254,2	-2.949,3	-1.406,6	-943,3	-299,9	-906,8	-831,3
Fondos globales	-2.553,9	-1.501,2	22.755,0	18.527,0	4.878,0	-1.725,3	378,4	5.158,6
De gestión pasiva	-3.026,8	-23,8	-2.700,6	-294,8	-500,6	-1.043,0	-523,0	516,6
Retorno absoluto	-2.852,9	-1.761,9	-3.041,9	498,4	-1.866,2	657,6	291,3	-52,8
RENDIMIENTOS NETOS								
Total fondos de inversión	18.002,8	-310,6	17.471,5	5.558,4	260,2	5.483,3	-10.623,0	-17.270,1
Renta fija	961,9	371,5	-265,8	56,8	38,4	-230,3	-1.536,0	-2.290,9
Renta fija mixta	1.866,9	-220,0	1.160,1	481,2	5,4	284,3	-1.549,8	-1.990,7
Renta variable mixta	2.231,0	55,5	1.890,4	572,3	-14,1	538,5	-1.199,6	-1.814,0
Renta variable euro	1.556,4	-1.044,9	1.176,4	325,1	37,3	215,1	-464,8	-485,7
Renta variable internacional	5.561,1	1.012,7	8.242,5	2.462,1	151,6	2.687,0	-2.370,0	-5.511,9
Garantizado renta fija	204,4	75,2	-43,3	-8,5	-0,1	-13,3	-59,1	-54,1
Garantizado renta variable	530,0	62,2	7,2	0,6	-1,9	0,7	-133,9	-133,9
Fondos globales	3.460,8	-595,3	3.894,8	1.265,6	-7,1	1.535,1	-2.764,3	-3.996,0
De gestión pasiva	1.133,2	-28,7	1.192,9	310,4	55,0	406,1	-404,5	-750,9
Retorno absoluto	498,7	1,7	216,5	92,6	-4,3	60,2	-139,8	-241,9

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

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

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

CUADRO 3.10

% sobre patrimonio medio diario

				2021		2022		
	2019	2020	2021	II	III	IV	I	II
RENDIMIENTOS DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	7,67	0,85	6,81	2,14	0,36	1,97	-3,14	-5,38
Renta fija	1,83	0,99	0,15	0,19	0,16	-0,15	-1,63	-2,41
Renta fija mixta	5,75	0,50	3,37	1,31	0,23	0,80	-3,04	-4,68
Renta variable mixta	9,79	1,60	8,43	2,79	0,26	2,35	-4,10	-6,75
Renta variable euro	16,01	-12,72	16,30	4,46	0,81	2,99	-5,64	-5,96
Renta variable internacional	21,00	4,76	19,98	5,97	0,85	5,85	-4,41	-11,10
Garantizado renta fija	4,52	2,18	-0,85	-0,12	0,10	-0,43	-2,51	-2,31
Garantizado renta variable	4,20	1,00	0,59	0,09	0,11	0,20	-1,70	-2,04
Fondos globales	9,24	-0,30	8,04	2,58	0,40	2,56	-3,85	-5,55
De gestión pasiva	7,88	0,29	9,61	2,43	0,53	3,38	-3,39	-6,63
Retorno absoluto	4,93	0,87	3,78	1,38	0,08	1,04	-1,79	-3,23
GASTOS. COMISIÓN DE GESTIÓN								
Total fondos de inversión	0,85	0,83	0,86	0,22	0,21	0,22	0,20	0,20
Renta fija	0,44	0,42	0,40	0,10	0,10	0,10	0,09	0,09
Renta fija mixta	0,92	0,88	0,88	0,22	0,21	0,22	0,21	0,22
Renta variable mixta	1,29	1,28	1,28	0,32	0,29	0,33	0,28	0,29
Renta variable euro	1,49	1,45	1,30	0,33	0,32	0,32	0,31	0,30
Renta variable internacional	1,41	1,31	1,31	0,33	0,30	0,34	0,29	0,29
Garantizado renta fija	0,36	0,36	0,36	0,09	0,09	0,09	0,09	0,08
Garantizado renta variable	0,47	0,44	0,44	0,11	0,11	0,11	0,10	0,10
Fondos globales	1,03	1,07	1,15	0,30	0,28	0,29	0,29	0,29
De gestión pasiva	0,42	0,41	0,37	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Retorno absoluto	0,81	0,78	0,68	0,19	0,14	0,15	0,13	0,13
GASTOS. COMISIÓN DE DEPÓSITO								
Total fondos de inversión	0,07	0,08	0,07	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta fija	0,06	0,06	0,06	0,02	0,01	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	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable euro	0,10	0,10	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Renta variable internacional	0,09	0,09	0,08	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Garantizado renta fija	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Garantizado renta variable	0,05	0,05	0,05	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Fondos globales	0,08	0,08	0,09	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
De gestión pasiva	0,05	0,05	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Retorno absoluto	0,06	0,07	0,06	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01

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

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

CUADRO 3.11

%

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III ²
Total fondos de inversión	7,12	0,78	6,31	0,10	1,81	-3,16	-5,38	3,43
Renta fija	1,38	0,62	-0,31	0,05	-0,28	-1,71	-2,51	1,45
Renta fija mixta	4,75	-0,03	2,49	0,02	0,56	-3,18	-4,76	2,63
Renta variable mixta	9,25	0,59	7,18	-0,03	2,05	-4,21	-6,81	4,32
Renta variable euro	14,27	-8,75	16,72	0,42	2,66	-5,62	-6,06	3,80
Renta variable internacional	22,18	2,83	21,14	0,42	5,77	-4,11	-10,67	8,09
Garantizado renta fija	3,98	1,68	-1,29	-0,02	-0,54	-2,55	-2,35	1,59
Garantizado renta variable	3,62	0,70	0,06	-0,03	0,01	-1,79	-2,08	1,13
Fondos globales	8,45	-0,31	7,90	0,01	2,32	-3,90	-5,61	3,28
De gestión pasiva	7,45	0,44	9,82	0,40	3,48	-3,38	-6,62	4,39
Retorno absoluto	3,94	0,94	3,02	-0,07	0,95	-1,88	-3,27	1,49

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 2022.

IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre

CUADRO 3.12

	2019	2020	2021	2021		2022		
				II	III	IV	I ¹	II
IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	7.548	7.961	8.786	8.299	8.450	8.786	9.033	9.444
Patrimonio (millones de euros)	2.832,4	2.912,6	3.543,4	3.273,0	3.352,5	3.543,4	3.543,1	3.435,3
Suscripciones (millones de euros)	1.290,0	454,5	845,0	245,6	157,5	307,6	257,3	209,7
Reembolsos (millones de euros)	937,0	407,2	409,2	157,1	62,8	126,8	143,2	141,1
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	353,0	47,3	435,8	88,5	94,6	180,8	114,0	68,7
Rendimientos netos (millones de euros)	217,2	27,7	193,1	98,9	-16,4	9,7	-114,4	-177,6
Rentabilidad (%)	10,37	1,75	6,47	3,38	-0,98	0,46	-2,92	-4,89
Rendimientos de gestión ³ (%)	9,94	2,35	7,39	3,76	-0,41	0,57	-2,99	-4,80
Gastos comisión de gestión ³ (%)	1,19	1,43	1,47	0,58	0,26	0,34	0,21	0,22
Gastos de financiación ³ (%)	0,00	0,02	0,14	0,03	0,03	0,05	0,08	0,04
IIC DE IIC DE INVERSIÓN LIBRE								
Partícipes ²	2.859	2.858	5.385	3.848	4.457	5.385	5.379	5.309
Patrimonio (millones de euros)	566,7	652,8	831,0	727,3	676,1	831,0	889,6	681,3
Suscripciones (millones de euros)	72,3	32,4	237,8	45,9	26,8	160,5	41,7	0,4
Reembolsos (millones de euros)	0,3	3,1	121,8	0,2	91,4	18,5	-2,3	222,8
Suscripciones/reembolsos netos (millones de euros)	71,4	29,3	116,0	45,7	-64,6	142,0	44,0	-222,4
Rendimientos netos (millones de euros)	26,5	56,8	62,2	15,6	13,4	12,9	14,6	14,1
Rentabilidad (%)	5,23	3,71	9,35	2,18	1,78	1,94	1,63	0,92
Rendimientos de gestión ⁴ (%)	6,32	4,24	10,68	2,72	2,53	2,26	2,24	1,60
Gastos comisión de gestión ⁴ (%)	1,63	1,39	1,37	0,34	0,38	0,37	0,39	0,59
Gastos comisión de depósito ⁴ (%)	0,06	0,06	0,06	0,01	0,02	0,02	0,02	0,01

1 Rentabilidad (%) revisada y modificada en octubre de 2022.

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

	2019	2020	2021	2021	2022			
				III	IV	I	II	III ¹
NÚMERO DE CARTERAS ²								
Fondos de inversión	1.595	1.515	1.452	1.469	1.452	1.455	1.450	1.450
Sociedades de inversión	2.560	2.421	2.275	2.301	2.275	2.239	2.135	2.010
IIC de IIC de inversión libre	7	7	10	10	10	10	9	8
IIC de inversión libre	62	69	72	72	72	75	77	79
Fondos de inversión inmobiliaria	2	2	2	2	2	2	2	2
Sociedades de inversión inmobiliaria	3	3	2	2	2	2	2	2
PATRIMONIO GESTIONADO (millones de euros)								
Fondos de inversión	279.377,4	279.694,5	324.701,0	315.632,6	324.701,0	316.020,4	302.684,2	313.508,0
Sociedades de inversión	28.385,5	26.564,8	28.049,3	27.625,4	28.049,3	26.710,5	23.307,8	22.789,3
IIC de IIC de inversión libre	566,7	652,8	831,0	725,2	831,0	889,6	889,6	–
IIC de inversión libre	2.832,4	2.912,6	3.543,4	3.267,4	3.543,4	3.543,1	3.534,2	–
Fondos de inversión inmobiliaria	309,4	310,8	311,0	311,0	311,0	312,5	312,6	313,4
Sociedades de inversión inmobiliaria	763,5	907,1	913,2	910,5	913,2	946,1	950,2	951,8

1 Datos disponibles: julio de 2022.

2 Información de registro de IIC.

IIC extranjeras comercializadas en España¹

CUADRO 3.14

				2021		2022		
	2019	2020	2021	II	III	IV	I	II
VOLUMEN DE INVERSIÓN ² (millones de euros)								
Total	178.841,5	199.419,3	276.231,9	249.927,6	261.733,8	276.231,9	227.194,6	209.314,4
Fondos	30.843,4	27.355,5	36.662,6	32.797,0	34.459,8	36.662,6	32.253,8	30.442,1
Sociedades	147.998,1	172.063,8	239.569,4	217.130,6	227.274,0	239.569,4	194.940,8	178.872,3
N.º DE INVERSORES								
Total	3.361.901	4.312.340	6.073.537	5.231.449	5.609.293	6.073.537	6.120.550	6.377.747
Fondos	521.648	592.053	776.206	697.470	723.358	776.206	782.936	846.890
Sociedades	2.840.253	3.720.287	5.297.331	4.533.979	4.885.935	5.297.331	5.337.614	5.530.857
N.º DE INSTITUCIONES ³								
Total	1.033	1.048	1.074	1.058	1.068	1.074	1.069	1.077
Fondos	399	407	416	423	424	416	411	412
Sociedades	634	641	658	635	644	658	658	665
ESTADO DE ORIGEN ³								
Luxemburgo	462	472	501	486	493	501	497	498
Francia	222	225	222	229	228	222	220	219
Irlanda	220	222	231	224	225	231	232	240
Alemania	48	45	50	50	50	50	50	52
Reino Unido	23	23	0	0	0	0	0	0
Países Bajos	4	3	3	3	3	3	3	3
Austria	30	32	33	34	33	33	33	33
Bélgica	5	5	5	5	5	5	5	3
Dinamarca	1	1	1	1	1	1	1	1
Finlandia	11	13	14	14	14	14	14	14
Liechtenstein	4	4	5	4	4	5	5	5
Portugal	3	3	0	3	3	0	0	0
Suecia	0	0	9	5	9	9	9	9

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

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

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

Principales magnitudes de las IIC inmobiliarias¹

CUADRO 3.15

	2019	2020	2021	2021		2022		
				III	IV	I	II	III ²
FONDOS								
Número	2	2	2	2	2	2	2	2
Partícipes	483	483	482	482	482	482	482	482
Patrimonio (millones de euros)	309,4	310,8	311,0	311,0	311,0	312,5	312,6	313,4
Rentabilidad (%)	-0,02	0,47	0,07	-0,01	0,01	0,47	0,04	0,23
SOCIEDADES								
Número	3	3	2	2	2	2	2	2
Accionistas	316	315	209	208	209	209	209	209
Patrimonio (millones de euros)	763,5	907,1	913,2	910,5	913,2	946,1	950,2	951,8

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

2 Datos disponibles: julio de 2022.

